

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

YEREL YÖNETİM İŞTİRAKLERİNİN DEĞERLEMESİ
VE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HÜSEYİN ESEN

BALIKESİR, 2024

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

YEREL YÖNETİM İŞTİRAKLERİNİN DEĞERLEMESİ
VE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HÜSEYİN ESEN

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. ŞAKİR SAKARYA

BALIKESİR, 2024

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı'nda 201912547005 numaralı Hüseyin ESEN'in hazırladığı “**Yerel Yönetim İştiraklerinin Değerlemesi ve Bir Uygulama**” konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 14.06.2024 tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OY BİRLİĞİ/~~OY ÇOKLUĞU~~ ile karar verilmiştir.

Üye (Başkan) Prof. Dr. Sinan AYTEKİN

İmza

Üye (Danışman) Prof. Dr. Şakir SAKARYA

İmza

Üye Dr. Öğr. Üyesi Çağatay MİRGEN

İmza

Enstitü Onayı

ETİK BEYAN

Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kuralları'na uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

.../.../...

İmza

Hüseyin ESEN

ÖNSÖZ

Yerel yönetimlerin iştirakleri, ticari ve kamu hizmetlerinin birleştiği noktada, çeşitli temel hizmetler sunmaktadır. Bu iştiraklerin değerlendirilmesi, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından, aynı zamanda hizmet kalitesi ve sürdürülebilirliği için de önemlidir. Bu tez, iştiraklerin değerlendirilmesi yöntemlerini ve bu sürecin önemini ele almakta, yerel yönetimlerin finansal sürdürülebilirliğini ve toplumsal değer yaratma kapasitesini artırmayı hedeflemektedir.

Bu tez çalışmasının hazırlanış sürecinde gösterdikleri sabır, rehberlik ve destek için danışmanım Prof. Dr. Şakir SAKARYA'ya içtenlikle teşekkür ederim. Vaka çalışması için gerekli verilerin sağlanmasında büyük nezaket gösteren Karesi Belediye Başkanı Mesut AKBIYIK, yardımcıları Kemal AYDEMİR ve Hakan MESCİ'ye, ayrıca belediye iştirakinin yöneticilerine ve personeline minnettarlığımı sunarım.

Bu çalışmaya başlamamda beni cesaretlendiren dostum Vedat ACAR'a özel bir şükranımı ifade etmek isterim.

Son olarak, bu akademik yolculukta bana anlayış gösteren eşim Yıldız ESEN ve kızım Beren ESEN'e en derin sevgi ve teşekkürlerimi sunarım.

BALIKESİR, 2024

HÜSEYİN ESEN

ÖZET

YEREL YÖNETİM İŞTİRAKLERİNİN DEĞERLEMESİ VE BİR UYGULAMA

ESEN, Hüseyin

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Şakir SAKARYA

2024, 94 Sayfa

Yerel yönetimler; belediyeler, il özel idareleri ve köyler gibi idari birimler aracılığıyla, bir bölgenin veya şehrin yönetimini yerinden ve etkin bir şekilde yürütürler. Bu birimler, vatandaşların günlük yaşamlarını doğrudan etkileyen hizmetler sağlar ve kararlar alırlar. Yerel yönetim iştirakleri ise, bu hizmetlerin daha etkin ve verimli sunulabilmesi için yerel yönetimler tarafından kurulan şirketlerdir. Belediyelerin veya il özel idarelerinin tamamen veya kısmen sahip olduğu bu iştirakler, sosyal tesis, su, elektrik, ulaşım ve atık yönetimi gibi temel kamu hizmetlerini yürütürler. Yerel yönetim hizmetlerinin daha etkin sunulabilmesi için güçlü iştiraklere sahip olmaları önemlidir. Yerel yönetim hizmetlerinin daha etkin sunulabilmesi için güçlü iştiraklere sahip olmaları önemlidir. Bu çalışmada örnek bir yerel yönetim iştirakinin değerlemesi yapılarak iştirakin değeri belirlenmeye çalışılmıştır. Yapılan değerlendirme sonucunda iştirakin değeri 59.761.108 TL olarak hesaplanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yerel Yönetimler, İştirak, Değerleme

ABSTRACT

VALUATION OF LOCAL GOVERNMENT SUBSIDIARIES AND AN APPLICATION

ESEN, Hüseyin

Master Thesis, Business Administration


Accounting and Finance

Advisor: Prof. Dr. Şakir SAKARYA

2024, 94 Pages

Local governments, through administrative units such as municipalities, special provincial administrations and villages, manage the administration of a region or a city in a localised and efficient manner. These units provide services and make decisions that directly affect the daily lives of citizens. Local government subsidiaries are companies established by local governments to provide these services more effectively and efficiently. These companies, wholly or partially owned by municipalities or special provincial administrations, provide basic public services such as social facilities, water, electricity, transport and waste management. It is important to have strong subsidiaries in order to provide local government services more effectively. In this study, a sample local government subsidiary has been valued and the value of the subsidiary has been determined. As a result of the valuation, the value of the subsidiary was calculated as 59.761.108 TL.

Key Words: Local Governments, Participation, Valuation



Değerli Hocalarıma, Eşime, Kızıma...

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖNSÖZ	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELER LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
1. GİRİŞ.....	1
1.1 Araştırmanın Problemi	4
1.2 Araştırmanın Amacı	4
1.3 Araştırmanın Önemi.....	4
1.4 Araştırmanın Varsayımları.....	4
1.5 Araştırmanın Sınırlılıkları	5
1.6 Tanımlar	5
2. İLGİLİ ALANYAZIN	6
2.1 Kuramsal Çerçeve	6
2.1.1 Yerel Yönetimler.....	6
2.1.1.1 Yerel Yönetim Kavramı, Oluşumu ve Tarihsel Gelişimi.....	6
2.1.1.2 Türkiye’de Yerel Yönetimler ve Kısa Tarihçesi	8
2.1.1.3 Bir Yerel Yönetim Birimi Olarak Mahalli İdare Birlikleri	11
2.1.1.4 Yerel Yönetimlerin Ekonomik Faaliyet Alanları.....	13
2.1.2 Yerel Yönetimlerde İştirakler	15
2.1.2.1 Genel Olarak İştirakler	15
2.1.2.2 Yerel Yönetim İştiraklerinin Kuruluş Amacı.....	16
2.1.2.3 Yerel Yönetim İştiraklerinin Hukuki Alt Yapıları.....	17
2.1.2.4 Yerel Yönetim İştiraklerinin Sermaye Yapısı.....	20
2.1.3 Değerleme	20
2.1.3.1 Değer ile İlgili Genel Kavramlar.....	20

2.1.3.2 Değer ve Fiyat Kavramı İlişkisi	22
2.1.3.3 Değerlemenin Amacı ve Önemi.....	23
2.1.3.4 Değerlemenin Kullanım Alanları.....	24
2.1.3.4.1 Birleşme ve Satın Almalar	25
2.1.3.4.2 Yatırım ve Finansman	25
2.1.3.4.3 Portföy Yönetimi.....	26
2.1.3.4.4 Özelleştirme	26
2.1.3.4.5 Borçlanma Enstrümanları	27
2.1.3.4.6 Stratejik Planlama	27
2.1.3.4.7 Halka Arz	27
2.1.3.4.8 Marka Değeri	28
2.1.3.5 Değerlemeyi Etkileyen Faktörler	28
2.1.4 Şirket Değerleme Yaklaşımları	29
2.1.4.1 Varlık Bazlı Yaklaşımlar.....	31
2.1.4.1.1 Defter Değeri.....	32
2.1.4.1.2 Net Aktif Değer.....	33
2.1.4.1.3 Tasfiye Değeri.....	33
2.1.4.2 Gelir Bazlı Yaklaşımlar.....	34
2.1.4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi	35
2.1.4.2.2 Gelir Bazlı Yaklaşımların Artı ve Eksileri.....	42
2.1.4.3 Piyasa Bazlı Yaklaşımlar	45
2.1.4.3.1 Kazanç Çarpanları.....	47
2.1.4.3.2 Defter Değeri ve Yeniden Yerine Koyma Değeri Çarpanları	51
2.1.4.3.3 Gelir Çarpanları.....	54
2.1.4.3.4 Sektör Çarpanları	55
2.1.4.4 Alternatif Yaklaşımlar.....	56
2.1.4.4.1 Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi.....	57
2.1.4.4.2 Pazar Katma Değeri (MVA) Yöntemi	58
2.1.4.4.3 Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) Yöntemi	60
2.2 İlgili Araştırmalar	60
3. YÖNTEM.....	66
3.1 Araştırmanın Modeli	66

3.2 Evren ve Örneklem	66
3.3 Veri Toplama Araç ve Teknikleri	66
3.4 Verilerin Toplanma Süreci.....	67
3.5 Verilerin Analizi.....	67
4. BULGULAR VE YORUMLAR.....	68
4.1 Yerel Yönetim İştiraki Hakkında Genel Bilgi	68
4.2 İştirakin Finansal Yapısı	68
4.3 Varlık Bazlı Yaklaşımlar İle Değer Tespiti	72
4.4 İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı İle Değer Tespiti.....	74
4.5 Çarpan Analizi Yöntemi İle Değer Tespiti	82
4.6 Ağırlıklandırmaya Göre Firma Değeri.....	84
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	86
5.1 Sonuç	86
5.2 Öneriler.....	88
KAYNAKÇA	86

ÇİZELGELER LİSTESİ

	Sayfa
<u>Cizelge 1.</u> İştirakin Özet Finansal Verileri	69
<u>Cizelge 2.</u> Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	71
<u>Cizelge 3.</u> İştirak Net Aktif Yöntemi ile Değerleme (TL).....	73
<u>Cizelge 4.</u> Tahmin Dönemleri İçin Bilanço Büyüme Oranının Hesaplanması	74
<u>Cizelge 5.</u> Tahmin Dönemlerine Ait Bilançolar (TL).....	75
<u>Cizelge 6.</u> Gelir Tablosu Net Satışlarına Ait Büyüme Oranının Hesaplanması	76
<u>Cizelge 7.</u> Tahmin Dönemlerine Ait Gelir Tablosu (TL)	77
<u>Cizelge 8.</u> Öz sermayeye Serbest Nakit Akışları	78
<u>Cizelge 9.</u> Beta Katsayısının Hesaplanması.....	79
<u>Cizelge 10.</u> Beta Katsayısının Hesaplanması.....	80
<u>Cizelge 11.</u> Öz sermaye Maliyetinin Hesaplanması	80
<u>Cizelge 12.</u> Öz sermayeye Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değerleri (TL)....	81
<u>Cizelge 13.</u> Özsermayeye Serbest Nakit Akışlarına Göre Şirket Değerinin Tespiti (TL)	82
<u>Cizelge 14.</u> BIST Yiyecek ve İçecek Sektörü Firmaları ile İştirakin Karşılaştırmalı Çarpan Analizi	82
<u>Cizelge 15.</u> Finansal Çarpanlar	83
<u>Cizelge 16.</u> Ağırlıklandırmaya Göre İştirakin Değeri.....	84
<u>Cizelge 17.</u> Piyasa Değerleri.....	87

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
<u>Sekil 1.</u> Türkiye'nin İdari (Yönetmel) Yapısı	11
<u>Sekil 2.</u> Mahalli İdare Birliklerinin Yerel Yönetim Sistemi İçerisindeki Konum .	12
<u>Sekil 3.</u> Şirket Değerlemenin Kullanım Alanları	24
<u>Sekil 4.</u> Şirket Değerleme Yaklaşımları.....	30
<u>Sekil 5.</u> Varlık Bazlı Yaklaşımlar	32
<u>Sekil 6.</u> Gelir Bazlı Yaklaşımlar	35
<u>Sekil 7.</u> Öz Sermayeye Sağlanan Nakit Akımları Yöntemi.....	40
<u>Sekil 8.</u> Şirkete Sağlanan Nakit Akımları Yöntemi	42
<u>Sekil 9.</u> Piyasa Bazlı Yaklaşımlar	46
<u>Sekil 10.</u> Kazanç Çarpanları	47
<u>Sekil 11.</u> Defter Değeri ve Yeniden Yerine Koyma Değeri Çarpanları	52
<u>Sekil 12.</u> Gelir Çarpanları	54
<u>Sekil 13.</u> Sektör Çarpanları	56
<u>Sekil 14.</u> Alternatif Yaklaşımlar	57

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
AOSM (WACC)	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BDDK	: Bankacılık Dzenleme ve Denetleme Kurulu
BAGYO	: Balıkesir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
BİST	: Borsa İstanbul
EBİTDA (FVAÖK)	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımları
KHK	: Kanun Hükümünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KÖİ	: Kamu Özel İşbirliği
ÖSNA (FCFE)	: Öz sermayeye Serbest Nakit Akışları
ŞSNA (FCFF)	: Şirkete Serbest Nakit Akışları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	: Ulusal Meslek Standartları

1. GİRİŞ

Kamu hizmetlerinin genişlemesi ile kamu kurumları büyümüş ve çeşitlenmiştir. Kaynak kıtlığı ve finansal krizler gibi merkezi hükümetlerin karşılaştığı zorluklar, kamu hizmetlerine yönelik gelişen ve artan talepleri karşılamak için kamu hizmetleri sorumluluğunun merkezi hükümetlerden yerel yönetimlere, sivil toplum kuruluşlarına ve özel sektöre kaymasına yol açmıştır (Aksoy, 2019).

Yerel yönetimler, bir ülkenin sınırları içinde köy, ilçe ve şehir gibi çeşitli büyüklükteki yerleşimlerde ikamet eden tüm sakinlerin, ortak ve yerel ihtiyaçlarını karşılamak için belirli bir yasal çerçeve içinde kurulmuş anayasal kurumlardır. Halka yakınlıkları ve yerel ihtiyaçları belirleme yetenekleri nedeniyle, yerel yönetimler hizmet sunumunda çok önemli bir rol oynamaktadır (Varcan, Taraktaş, ve Hacıköylü, 2013).

Sanayileşme ve nüfusun hızlı artmasıyla birlikte meydana gelen hızlı kentleşme süreci, yerel hizmet sunumunun genişlemesi ve çeşitlendirilmesine neden olmuştur. Bu genişleme, yerel yönetimlere sınırlı kaynaklarla daha etkili bir şekilde daha fazla hizmet sunmaları hususunda baskılara sebep olmuştur. Halktan gelen bu talep ve beklentilere yanıt olarak, yerel hizmet sunumunun verimliliğini ve etkinliğini arttırmak için çeşitli alternatif yöntemler geliştirilmiş ve uygulanmıştır.

Günümüzde de, yerel yönetimlerin sadece kendilerine ait tüzel kişilikleri olan bağlı kuruluşları değil birlikler, işletmeler gibi çeşitli isimler altında faaliyet gösteren ve belirli bir özerkliğe sahip kuruluşlar da bulunmaktadır. Bu yapılar, genellikle yerel yönetim iktisadi teşebbüsleri olarak adlandırılır. İlk zamanlarda, bu teşebbüsler doğrudan belediye örgütlenmesinin bir parçası olarak ve belediye bütçesi dâhilinde faaliyet gösterirken, zamanla kendi bütçeleri ve tüzel kişilikleri olan bağımsız yapılar olarak gelişmiştir (Berk, 2003, s. 47).

Yerel Yönetim kuruluşlarından biri olan Belediyelere, 1580 sayılı Belediye Kanunu'nun 19. maddesi uyarınca müşterek ve medeni ihtiyaçları karşılamak amacıyla iştirak kurma yetkisi verilmiştir. Belediyeler, daha etkin hizmet sunmak ve yüksek

verimlilikle çalışabilmek için stratejik iş birimlerini iştirak statüsüne sokarak özel hukuk kurallarına göre işletmektedir. Kaynak yetersizliği ve niteliksiz aşırı istihdam gibi nedenlerle belediyeler, mevzuat gereği yerine getiremedikleri görevleri iştirakler yoluyla gerçekleştirmeyi tercih etmektedir. Belediyelerin iştirakleşme ile amaçları genel olarak kamu hizmetlerini rekabetçi bir şekilde sunarak maliyetleri düşürmek, hizmetleri etkin bir şekilde sağlamak, yerel vergileri azaltmak ve kentin yönetimini daha az personelle yapılandırmaktır. Bu şekilde belediyeler, ağır vesayet denetiminden kurtularak daha verimli hizmet sunmayı hedeflemektedirler (Acartürk, 2001).

Belediyeler, bünyelerindeki iştiraklerin gelişimini ve değer kazanmasını takiben, bu iştirakleri doğrudan yönetmek yerine özelleştirebilir. Özelleştirme kararları çeşitli mali, ekonomik, siyasi ve toplumsal faktörlere dayanabilir; ancak genellikle maliyet ve yönetim etkinliği gibi temel mali ve idari unsurlar ağır basar. Belediye iştiraklerinin özelleştirilmesi süreci, iştiraklerin performansını ve sürdürülebilirliğini iyileştirmek, aynı zamanda hizmet kalitesini artırmak amaçlanmıştır (Öztürk, 2013, s. 100).

Belediye iştirakleri, özelleştirme süreçleri veya diğer çeşitli nedenlerle değerlendirme çalışmaları gerçekleştirebilir. Bu değerlendirme faaliyetleri; yatırım kararları sırasında varlıkların ve gelir potansiyellerinin kıymetini tespit etmek, hukuki zorunluluklar nedeniyle yürütülen iç ve dış denetim işlemleri, hukuki statünün belirlenmesi ve borçlanma ile finansman süreçlerinde varlık ve gelir potansiyellerinin değerlendirilmesi gibi amaçları içerir. Değerleme sürecinin temel amacı, şirketin finansal durumunu kavramak, stratejik kararlar vermek ve yasal şartlara uyumu sağlamaktır.

Değerleme, son yıllarda Türkiye'de de özelleştirme, halka arz, birleşme ve satın almaların artmasıyla, popüler hale gelmiştir. Şirket değerlemesi, öncelikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa ülkeleri tarafından geliştirilen yaklaşımlara dayanmaktadır. Dünya genelinde, özellikle şirket birleşmeleri, devirleri, halka arzlar ve özelleştirmeler gibi süreçlerde önemli bir role sahiptir. Değerlemenin önemi sürekli olarak artmakta ve finans literatüründe ayrıcalıklı bir yer almaktadır (Çırak, 2018).

Değerleme süreci, ekonomik analizler, matematiksel modelleme, istatistiksel değerlendirme, muhasebe ilkeleri ve yatırımcı psikolojisi gibi çeşitli disiplinlerin katkılarından faydalanır (İvgen, 2003). Şirket değerlemesi, genel ekonomik durum,

endüstri koşulları, şirketin büyüklüğü ve büyüme oranı, varlık ve sermaye yapısı, büyüme potansiyeli, kar dağıtım politikası, planlanan yatırımlar ve pazar konumu gibi bir dizi faktörü göz önünde bulundurarak gerçekleştirilir. Bu değerlendirme, portföy yönetimi, şirket satın alımı, birleşme ve devralmalar, halka arz, tasfiye, iflas, özelleştirme, stratejik karar alma, yabancı kaynak kullanımı ve miras hukuku gibi çeşitli süreçlerde kritik bir rol oynar. Şirket değerlemesinin evrimi, sermayenin serbest dolaşımı, varlık ve hisse senedi ticareti, şirket bölünmeleri ve birleşmeleri gibi faktörlerle şekillenmiştir. Ayrıca, şirketlerin artan değeri ve stratejik yönetim, rekabetçi bir iş ortamında daha da önemli hale gelmiştir (Sipahi, Yanık, ve Aytürk, 2011).

Şirket değerlemesi için kullanılacak yöntemler, hedefler, şirketin yapısı ve mevcut durumu göz önünde bulundurularak seçilmelidir. Değerleme sürecinde karşılaşılan temel zorluk, girdi parametrelerinin doğruluğunun sağlanmasıdır. Şirketler, birçok karmaşık değişkenin bir arada etkilediği bir ortamda faaliyet gösterirler ve bu da yüksek düzeyde belirsizlik yaratır. Bu belirsizliği azaltmak için, analizler yapılır ve bu analizler şirket değerlemesine ilişkin olası sonuçları ortaya koyar. Ancak, bu analizlerin belirsizlik koşulları altında sadece tahmini bir görüş sunduğu akılda tutulmalıdır.

Yerel yönetim iştiraklerinin değerlendirilmesi, finansal ve ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyal ve çevresel etkileri de içermektedir. Her ülkenin ve her yerel yönetimin kendine özgü yasal ve kurumsal çerçevesi, hedefleri ve stratejileri, bu değerlemelerin çeşitlilik göstermesine yol açabilir. Özel sektör, kar elde etmeyi hedeflerken, Yerel yönetim iştirakleri toplumun genel yararına hizmet etmeyi amaçlar. Yerel yönetim iştirakleri tarafından belirlenen fiyatlar, serbest piyasa koşullarından bağımsız olarak, kamu yararına en uygun olacak şekilde ayarlanır. Bu yaklaşım, özel sektör ile yerel yönetim iştirakleri arasındaki temel farkı oluşturur ve toplumun genel çıkarlarının korunmasını garanti altına alır (Karabilgin, 1992). Bu nedenlerden dolayı, yerel yönetim iştiraklerinin değerlendirilmesi ile özel sektör şirketlerinin değerlendirilmesi arasında farklı sonuçlar elde edilmesi beklenmektedir.

1.1 Araştırmanın Problemi

Günümüzde Şirket ve varlıkların değerinin belirlenmesi piyasa aktiviteleri açısından önem taşımaktadır. Şirket değerlemesi, yöneticilerin bu kuruluşların performansını anlamalarına ve iyileştirmeler yapmalarına yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda literatürde Şirket değerlemesi ile ilgili birçok çalışmaya rastlanmış olmakla birlikte yerel yönetim iştiraklerinin değerlenmesine yönelik bir çalışmaya rastlanmamıştır. Dolayısıyla çalışmanın bir taraftan literatürdeki bu eksikliği gidermesi, diğer taraftan da yerel yöneticilerin karar alma süreçlerine katkı sağlaması beklenmektedir.

1.2 Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, gerçek bir yerel yönetim iştirakinin değerlemesini gerçekleştirmek ve iştirakin gerçek değerini ortaya çıkartmaktır.

1.3 Araştırmanın Önemi

Değerleme ile ilgili yapılan araştırmalarda birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, yerel yönetim iştirakleri üzerine odaklanan bir çalışmaya rastlanamamıştır. Bu durum, yerel yönetimlerin güçlü bir yapıya sahip olmaları ve finansal sürdürülebilirlikleri açısından önemli bir eksiklik olarak değerlendirilmiştir.

1.4 Araştırmanın Varsayımları

Yerel yönetim iştirakinden alınan finansal verilerin doğru ve gerçeği yansıttığı varsayılmıştır. Değerleme yöntemleri, yerel koşullara ve sektörel dinamiklere uygun olarak uyarlanabileceği düşünölmüştür.

1.5 Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu çalışma sadece bir örnek yerel yönetim iştirakini ele almaktadır ve genellemeler yapmak için daha fazla örnek çalışmaya ihtiyaç vardır. Bu durum, elde edilen sonuçların diğer kuruluşlara genel olarak uygulanabilirliğini sınırlar. Ayrıca, değerlendirme yöntemlerinin etkinliği, incelenen yerel yönetim biriminin özgül iç ve dış faktörlerine göre değişiklik gösterebilir; bu nedenle, bu yöntemlerin uygulanabilirliği kurumdan kuruma farklılık arz edebilir. Örnek iştirak alınan firma verilerinin doğru olduğu kabul edilmiştir.

1.6 Tanımlar

Yerel Yönetim: Ulusal sınırlar içerisindeki değişik büyüklüklerdeki topluluklarda yaşayan insanların, ortak ve yerel nitelikteki gereksinimlerini karşılamak amacıyla kurulan ve hukuk düzeni içerisinde oluşturulmuş olan anayasal kuruluşlardır.

1982 Anayasasınının 127. maddesinde yerel yönetimler, “il, belediye veya köy halkının mahalli müşterek ihtiyaçlarını karşılamak üzere kuruluş esasları kanunla belirtilen ve karar organları, gene kanunda gösterilen, seçmenler tarafından seçilerek oluşturulan kamu tüzelkişileri” şeklinde tanımlanmaktadır.

İştirak: Sözlükte “paydaşlık, bir işte yer alma, katılım, katılma, ortaklık” anlamlarına gelir. Bir şirket, başka bir şirketin sermayesine sahip olduğunda, bu şirketlere iştirak adı verilir.

TMS 28 İştiraklerdeki ve İş Ortaklıklarındaki Yatırımlar Standardına göre iştirak tanımı; “Yatırımcı işletmenin üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmedir” şekli tanımlanmıştır (TMS 28 p.3.).

BOBİ FRS’de ise “Yatırımcı işletmenin üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmedir.” şeklinde tanımlanmaktadır (BOBİ FRS, 3. BÖLÜM Par. 10.2).

Değerleme: Belirli bir iktisadi kıymetin belli bir zamandaki kıymetinin belli bir para cinsinden ifade edilmesidir. Vergi Usul Kanunu’na göre değerlendirme, vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanlardaki değerlerinin saptanması işlemidir.

2. İLGİLİ ALANYAZIN

Araştırmanın ilgili alan yazını iki ana bölümden oluşmaktadır: İlk bölüm, tezin temelini oluşturan kuramsal çerçeveyi detaylandırırken; ikinci bölüm, araştırma konusuna ilişkin daha önce yapılmış çalışmaları, özet ve bulgularını içermektedir.

2.1 Kuramsal Çerçeve

Araştırmanın kuramsal çerçevesinin ilk bölümünde Yerel Yönetimler ve Yerel Yönetim İştirakleri ele alınmıştır. Ardından Değer ve Değerleme tanımları yapılmış ve Değerleme Yaklaşımları ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

2.1.1 Yerel Yönetimler

2.1.1.1 Yerel Yönetim Kavramı, Oluşumu ve Tarihsel Gelişimi

Yerinden yönetim ilkesiyle, yereldeki halkın seçmiş olduğu organlarca yönetilmesi şeklinde bir yönetim biçimi olan yerel yönetimler: “En büyük siyasi topluluk olan devletin merkez örgütünün dışında kalan ve devlet tarafından hukuki yetkilerle donatılan, kendine özgü özelliklere ve tüzel kişiliğe sahip yerel topluluklardır” (Bilgin, 2002, s. 313-330).

"Yerel yönetimler" terimi, Fransızca "autorités locales" deyiminin Türkçe karşılığıdır ve günümüzde özellikle yönetim ve anayasa hukuku çevrelerinde "mahalli idareler" deyimiyile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Bu terim, kamu hizmetlerinin yürütülmesinde devlet tüzel kişiliğinin yanında diğer kamu tüzel kişileri tarafından da gerçekleştirilebileceği kabul edilen yaygın bir uygulamayı ifade eder. Yerel yönetimler genellikle özerklik temelinde ve yerinden yönetim ilkesine göre örgütlenirler (Dönmez, 2014).

Yerel yönetimler, halkın doğrudan katılımıyla seçilen karar mekanizmaları tarafından idare edilir. Bu demokratik yapılar, yasal çerçevede tanımlanmış belirli görev ve yetkileri kullanarak, toplumun genel yararına hizmet ederler. Kendilerine tahsis edilen özel gelirler, bütçe ve personel ile yerel hizmetlerin yürütülmesini sağlarlar. Amaçları, bir arada yaşayan insanları en çok ilgilendiren konularda hizmet sağlamak ve yerel ihtiyaçlara çözümler üretmektir (T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı 11. Kalkınma Planı, 2019).

Kamusal hizmet sunumunun temel anlayışı, dünya genelinde ölçek ekonomisi ve etkin kaynak kullanımını vurgular. Bu anlayış, hizmetin halka en yakın yönetim birimleri tarafından sunulmasını hedefler. Günümüzde, merkezi yönetimlerle birlikte yerel yönetim sistemi de kullanılarak, ulusal ölçekteki uzun vadeli gereksinimler (güvenlik, kalkınma gibi) daha rasyonel bir örgütlenme düzeyiyle karşılanırken; günlük yaşama dair ulaşım, barınma gibi ihtiyaçlar ise yerel örgütlenme yoluyla karşılanmaya çalışılmaktadır. Bu uygulama, tarih boyunca sıkça karşılaşılan bir olgudur, çünkü böylece hizmetlerin etkin bir şekilde ve halkın ihtiyaçlarına uygun olarak sunulması amaçlanır (Berk, 2003, s. 49).

Orta Çağ'da kentlerin özgürleşmesine katkıda bulunan komünler, yerel yönetimlerin gelişiminde önemli bir dönüm noktası oluşturmuştur. Ancak, günümüzdeki yerel yönetimlerin kurumsallaşması ve halk katılımı süreçleri, tarihsel olarak komünlerden daha eski olan antik kent devletleri ve sonraki dönemlerdeki yönetim biçimlerinden etkilenmiştir. Bu nedenle, modern yerel yönetimlerin ve halk katılımının kökenleri, komünlerden ziyade, daha geniş bir tarihsel ve kültürel mirasın parçası olarak değerlendirilmelidir (Tortop, Aykaç, Yayman, ve Özer, 2006).

Orta Çağ, Avrupa tarihinde dönüşüm ve gelişimin yaşandığı bir dönemdir. Bu dönemde, feodal yapılar, kilise reformları ve şehirlerin yükselişi gibi birçok faktör toplumların hayatını etkilemiştir. Komünler, bu dönemde ortaya çıkan ve toplumsal yaşamda önemli bir yere sahip olan yerel yönetim birimleriydi. Ticaretin gelişimiyle birlikte, özellikle Akdeniz bölgesindeki deniz kenarları ve nehir ağzları gibi stratejik konumlarda bulunan yerleşim yerleri, ticaretin ve ekonominin can damarları haline gelmiş ve bu kentler, Avrupa medeniyetinin gelişiminde kilit rol oynamıştır. Bu kentler, kültürel ve ekonomik alışverişin merkezleri olarak, Avrupa'nın sosyal ve ekonomik yapısının şekillenmesinde önemli bir etkiye sahip olmuştur. Özellikle dinsel ve kale kentler, tüccar sınıflarını içinde barındırarak büyümüş ve kısa sürede zengin

kentlere dönüşmüştür. Bu dinsel ve kale kentler, Orta Çağ boyunca ekonomik ve kültürel açıdan büyük öneme sahipmiş. Ticaretin canlanması, bu komünlerin büyümesine ve zenginleşmesine katkıda bulunmuştur. Bu süreç, Avrupa'nın tarihinde önemli bir dönemeç olarak kabul edilir (Pustu, 2016).

16. yüzyıldan itibaren ulus-devletlerin yükselişiyle birlikte, komünlerin gücü azalmış ve devletler, şehirler üzerindeki kontrolünü artırmıştır. Yerel yönetimler, bu dönemde devletin ideolojik ve yönetsel bir uzantısı olarak varlıklarını sürdürmüş, ancak Jeremy Bentham ve Turgot gibi düşünürlerin katkılarıyla modern anlamda yerel yönetimlerin temelleri atılmıştır. 18. ve 19. yüzyıllarda gerçekleştirilen reformlarla yerel yönetimler, hizmet sunumunda merkeziyetçi bir yapıya bürünmüş ve merkezi hükümetin politikalarını yerel düzeyde uygulayan kurumlar haline gelmiştir (Ökmen ve Parlak, 2010).

20. yüzyılın başları, yerel yönetimler için bir "altın çağ" olarak nitelendirilebilir. Bu dönemde, yerel yönetimler zorunlu hizmetleri finanse etmek için gerekli kaynakları bulmuş ve merkezi hükümetten daha fazla hizmet sunarak yerel halkın ihtiyaçlarını karşılamışlardır. Bu süreçte, yerel yönetimlerin hizmet sunum kapasitesinde ve etkinliğinde belirgin bir artış gözlemlenmiştir (Keleş, 2012).

2.1.1.2 Türkiye'de Yerel Yönetimler ve Kısa Tarihçesi

Osmanlı İmparatorluğu'nda Cumhuriyet öncesi dönemde batılı anlamda yerel yönetimler bulunmamaktaydı. Belediye işleri, ilk belediye kuruluncaya kadar vakıflar aracılığıyla yürütülmekteydi. Bu nedenle, II. Meşrutiyet'in ilanına kadar, belediye işlerinin bir kısmı vakıflar tarafından gerçekleştiriliyordu. Osmanlı'da belediye hizmetlerinin yürütüldüğü önemli bir kurum, kadılık makamıydı. Tanzimat öncesi Osmanlı Devletinde kadılar, yargısal görevlerinin yanı sıra idari ve bazı belediye işlevlerini de üstlenmişlerdir. Halk arasında çıkan anlaşmazlıkları çözmeye, miras ve ticaret davalarını karara bağlama, evlilik ve vasiyet işlemlerini yürütme, vergi toplama ve vakıfların denetimi gibi önemli sorumluluklar kadıların yetki alanına girmektedir (Acar, 2019).

Osmanlı İmparatorluğu'nda, Kırım Savaşı'nın ardından 1855 yılında İstanbul'da (şehir hizmetlerini yürütmek amacıyla) ilk belediye kurulmuştur. Belediyenin başında, hükümet tarafından atanmış bir şehremini bulunmaktaydı.

Ayrıca, Şehreminiye yardımcı olması için iki yardımcı da atanmıştır. Belediyenin yönetimini sağlamak üzere, şehremini ve yardımcıları, şehir meclisi olarak adlandırılan 2 kişilik bir kent kurulu üyesi olarak görev yapmışlardır. Şehremini ve iki yardımcısı, doğal olarak bu meclisin üyeleri arasında yer almaktadır. Osmanlı İmparatorluğu'nda Meclis-i Mebûsan üyeleri, halk tarafından yapılan seçimlerle belirlenmiştir. Bu seçimler, Osmanlı İmparatorluğu'nun çeşitli bölgelerinden, farklı sınıflardan ve meslek gruplarından temsilcilerin katılımıyla gerçekleştirilmiştir. Meclis üyelerinin yenilenme süreci ve oranı, döneme ve siyasi koşullara göre değişiklik göstermiştir. Yapılan seçimler, toplumun demokratik yapıya geçişinde kilit bir rol oynamıştır ve bu dönüşüm, Meşrutiyetin ilan edilmesi ve parlamenter rejime geçilmesiyle daha da belirginleşmiştir (Keleş, 2012).

1864 Vilayet Nizamnamesi, Osmanlı İmparatorluğu'nda yerel yönetim mekanizmasını düzenleyen önemli bir belgedir. Nizamname, şehirlerdeki yerel yönetimi organize etmek amacıyla Şehremaneti'ni görevlendirmiştir. Nizamnamenin 2. maddesi, Şehremaneti'ne çeşitli görevler yüklemiştir. Şehremaneti'nin şehirlerdeki düzeni sağlama, temizlik, ticaretin düzenli yürümesi, vergi toplama gibi önemli sorumluluklarını içermektedir. Nizamname, yerel yönetim birimlerinin düzenli ve etkili çalışmasını sağlamak amacıyla detaylı görev ve sorumlulukları belirlemiştir (Gençoğlu, 2011).

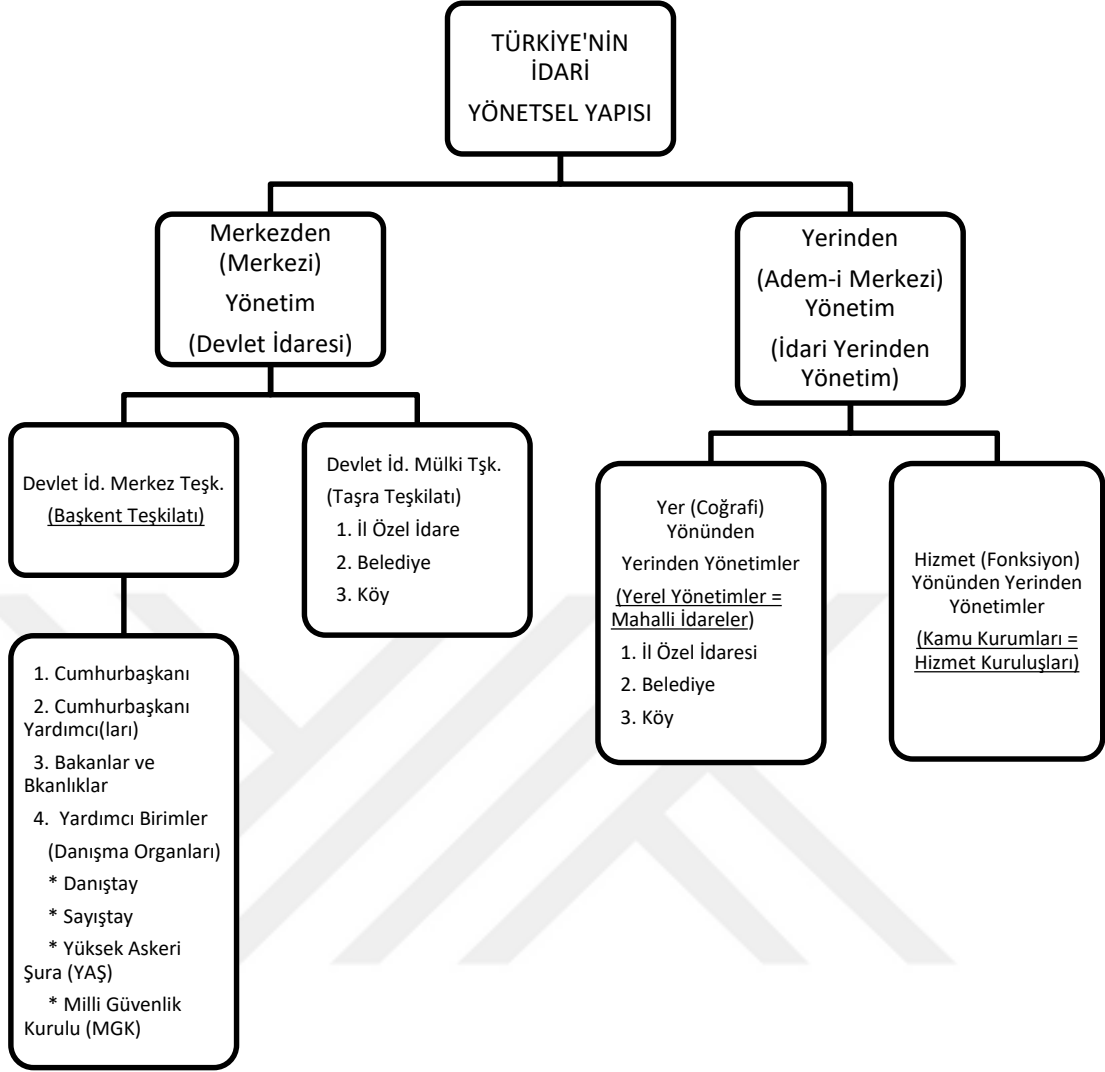
Tanzimat döneminde yapılan reformlar ve çıkarılan nizamnameler, eyalet yönetimlerinin sınırlarını daraltarak vilayet yönetimine geçiş sağlamıştır. Vilayet sistemi, altındaki Livalar, Kazalar ve Köylerle bir hiyerarşi oluşturmuştur. Bu idari sistem, merkezi hükümet tarafından atanan valilerle başlar. Valiler, Defterdar, Mektupçu, Nafia Memuru, Ticaret ve Ziraat Memuru ile Müfettiş gibi çeşitli görevliler tarafından desteklenir. Ayrıca, Vilayet İdare Meclisi, Liva İdare Meclisi ve Kaza İdare Meclisleri gibi düzenli olarak toplanan meclisler, yerel yönetimlerin denetlenmesi ve yönlendirilmesinde önemli roller üstlenir (Ortaylı, 2000).

Cumhuriyet'in ilanı ile birlikte, Osmanlı İmparatorluğu'ndan miras kalan yerel yönetim anlayışı, yeni devletin idealleri doğrultusunda dönüştürülmeye başlanmıştır. Merkezi hükümet, yerel yönetimleri, ulusal birlik ve bütünlüğü koruma amacıyla, politikalarını destekleyen ve uygulayan kurumlar olarak görmüştür. Bu çerçevede, idari ve mali özerklikler temkinli bir şekilde artırılmış, ancak merkezi denetim mekanizmaları güçlendirilerek yerel yönetimlerin merkezi politikalara uyumu

sağlanmıştır. 1924 yılında kabul edilen 442 sayılı Köy Kanunu ile köylerin idari yapılanması netleştirilmiş, 1930'da yürürlüğe giren 1580 sayılı Belediye Kanunu ile nüfusu 2000'i aşan yerleşim birimlerinde belediye kurulması mümkün kılınmıştır. Ankara'ya özel bir statü tanıyan 47 sayılı Kanun ise, başkentin idari yapısını düzenleyerek, şehrin modern Türkiye'nin simgesi olarak gelişimini desteklemiştir. Bu yasal düzenlemeler, Cumhuriyet'in ilk yıllarında yerel yönetimlerin modernleşme sürecinin temel taşlarını oluşturmuş ve Türkiye'nin idari yapısının günümüzdeki formuna evrilmesinde önemli rol oynamıştır (Yeter, 2014).

Yerel yönetimlerin yapılandırılması ve güçlendirilmesi süreci, 1984 yılında 3030 sayılı Büyükşehir Belediyeleri Kanunu'nun kabulüyle önemli bir döneme girmiştir. Bu kanunla, büyükşehir belediyelerinin kurulması ve yerel yönetimlerin daha geniş yetkilerle donatılması amaçlanmıştır. 1980'lerin sonrasında, belediye gelirlerinin artırılmasına yönelik yasal düzenlemeler yapılmış, 1987'de çıkarılan 3360 sayılı İl Özel İdaresi Kanunu ile il özel idarelerinin mali ve idari yapısı güçlendirilmiştir. 2004 ve 2005 yıllarında gerçekleştirilen reformlarla, yerel yönetimlerin daha etkin ve şeffaf olması hedeflenmiş, 2005 yılında kabul edilen 5393 sayılı Belediye Kanunu ile belediyelerin görev ve sorumlulukları yeniden tanımlanmıştır. 2012 yılında kabul edilen 6360 sayılı Kanun ile büyükşehir belediye sınırları genişletilmiş ve yerel yönetimlerin idari kapasitesi artırılmıştır. Bu yasal düzenlemeler, Türkiye'nin demokratikleşme sürecinde yerel yönetimlerin rolünü güçlendirmiş ve merkeziyetçilikten uzaklaşarak yerel özerkliğin önemini vurgulamıştır (Yeter, 2014).

10 Temmuz 2018 tarihli ve 30474 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 1 Numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi, 2 Temmuz 2018 tarih ve 703 sayılı KHK ile ve 15 Temmuz 2018 tarih ve 30479 sayılı 4 numaralı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi uyarınca yapılan düzenlemelerle, İçişleri Bakanlığı bünyesinde faaliyet gösteren Mahalli İdareler Genel Müdürlüğü kaldırılmıştır. Bu birimin vesayet yetkisine ilişkin görev, yetki ve sorumlulukları İçişleri Bakanlığında ve/veya İçişleri Bakanında bırakılmış, diğer görev, yetki ve sorumlulukları ise Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığına ve/veya Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanına devredilmiştir.



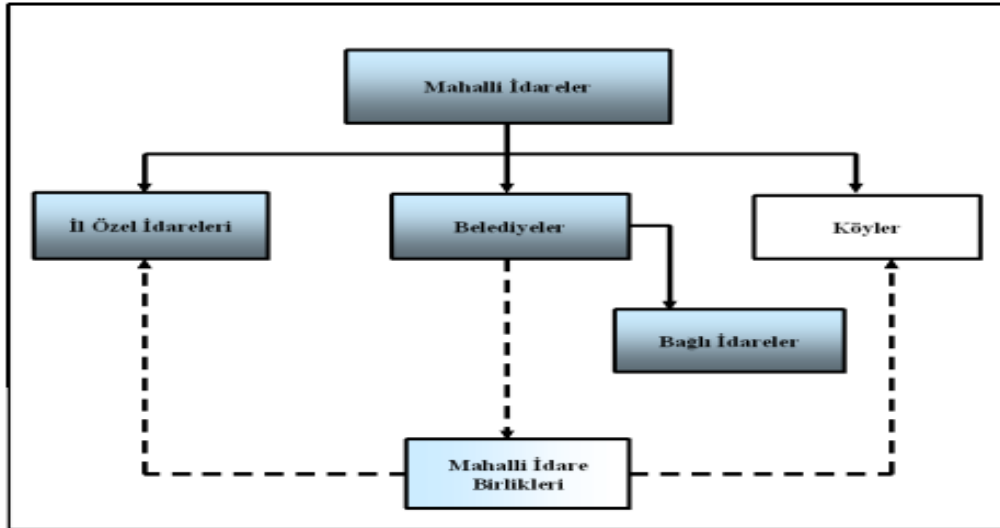
Şekil 1. Türkiye'nin İdari (Yönetmel) Yapısı

Kaynak: Mecek, M., ve Atmaca, Y. (2020). Yerel yönetimlerin idari yapısına ilişkin mevzuat analizi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 19 (76), 2068-2087.

2.1.1.3 Bir Yerel Yönetim Birimi Olarak Mahalli İdare Birlikleri

Mahalli idare birlikleri, yerel yönetimlerin ortak ihtiyaçlarını karşılamak ve hizmet sunumunda etkinlik ve verimlilik sağlamak amacıyla kurdukları, tüzel kişiliğe sahip işbirliği platformlarıdır. Bu birlikler, yerel yönetimlerin kendi başlarına yürütemeyecekleri veya daha iyi koordinasyon ve kaynak yönetimi gerektiren faaliyetler için ortak hareket etmelerini sağlar. Hem mekânsal ölçeklere göre hem de belirli hedef ve amaçları gerçekleştirmek üzere çeşitli şekillerde kurulabilirler (Zeren ve Çubuk, 2020).

Türkiye'de mahalli idare birlikleri, Cumhuriyetin ilk yıllarına dayanmaktadır. Nüfusun çoğunluğunun köylerde yaşadığı dönemde, özellikle köylerin oluşturduğu mahalli idare birlikleri sıklıkla kurulmuştur. 1930 yılında çıkarılan 1580 sayılı Belediye Kanunu, belediyelerin diğer yerel yönetim birimleri ve mahalli idare birlikleri kurabilmesine olanak tanımıştır. 1960 ve 1982 anayasaları, mahalli idarelerin ve bu birimler arasında kurulacak birliklerin hizmet sunumları için yeterli mali kaynağın sağlanması gerektiğini belirtmiştir. Ancak, uzun bir süre boyunca mahalli idare birlikleri için ayrı bir yasa çıkarılmamıştır. 2005 yılında çıkarılan 5355 sayılı Mahalli İdare Birlikleri Kanunu, bu eksikliği gidermiş ve mahalli idare birliklerini düzenlemiştir. Bu kanunun ardından birçok yasal düzenleme yapılmış, 2011'de çıkarılan 6172 sayılı Sulama Birliği Kanunu ile sulama birliklerini düzenleyen 19. madde iptal edilmiş ve sulama birlikleri özel kanunla düzenlenmeye başlanmıştır. 2012 tarihli 6360 Sayılı Kanun ile büyükşehir hizmet alanı içinde kalan köylerin mahalleye çevrilmesi ve buna bağlı olarak köylere hizmet götürme birliklerinin kaldırılmasıyla 2011'de 402 olan mahalli idare birliği sayısı, 2016'da 79'e düşmüştür (Çalçalı, 2018).



Şekil 2 Mahalli İdare Birliklerinin Yerel Yönetim Sistemi İçerisindeki Konumu

Kaynak: <https://vergidosyasi.com/2019/11/02/5018-sayili-kanuna-gore-mahalli-idareler> (Erişim Tarihi: 22.01.2024)

Türkiye'deki yerel yönetimler; belediyeler, il özel idareleri ve köyler, mali zorluklarla karşı karşıyadır. Özellikle öz gelir kaynaklarının yetersizliği, genel bütçe vergi gelirlerine bağımlılık, yeni gelir kaynaklarının oluşturulamaması, kaynakların

etkin kullanılamaması ve vergilendirme yetkisinin sınırlı olması gibi sorunlar, diğer meselelerin de kökeninde yer almaktadır. Bu bağlamda, ölçek ekonomisinin avantajlarından yararlanmak adına yerel yönetim birlikleri ve kooperatifleşme gibi alternatiflerin değerlendirilmesi, finansal sıkıntıların üstesinden gelmek ve daha sürdürülebilir bir mali yapı inşa etmek için kritik öneme sahiptir. Bu yaklaşımlar, yerel yönetimlerin hizmet kalitesini artırırken, maliyetleri düşürmeye ve toplumsal refahı yükseltmeye katkıda bulunabilir (Zeren ve Çubuk, 2020).

“Mahalli idare birlikleri, özerk yapıya sahip, yerel yönetim özellikleri gösteren kamu tüzel kişileridir. Bu birliklerin yönetim yapısı; meclis, encümen ve başkan olmak üzere üç ana organdan oluşur. Kanununun belirlediği özel durumlar dışında, bu organlar seçim yoluyla iş başına gelirler. Mahalli idare birliği oluşturabilmek için en az iki mahalli idarenin iş birliği şarttır, ancak birliği oluşturacak idarelerin aynı türden olma zorunluluğu yoktur. Yani, belediyeler arasında, il özel idareleri arasında veya köyler arasında birlik kurulabileceği gibi, farklı türdeki idareler (belediye, il özel idaresi ve köy) de bir araya gelerek birlik oluşturabilir.

Mahalli idare birlikleri, birlik tüzüğü kesinleştikten sonra Cumhurbaşkanı'nın onayı ile resmi olarak kurulur ve tüzel kişilik elde eder. Bu birlikler, kuruluş amaçlarına göre çeşitli kategorilere ayrılır. Kuruluş amaçlarına göre şu şekilde sınıflandırılır;” (http-2)

- Ülke Düzeyinde Kurulan Birlikler
- Üye Sayısı Yüzden Fazla Olan Birlikler
- Turizm Altyapı Hizmet Birlikleri
- Köylere Hizmet Götürme Birlikleri
- Diğer Birlikler

2.1.1.4 Yerel Yönetimlerin Ekonomik Faaliyet Alanları

Yerel yönetimlerin ekonomik faaliyet alanları, bölgesel kalkınma ve sürdürülebilirlik açısından kritik öneme sahiptir. Bu faaliyet alanlarından bazıları aşağıdaki gibidir;

Altyapı ve Ulaşım: Yerel yönetimler, kentlerin altyapısını geliştirmek ve sürdürmekle sorumludur. Bu, yolların bakımı, köprülerin inşası, su ve kanalizasyon

sistemlerinin işletilmesi gibi temel altyapı hizmetlerini içerir. Altyapı, ekonomik faaliyetlerin etkin bir şekilde yürütülmesini sağlar. Örneğin, işletmelerin mal ve hizmetleri taşıması için iyi bir yol ağı gereklidir. Aynı zamanda kentsel yaşam kalitesini artırır ve insanların günlük yaşamlarını kolaylaştırır (Efşan ve Yılmaz, 2021, s. 96-113).

Ekonomik Kalkınma Projeleri: Yerel yönetimler, bölgenin ekonomik kalkınmasını desteklemek için çeşitli projeler geliştirir. Bu projeler, iş olanaklarını artırmayı, yeni işletmelerin kurulmasını teşvik etmeyi ve mevcut işletmelerin büyümesini sağlamayı amaçlar. Örneğin, bir sanayi bölgesi kurmak veya bir teknoloji parkı oluşturmak, yerel ekonomiyi canlandırabilir (Efşan ve Yılmaz, 2021).

Çevresel Sürdürülebilirlik: Yerel yönetimler, çevresel sürdürülebilirlik konusunda önemli bir rol oynar. Bu, geri dönüşüm programları, atık yönetimi, enerji verimliliği projeleri ve yeşil alanların korunması gibi alanları içerir. Döngüsel ekonomi uygulamaları, kaynakları daha verimli kullanmayı ve çevreyi korumayı hedefler (Kutlu, 2022, s. 315-338).

Turizm ve Kültürel Faaliyetler: Yerel yönetimler, turizm potansiyelini artırmak ve kültürel mirası korumak için çalışır. Turistik bölgelerde etkinlikler düzenler, tarihi ve kültürel alanları tanıtır ve turistlerin ilgisini çeker. Bu, bölgenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunur (Güven ve Şimşek, 2018, s. 123-144).

Bölgesel Kalkınma Politikaları: Yerel yönetimler, bölgesel kalkınma politikalarını uygulamak için stratejiler geliştirir. Bu politikalar, yatırım teşvikleri, eğitim programları, işbirliği projeleri ve altyapı yatırımları gibi alanları içerebilir. Bölgesel kalkınma, ekonomik faaliyeti yönlendirme ve bölgenin sürdürülebilir büyümesini sağlama amacını taşır (Bilgin, 2002, s. 313-330).

Her bir faaliyet alanı, kendi içinde farklı alt başlıkları ve projeleri içerir ve yerel yönetimlerin etkin bir şekilde çalışmasını gerektirir.

2.1.2 Yerel Yönetimlerde İştirakler

2.1.2.1 Genel Olarak İştirakler

Türkiye Muhasebe Standartları'na (TMS) göre, 'İştirak', yatırımcı işletmenin üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmeyi ifade eder (TMS 28, Madde 3). Bu bağlamda, önemli etki, yatırımcı işletmenin, iştirak ettiği işletmenin finansal ve operasyonel politikalarını etkileyebilecek derecede hisse oranına veya sözleşmesel haklara sahip olması olarak tanımlanabilir. Örneğin, bir işletme, iştirak ettiği şirkette %20 veya daha fazla paya sahip olduğunda veya yönetim kurulunda temsilciye sahip olduğunda, bu durum iştirak ilişkisi olarak kabul edilir ve yatırımcı işletmenin stratejik karar alma süreçlerinde etkin bir rol oynayabilir. Bu tanım, TMS 28'in iştiraklerdeki yatırımların muhasebeleştirilmesi ve özkaynak yöntemi uygulanmasına ilişkin hükümlerini destekler ve işletmelerin finansal raporlamalarında tutarlılık sağlamalarına yardımcı olur.

Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) 28'in 6. maddesi uyarınca, yatırım yapılan bir işletmeye başka bir yatırımcı tarafından önemli tutarda veya mutlak çoğunlukla sahip olunması, başka bir yatırımcı işletmenin önemli etkiye sahip olmasına kesin olarak engel teşkil etmez. Önemli etkinin varlığı, aşağıdaki hususların bir ya da birden fazlasının mevcudiyeti ile belirlenebilir:

- (a) Yatırım yapılan işletmenin yönetim kurulu ya da eşdeğer idari organında temsil edilme,
- (b) Temettüleri ya da diğer dağıtım kararları dâhil olmak üzere, işletmenin politika belirleme süreçlerine katılma,
- (c) Yatırımcı işletme ile yatırım yapılan işletme arasında önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- (d) İşletmeler arasında yönetici personel değişimi,
- (e) İşletme için gerekli teknik bilginin sağlanması.

Uzun vadeli özkaynak yatırımlarının ayırımında önemli olan kavram, yatırım yapılan işletmenin üzerindeki kontrol gücüdür. Yatırım yapılan işletmedeki kontrol gücünün düzeyi konusunda dört durum söz konusu olabilmektedir: kontrol, birlikte kontrol, önemli etki ve önemsiz etki.

Yatırım yapılan işletme üzerinde kontrol gücü bulunan yatırımlar, genellikle ‘bağlı ortaklık’ olarak adlandırılır. Bu durum, yatırımcının yatırım yaptığı işletme üzerinde tek başına veya diğer yatırımcılarla birlikte karar alma yetkisine sahip olduğunu gösterir. Eğer yatırımcılar, yatırımı yönetebilmek için birlikte hareket etmeleri gerekiyorsa, bu tür yatırımlar ‘ortak girişim’ olarak sınıflandırılır. ‘Önemli etki’, yatırımcının kontrol veya ortak kontrol gücüne sahip olmadan, yatırım yapılan işletmenin karar alma süreçlerine katılma yeteneğini ifade eder ve bu tür yatırımlar ‘iştirak’ olarak adlandırılır. Diğer yandan, ‘önemsiz etki’, yatırımcının yatırım yapılan işletmenin faaliyetleri üzerinde herhangi bir kontrol, ortak kontrol veya önemli etki gücüne sahip olmadığı durumları ifade eder ve bu tür yatırımlar genellikle ‘finansal yatırım’ olarak sınıflandırılır ve muhasebe kayıtlarında ‘finansal varlık’ olarak değerlendirilir” (Örten, Kaval, ve Karapınar, 2019, s. 583).

2.1.2.2 Yerel Yönetim İştiraklerinin Kuruluş Amacı

Yerel Yönetimler, kamu otoritesinin yetkisi altında, yerel düzeyde kamu hizmetleri sağlayan idari kurumlardır. Bu hizmetler, toplumun tüm kesimlerine sunulur ve isteyen her birey tarafından kullanılabilir. Kamu hizmetlerini sunabilmek için gerekli olan finansman, hizmetlerin verimliliği ve sürekliliği için kritik bir faktördür. Bu nedenle, yerel hizmetlerin finanse edilmesi için ayrılan ekonomik kaynaklar büyük önem taşır. Günümüzde, 1930’ların düzenleyici ve temizleyici modelinden, üretken ve kaynak oluşturan bir yönetim anlayışına doğru bir geçiş gözlemlenmektedir. Yerel Yönetimler, hizmet masraflarını karşılamak amacıyla ekonomik düzenlemeler yaparak ve denetimler uygulayarak verimliliği artırmanın yanı sıra, tesisler inşa ederek ve işletmeler kurarak ekonomik kaynaklarını çoğaltmaktadırlar (Dönmez, 2020, s. 1).

Ticari faaliyetlerde bulunan Yerel Yönetim İştiraklerinin, sermayesinin tamamı veya bir kısmı kamuya ait olan kuruluşlardır. Bu iştirakler, faaliyetlerini bir kısmını kuruluş yasalarının zorunluluğundan, bir kısmını ise isteğe bağlı olarak kurdukları veya katıldıkları iştirakler aracılığıyla yürütürler.

Yerel Yönetim Kurumları, özellikle belediyeler, kamu hizmetlerini daha hızlı, etkin ve ekonomik bir şekilde yürütmek amacıyla bu iştirakleri kullanır. Sekizinci Beş

Yıllık Kalkınma Planı Yerel Yönetimler Özel İhtisas Komisyonu raporunda, yerel yönetimlerin iştirak kurma gerekçeleri aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

“Yerel yönetimlerin iştirak kurmalarının temel sebepleri, hizmet sunumunu özelleştirme arzusundan kaynaklanmaktadır. Bu sayede, kamu kurumlarının sıkı bürokratik işleyişinden ve katı kurallarından sıyrılarak, özel sektörün piyasa koşullarından faydalanma ve bu koşulların gerektirdiği yöntem ve teknolojileri kullanma imkânı bulurlar. Ayrıca, kamu personel sisteminin kısıtlamalarından uzaklaşarak, daha esnek bir istihdam ve ücret politikası geliştirme fırsatı elde ederler. Merkezi otoritenin denetiminden bağımsız hareket edebilme, özel iştiraklere aktarılan kamu fonlarını belediyelerin iştirakleri aracılığıyla geri kazanma (Belediye iştirakleri, ihale süreçlerine katılmadan veya ihaleleri kazanarak belediye hizmetlerini yürütme görevini üstlenirler), yerel halkın katılımını teşvik ederek yerel ekonomiyi canlandırma, yeni iş imkânları yaratma ve yerel kaynakları etkin bir şekilde kullanma hedeflerini içerir. ”Yerel yönetimler, iştirak sahipliği için aşağıdaki yolları izleyebilirler:

- Yeni bir iştirak kurma,
- Mevcut bir iştirake ortak olarak sermaye katkısında bulunma,
- Bir iştiraki bedelsiz olarak devralma,
- Mevcut bir belediye iştirakinin yeni bir iştirak kurması,
- 696 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile.

2.1.2.3 Yerel Yönetim İştiraklerinin Hukuki Alt Yapıları

Yerel Yönetim İştiraklerinin kuruluş ve çalışmalarıyla ilgili çok sayıda Kanun, Kanun Hükmünde Kararname, Tüzük, Yönetmelik ve Genelgeler yayımlanmaktadır.

Yerel Yönetimler, iktisadi teşebbüslerin bir kısmına yasalar ve diğer mevzuatlar gereği zorunlu katılırken, diğer bir kısmına da isteğe bağlı olarak veya kurmuş oldukları işletme ya da iştiraklerle hizmetlerini yerine getirmektedirler.

Yerel düzeyde, halkın ortak ve medeni ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ekonomik ve ticari özellikler taşıyan çeşitli girişimler gerçekleştirilmiştir. Bu girişimler, kuruluş yapıları, üstlendikleri görevler ve işleyiş biçimlerindeki farklılıklar

dikkate alındığında, dört ana kategori altında incelenebilir (Dönmez, 2020, s. 5). Bu girişimler aşağıdaki gibidir;

- Döner sermayeli kuruluşlar,
- Birlik kurma ve kurulmuş birliklere katılma,
- Bütçe içi ve dışı işletmeler,
- İştirakler ve kurulmuş iştiraklere katılma.

Yerel Yönetimler ekmek fırını, ulaşım, otopark, asfalt tesisi, mezbaha, akaryakıt ve benzeri tesisleri bütçe içi işletme olarak meclis kararı ve Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın onayı ile kurabilecekleri gibi ayrı bir tüzel kişilik olan iştirakler eliyle de icra edebileceklerdir. Bunlara ek olarak su ve kanalizasyon hizmetleri ise 2560 sayılı İstanbul Su ve Kanalizasyon Kanununa göre İSKİ kurulmuş olup 3305 sayılı kanununa eklenen "Ek Madde 5 bu Kanun diğer büyükşehir belediyelerinde de uygulanır." hükmüyle su ve kanalizasyon hizmetlerine bağlı bir genel müdürlük olarak hizmet etmektedir.

Belediye ve il özel idareleri, 5393 Sayılı Belediye Kanunu'nun 70. maddesi, 5216 Sayılı Büyükşehir Belediyesi Kanunu'nun 26. maddesi ve 5302 Sayılı İl Özel İdaresi Kanunu'nun 52. maddesi uyarınca, kendilerine tanınan görev ve hizmet alanları çerçevesinde, ilgili mevzuatın öngördüğü usullere uygun olarak iştirak kurma yetkisine sahiptirler.

Ayrıca, 4046 Sayılı Özelleştirme Uygulamalarının Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 26. maddesine göre, belediyeler ve diğer yerel idareler ile bunların oluşturduğu birliklerin ticari amaçlarla faaliyet göstermek üzere ticari kuruluşlar kurmaları ve mevcut ya da kurulacak iştiraklere sermaye katılımında bulunmaları, Cumhurbaşkanının iznine tabidir. Bu iştirakler, Türk Ticaret Kanunu ve özel hukuk hükümleri çerçevesinde bağımsız tüzel kişilikler olarak faaliyetlerini sürdürmektedirler. Bununla birlikte, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 6. maddesine göre, ticari bir işletmeyi işletmek amacıyla kurulan vakıflar, dernekler ve diğer kamu tüzel kişileri tarafından kurulan kurum ve kuruluşlar tacir olarak kabul edilirken, devlet, il özel idaresi, belediye ve köy gibi kamu tüzel kişileri ile kamu yararına çalışan dernekler ve gelirinin yarısından fazlasını kamu görevi niteliğindeki işlere harcayan vakıflar, ticari işletme işletmeleri olsalar bile tacir sayılmazlar.

4734 sayılı Kamu İhale Kanunu'nun 2. maddesi (a) bendi, sermayesinin yarısından fazlası yerel yönetimlere ait olan iştiraklerin Kamu İhale Kanunu kapsamında olduğunu belirtir. Bu maddeye göre, genel bütçe kapsamındaki kamu idareleri, özel bütçeli idareler, il özel idareleri, belediyeler ve bunlara bağlı döner sermayeli kuruluşlar, birlikler (meslekî kuruluş şeklinde faaliyet gösterenler ve bunların üst kuruluşları hariç) ve tüzel kişilikler, Kamu İhale Kanunu hükümlerine tabidir.

Bu düzenleme, yerel yönetimlerin ve bağlı iştiraklerin ihale süreçlerinde şeffaflık ve rekabet ilkelerine uygun hareket etmelerini sağlamak amacıyla getirilmiştir. Yerel yönetimlerin sahip olduğu iştirakler, kamu kaynaklarının etkin ve verimli kullanımını sağlamak ve kamu yararını gözetmek üzere ihale süreçlerine tabi tutulurlar. Bu sayede, kamu ihale süreçleri, belirlenen usul ve esaslara göre yürütülerek, kamu kaynaklarının doğru ve adil bir şekilde kullanılması amaçlanır.

Türkiye'de özelleştirme uygulamaları, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun'un 1. maddesi temel alınarak gerçekleştirilmektedir. Bu maddeye göre, belediye ve il özel idarelerine ait ticari amaçlı kuruluşlar ile her türlü iştiraklerindeki paylarının özelleştirilmesi, ekonomide verimlilik artışı ve kamu giderlerinde azalma sağlamak amacıyla düzenlenmiştir. Ayrıca, Hazineye ait taşınmazların değerlendirilmesi suretiyle kamuya gelir elde etmek de özelleştirmelerin gerekçeleri arasında yer almaktadır (4046 S.K.md.1).

Türkiye'deki doğal gaz dağıtım ağının genişletilmesi ve yönetimi, 4646 Sayılı Doğal Gaz Piyasası Kanunu'nun eklenen paragraflarıyla düzenlenmiştir. Özellikle, BOTAŞ tarafından inşa edilen doğal gaz iletim hatlarına sahip şehirlerde, üç kez yapılan dağıtım lisansı ihalelerine rağmen istekli çıkmaması durumunda, ilgili il özel idaresi veya belediye tarafından kurulacak anonim iştiraklere dağıtım lisansı verilmesi öngörülmektedir (4646 S.K. Ek paragraf: 10/9/2014-6552/114 md.). Ayrıca, dağıtım lisansı alan şehir içi dağıtım iştiraklerinin, yetki aldıkları şehirdeki belediye veya belediye iştiraklerini, sermaye koyma şartı olmaksızın, yüzde on oranında iştirake ortak olmaya davet etmeleri gerekmektedir. Bu oran, belirli şartlar altında yüzde yirmiye kadar artırılabilir (4646 S.K. Ek paragraf: 10/9/2014-6552/114 md.).

2.1.2.4 Yerel Yönetim İştiraklerinin Sermaye Yapısı

Türkiye’de yerel yönetimlerin ekonomik faaliyetleri, Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde faaliyet gösteren ve sermaye çoğunluğu yerel yönetimlere ait iştirakler aracılığıyla yürütülmektedir. Bu iştirakler, sermaye çoğunluğunun yerel yönetimlerde olması sebebiyle, yerel yönetimlerin denetimi altında faaliyet göstermektedir. Mevcut yasal düzenlemeler, belediyelerin kuracakları veya ortak olacakları iştiraklerdeki payları konusunda herhangi bir sınırlama getirmemektedir. Ancak, bir iştirakin yerel yönetim iştiraki olarak tanımlanabilmesi için, yerel yönetimlerin iştirak sermayesinin en az %5’ine sahip olması gerekmektedir. Yerel yönetimler, genellikle anonim veya limited iştirak yapısında yeni iştirakler kurabilir veya mevcut iştiraklere katılabilirler (Köseoğlu, 2009).

2.1.3 Değerleme

2.1.3.1 Değer ile İlgili Genel Kavramlar

Değer kavramı, felsefe, psikoloji, sosyoloji, ekonomi ve finans alanlarında çeşitli perspektiflerle ele alınmıştır. Örneğin, ekonomi disiplinde değer, emek, fayda ve kıtlık gibi kavramlarla açıklanmaya çalışılırken, finans disiplinde farklı alt kavramlarla tanımlanmaktadır. Literatürde yer alan ve varlıklarla ilgili olarak kullanılan bazı değer kavramları aşağıda açıklanmıştır;

Defter Değeri: Şirketin muhasebe kayıtlarına göre belirlenen ve toplam varlıklar ile toplam yükümlülükler arasındaki farkı ifade eden bir finansal kavramdır. Bu değer, şirketin piyasa değeri ile karşılaştırıldığında, yatırımcılara şirketin finansal sağlığı hakkında önemli bilgiler sağlayabilir. Ancak, muhasebe tekniklerindeki farklılıklar, özellikle kur farkları ve amortisman yöntemleri gibi unsurlar, defter değerinin gerçek finansal durumu yansıtmamasına neden olabilir. Bu nedenle, yatırımcılar defter değerini, şirketin gelir yaratma gücü ve sektördeki konumunu da göz önünde bulundurarak, diğer finansal göstergelerle birlikte değerlendirmelidir. Özellikle, geleceğe yönelik gelir yaratma potansiyeli yüksek olan şirketler için, defter değeri yatırım kararlarında tek başına yeterli bir gösterge olmayabilir. Bu durum, defter değerinin sınırlılıklarını ve finansal analizde bütüncül bir yaklaşımın gerekliliğini vurgular (Sipahi vd., 2011).

Nominal Değer: Türkiye’de finansal enstrümanların değerlemesinde, nominal değer kavramı önemli bir yer tutmaktadır. Örneğin, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) nominal değeri, senet üzerinde yazılı olan ve genellikle 100 TL olarak belirlenen miktardır. Aynı şekilde, tedavüldeki 200 TL değerindeki banknotların nominal değeri de üzerinde yazan 200 TL’dir (TCMB-Terimler Sözlüğü).

Piyasa Değeri: Piyasa değeri, arz ve talebin etkileşimi sonucunda oluşan ve genellikle bilgiye dayalı, baskı altında olmayan işlemlerle belirlenen bir değer türüdür. Etkin piyasalar, bu değer türünün en iyi şekilde yansıtıldığı ortamlardır, çünkü burada varlıkların fiyatları tüm mevcut bilgileri yansıtır ve varlıklar kolayca el değiştirebilir. Ancak, ‘yeterli bilgi’ ve ‘baskı altında olmama’ gibi kavramlar, piyasa koşullarına ve katılımcıların algılarına göre değişkenlik gösterebilir. Dolayısıyla, piyasa değerinin belirlenmesinde, piyasanın likiditesi, etkinliği ve katılımcıların bilgi düzeyi gibi faktörlerin dikkate alınması gerekmektedir. Bu, piyasa değerinin karmaşık doğasını ve değerlendirme sürecinde dikkate alınması gereken çeşitli faktörleri vurgular (İvgen, 2003).

Tasfiye Değeri: Şirketin varlıklarının likidasyonu durumunda, açık artırma yoluyla elde edilebilecek toplam değerden yükümlülüklerin çıkarılması sonucu ortaya çıkan değerdir. Bu değer, şirketin varlıklarının hızlı bir şekilde nakde çevrilebilirliğini ve minimum değerini yansıtır. Organize bir tasfiye süreci, genellikle daha yüksek satış gelirleri sağlarken, zorlamalı tasfiye daha düşük gelirlerle sonuçlanabilir. Tasfiye değeri, şirketin devam eden işletmesi için değil, sadece likidasyon senaryolarında kullanılması uygun olan bir değer türüdür. Bu nedenle, tasfiye değeri, şirketin finansal sağlığı veya piyasa değeri hakkında tam bir resim sunmaz, ancak likidasyon durumunda alacaklılar için potansiyel geri ödeme miktarını gösterir (Sipahi vd., 2011).

İşleyen Teşebbüs Değeri: Faaliyetlerine devam eden bir şirketin değeri, sadece maddi varlıklarının toplamından ibaret değildir; aynı zamanda, şirketin işleyişinden kaynaklanan ve maddi olmayan varlıkların da dahil olduğu bir işleyen teşebbüs değerine sahiptir. Bu değer, şirketin bütün olarak devredilmesi durumunda ortaya çıkan ve bölümlerinin toplamından daha büyük olan bir sinerji etkisini yansıtır. Örneğin, bir teknoloji şirketi olan XYZ’nin değeri, patentleri, marka bilinirliği ve müşteri ilişkileri gibi maddi olmayan varlıkların katkısıyla, maddi varlıklarının toplam değerinden daha yüksektir. Bu şirketin şerefîye değeri, işleyen teşebbüs değeri ile net

aktif değeri arasındaki fark olarak hesaplanır ve bu değer, Şirketin entelektüel sermayesinin bir yansımasıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004).

Yeniden Yapma Değeri: Mevcut bir tesisin veya varlığın, bugünkü piyasa koşulları ve fiyatlarıyla yeniden inşa edilmesi veya yenilenmesi için gerekli olan toplam maliyeti ifade eder. Bu değer, genellikle sigorta Şirketleri tarafından bir varlığın sigorta poliçesi için değerini belirlemek veya eski bir tesisin modern standartlara uygun olarak yeniden inşa edilmesi gerektiğinde kullanılır. Yeniden yapma değeri hesaplaması, bir dizi faktörü dikkate alır; Enflasyon, Fiziksel Aşınma, Piyasa Değişiklikleri, Teknolojik Gelişmeler (Gözen, 2019a).

Net Aktif Değer: Bir Şirketin finansal sağlığını ve gerçek varlık değerini yansıtan önemli bir göstergedir. Bu değer, Şirketin varlıklarının toplam değerinden yükümlülüklerinin toplam değerinin çıkarılmasıyla hesaplanır ve Şirketin tasfiye edilmesi durumunda sahiplerine dağıtılabilecek net miktarı temsil eder (Gürbüz ve Ergincan, 2004).

Emsal Değer: Özellikle gayrimenkul ve taşıt gibi varlıkların değerini belirlemede kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem, benzer varlıkların piyasa fiyatlarını referans alarak, değerlemeye konu olan varlığın değerini tahmin etmeyi amaçlar. Şirket değerlemesi, emsal değerleme yöntemini kullanarak yapılabilir; ancak, bu yöntem yalnızca başlangıç noktası olarak hizmet eder. Şirket değerlemesi, finansal performans, pazar payı, rekabet avantajları ve gelecekteki büyüme potansiyeli gibi birçok faktörü dikkate alarak daha kapsamlı bir analiz gerektirir (Gözen, 2019a).

2.1.3.2 Değer ve Fiyat Kavramı İlişkisi

Yatırım kararları alırken, maliyet ve değer arasındaki farkı anlamak kritik öneme sahiptir. Warren Buffet'ın da belirttiği gibi, "Fiyat ödediğiniz, değer ise elde ettiğinizdir." Bu, yatırımcıların bir varlığın fiyatının, onun gerçek değerini yansıtmayabileceği gerçeğini daima göz önünde bulundurmaları gerektiğini vurgular.

Değer, bir kişinin bir ürün veya hizmetten sağlayacağını düşündüğü faydayı ifade eder. Bu kavram, genel anlamda kişinin nesne ile ilişkisinden doğan bir nitelik olarak anlaşılır. Değer öznel bir görüş açısından değerlendirilir, bu nedenle kişiden kişiye değişebilir, farklı türde değer düzeyleri ortaya konabilir. Fiyat ise bir mal için

istenen, teklif edilen veya ödenen meblağı ifade eder. Fiyat, değerden ziyade arz ve talebin kesişmesiyle oluşur. Örneğin, bir malın değerini 1.000 TL olarak belirlediyseniz, bu malı 1.000 TL ve aşağısındaki her türlü fiyata alma arzusu içindedir. Sonuç olarak, değer ve fiyat kavramları birbirinden farklıdır. Fiyat, arz ve talebin etkileşimi sonucu oluşurken, değer talep kısmında kendini gösterir (Çırak, 2018).

Tam rekabetin olduğu piyasalarda, fiyat arz ve talebe göre belirlenir. Arz ve talebin birlikte değerlendirilmemesi yanlış sonuçlara neden olabilir. Planlı ekonomilerde ise fiyat merkezi bir idare tarafından belirlenir. Tüketici fazlası terimi, ödenmek istenen tutar ile ödenen tutar arasındaki pozitif farkı ifade eder. Tüketici fazlası, bir malın değerinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Fiyat, olmuş bir gerçeği ifade ederken, değer teorik bir inceleme sonucunun sayısal ifadesidir. Tam rekabetçi piyasalarda malın fiyatı ve değeri birbirine eşittir. Ancak aksak işleyen piyasalarda bu eşitlik beklenmez. Her iki kavram bazen benzer olsa da her zaman aynı anlama gelmez. Fiyatlama, piyasadaki mal ve hizmetlerin belirli bir zamandaki parasal değerini temsil eder. Bu, değerlemenin kendisiyle karıştırılmamalıdır; zira değerlendirme, teknik ve objektif bir süreç olup, fiyatlama ise sübjektif ve politik bir tercih olarak karşımıza çıkar. Karar vericiler, uygulamada fiyat belirleme çabası içindedir (Gözen, 2019b).

2.1.3.3 Değerlemenin Amacı ve Önemi

İşletme ekonomisi bakış açısından, finansal literatürde genel kabul görmüş bir tanımlamaya göre değerlendirme; varlıkların miktarlarının para birimi cinsinden ifade edilmesi sürecidir. Bu süreç, bir işletmenin varlıklarının mali değerinin ölçülmesi amacıyla kullanılır. Muhasebe perspektifinden bakıldığında, değerlendirme; bir işletmenin aktif ve pasif unsurlarının yanı sıra diğer ekonomik değerlerin belirli bir tarihte para birimi üzerinden değerlendirilmesini kapsar. Bu, işletmenin mali durumunun açıkça anlaşılması ve raporlanması için hayati öneme sahiptir. Vergi mevzuatı bağlamında ise, değerlendirme; ekonomik varlıkların vergi yasaları tarafından öngörülen tarihlerdeki değerlerinin belirlenmesi ve değer tespitini içermektedir. Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu gibi yasal düzenlemeler ışığında, değerlendirme farklı yorumlar

kazanabilir. Bu tezde, değerlendirme kavramı özellikle işletme ekonomisi çerçevesinde incelenmiştir (Sipahi vd., 2011).

Değerlemenin temel ilkeleri arasında, varlıkların değerinin belirlenmesi süreci yer alır. Bu süreç, ekonomik varlıkların değerlerinin para birimi cinsinden hesaplanmasını içermektedir. Örnek olarak, bir şirketin binaları, arazileri, makineleri, ekipmanları ve mal stokları gibi toplam aktiflerinin değeri, değerlendirme ve tahmin yöntemleri ile tespit edilebilir. Finans literatüründe değerlendirme kavramı, subjektif unsurlar içerdiğinden dolayı, tek bir standart formül veya tanımlamaya sahip değildir. Hisse senedi ve şirket değerlemesi konusunda yaygın olarak kabul edilen bir tanım, bir finansal varlığın değerinin, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine indirgenmesi işlemi ile hesaplandığını belirtir. Bu tanım, finansal varlıkların gelecekteki nakit akışlarının mevcut değerinin hesaplanmasına odaklanır (Sipahi vd., 2011).

2.1.3.4 Değerlemenin Kullanım Alanları

Değerleme günümüzde stratejik kararlar almak, yatırımları değerlendirmek ve finansal analiz yapmak gibi geniş bir kullanım alanına sahiptir. Bu nedenle şirket birleşmeleri, halka arzlar, özelleştirmeler, finansal tabloların rayiç değer hesaplamaları, analist raporları, borçlanma enstrümanları ve özel amaçlı yeniden yapılanmalar gibi birçok finansal işlem ve süreçte kritik bir rol oynamaktadır (Çırak, 2018).



Şekil 3 Şirket Değerlemenin Kullanım Alanları

Kaynakça: Şirket Değerleme Yöntemleri TUYİD, 3 Nisan 2012 (İş Yatırım)

2.1.3.4.1 Birleşme ve Satın Almalar

Bir şirket, başka bir şirketin yönetimini ele geçirdiğinde ve yönetimi devralınan işletmeler hukuki olarak ortadan kalktığına ya da birleşen tüm işletmeler yeni bir işletme oluşturmak için eski kimliklerinden vazgeçtiklerinde, bu bir birleşme olarak adlandırılır. Birleşme, yatay, dikey ve holding birleşmesi olmak üzere üç türe ayrılır. Yatay birleşme, aynı sektördeki şirketlerin bir araya gelmesidir. Dikey birleşme, bir şirketin tedarik zincirindeki bir başka şirket ile birleşmesidir. Holding birleşmesi, farklı sektörlerdeki holdinglerin birleşmesidir. Satın almalar, varlık alımı ve hisse alımı şeklinde iki gruba bölünebilir. Varlık alımı, bir şirketin diğer bir şirketin varlıklarının tamamını veya bir bölümünü almasıdır. Hisse alımı, bir şirketin diğer bir şirketin hisselerine sahip olarak o şirketin çoğunluk/azınlık ortağı olmasıdır. Tanımlamalara bakıldığında, hisse el değiştirme işlemleri, paylaşım işlemlerinin hangi tutar üzerinden gerçekleştirileceğini belirlemek amacıyla şirket değerlemesi ile gerekmektedir. Günümüzde şirket değerlemeleri, birleşme ve devralma faaliyetlerinde iş ortaklarının seçiminde, vergi yükümlülüklerinin belirlenmesinde (ABD’de), evlilik boşanmalarında (ABD’de), şirket iflaslarında (ABD ve Avrupa’da) ve şirket alım satımlarında “Adil Görüş” adı verilen bir rapor sunma amaçlı da gerçekleştirilmektedir (Çırak, 2018).

2.1.3.4.2 Yatırım ve Finansman

Yatırımcılar veya finansman sağlayan kuruluşlar, işletmenin değerini bilmek isterler. Doğru bir değerlendirme, şirketin gelecekteki performansını öngörmelerine yardımcı olur ve yatırım kararlarını şekillendirir.

Finansal yönetim konuları, değerlerin ve değerlemenin giderek önem kazanması nedeniyle hem teorik hem de uygulamalı olarak değer ve değerlendirme perspektifi ile incelenmektedir. Bu bağlamda, yönetim danışmanlığı faaliyeti gösteren birey veya kuruluşlar şirket değerinin yükseltilmesi alanında destek sunmaktadır. Dolayısıyla, finansal yönetimde şirketle ilgili alınacak kritik kararlar arasındaki bağlantıları kavramak ve kurumsal finansman konularını değerlendirme yöntemi ile birlikte teori ve pratikte ele almak şirket değerini arttıracak kararlar verilmesine katkı sağlamaktadır (Karaa, 2019).

2.1.3.4.3 Portföy Yönetimi

Yatırımcılar, portföylerini oluştururken ve gelirlerini maksimize etmeyi hedeflerken, hisse senedi seçimlerinde değerlendirme tekniklerine başvurmuşlardır. Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi, yatırımın süresine göre değişiklik gösterebilir. Kısa vadeli yatırımcılar, indirgenmiş nakit akışlarına daha az ağırlık verirlerken, teknik analiz yoluyla gelecekteki potansiyel değerleri değerlendirmeye eğilimlidirler. Teknik analiz, hisse senetlerinin fiyat hareketlerini anlamak ve öngörmek için psikolojik ve matematiksel öğeleri içeren bir yöntemdir. Teknik analizciler, geçmiş fiyat hareketleri ve işlem hacimlerinden yola çıkarak, gelecekteki fiyat hareketlerinin tahmin edilebilir olduğuna inanırlar ve bu nedenle şirket değerlemesine daha az önem verirler. Öte yandan, temel analizciler, bir şirketin finansal verileri ile onun piyasa değeri arasında güçlü bir ilişki olduğunu savunurlar. Bu yaklaşıma göre, portföy oluşturulurken, nakit akışları veya fiyat katsayıları gibi ölçütlerle hesaplanan ve piyasa değerinin altında olan şirketler tercih edilir. Bu yaklaşımın altında yatan varsayım, gerçekçi koşullar altında hesaplanan bir şirket değerinin, hisse senetlerinin piyasa değerine göre aşırı ya da düşük değerlendirildiğini ortaya koymasındır. Amaç, şirketin gerçek değerine ulaştığında piyasadan daha yüksek bir getiri sağlamaktır (Yalçın, 2014, s. 29-30).

2.1.3.4.4 Özelleştirme

Özelleştirme, devletin sahip olduğu işletmelerin özel sektöre aktarılması veya özel sektörle işbirliği yapılması anlamına gelmektedir. Özelleştirme, son zamanlarda dünyanın gelişmiş ekonomilerinde yaygın bir uygulama haline gelmiştir. Özelleştirme, kamuya ait işletmelerin karlılık sorununu çözmek, verimliliği ve rekabeti artırmak, kamu borcunu azaltmak gibi amaçlarla yapılmaktadır. Özelleştirme sürecinde en kritik nokta, özelleştirilecek işletmenin değerinin doğru olarak hesaplanmasıdır. Değerleme, alıcı ve satıcı arasında adil bir fiyat belirlenmesini sağlar. Kamu kurumlarının değerlerinin altında veya üstünde özelleştirilmesinin önlenmesine yardımcı olur. Özelleştirme, özelleştirilecek işletmelerin değer tespitleri olmadan sadece ihale fiyatlarına göre yapılması yanlış bir yöntem olur. Ayrıca, tek bir alıcı bulunan durumlarda değerlendirme yapılması şarttır. Karar vericilerin düşük fiyattan satma gibi

bir politikası olsa bile, hangi değerin düşük, hangi değerin yüksek olduğunu bilmek için değerlemeye ihtiyaç vardır (Yalçın, 2014, s. 31-32).

2.1.3.4.5 Borçlanma Enstrümanları

Bankalar ve finansal kuruluşlar kredi almak isteyen şirketlerden değerleme raporu bekleyebilirler. Mesela bir şirketin hissedarı elindeki hisseleri rehin olarak göstererek finansal kuruluşlardan kredi almak istediğinde ilgili kuruluş hisselerin değerini gösteren değerleme raporu isteyebilir (ırak, 2018, s. 22).

2.1.3.4.6 Stratejik Planlama

Değerleme, şirketin ve çeşitli iş kollarının hangi ürünleri, iş alanlarını, ülkeleri, müşterileri geliştirmesi veya vazgeçmesi gerektiği konusunda yeni politika ve strateji oluşturmasına yardımcı olacak çok önemli bir süreçtir. Değerleme sonuçları, şirketin değer artırma veya değer azaltma eylemlerinin yaratacağı sonuçları belirlemek için bir kıstas sağlar. Bu nedenle, bir şirketin bugünkü ve gelecekteki politika ve stratejilerini belirleyebilmesi için şirketin gerçek değerinin belirlenmesi yani değerlemenin yapılması gereklidir (Yalçın, 2014, s. 30).

2.1.3.4.7 Halka Arz

Şirketler, kaynak gereksinimlerini karşılamak için doğrudan finansman yöntemi olarak Halka Arz'a başvurabilirler. Halka Arz, hisselerin çok sayıda ve kim oldukları bilinmeyen yatırımcılara duyuru ve reklam yoluyla sunulması anlamına gelir. Ayrıca, hisselerin borsalar veya organize edilmiş diğer piyasalarda sürekli alınıp satılması da Halka Arz kapsamındadır. Şirketler, mevcut sermayelerini temsil eden hisselerin bir kısmını blok satış yoluyla ya da sermaye artırımı yaparak ve bu süreçte mevcut ortakların rüçhan haklarını sınırlandırarak halka arz edebilirler. Bir anonim şirketin hisselerini ilk defa halka arz etmesi durumunda bu işleme 'Halka Arz' adı verilirken, hisseleri önceden halka arz edilmiş bir şirketin hisselerini tekrar halka arz etmesi 'İkincil Halka Arz' olarak adlandırılır. Borsa İstanbul (BIST) pazarlarında

işlem görebilmek için, şirket hisselerinin Sermaye Piyasası Kurulu'na kaydedilmesi ve borsaya kotasyon/pazar kaydının yapılması gerekmektedir. Değerleme süreci, halka arz edilecek şirketin hisselerinin birim fiyatının veya fiyat aralığının belirlenmesinde kritik bir rol oynar (Çırak, 2018, s. 20).

2.1.3.4.8 Marka Değeri

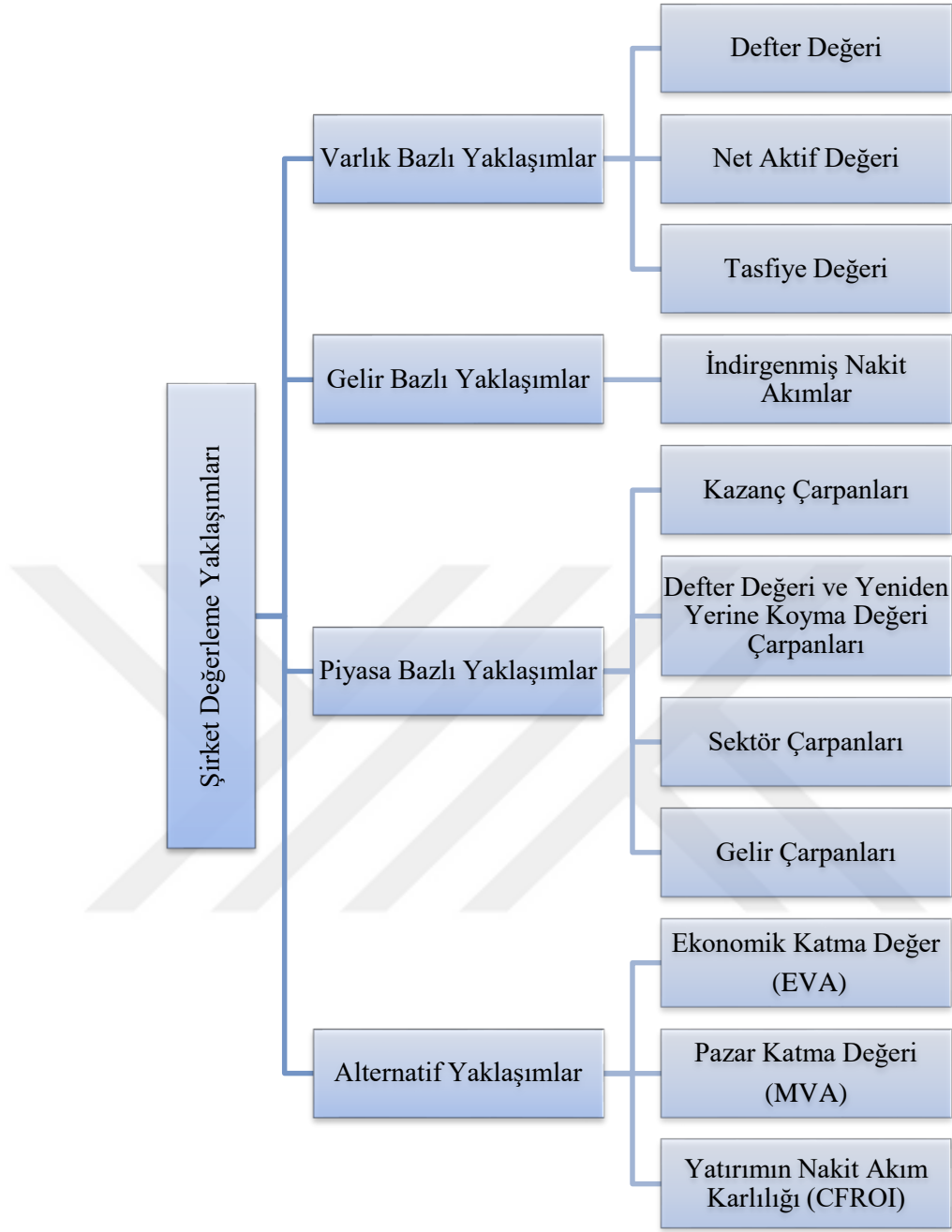
Marka, firmanın maddi olmayan unsurlarından bir tanesidir. Literatürde yapılan pek çok çalışma, markanın firma değerini artırdığını göstermiştir. Marka değerinin hesaplanması, özellikle şirket satın alma ve birleşme işlemleri ile gündeme gelmiştir. Bu nedenle, marka değerinin firma değerine katkısının belirlenmesi kritik bir konudur. Marka değerini ölçmek için kullanılan modeller, genel olarak finansal ve davranışsal olmak üzere iki farklı yaklaşım temel alır. Markanın firma değerine katkısını inceleyen çalışmalar, çoğunlukla firmanın piyasa değerine odaklanmıştır. Piyasa değerinin yanında, firmanın aktifleri, borçları, satışları ve defter değeri gibi bağımsız değişkenlerin de firma değerini olumlu yönde etkilediği çalışmalarda bulunmuştur (Karaa, 2019).

2.1.3.5 Değerlemeyi Etkileyen Faktörler

Şirketin değerine etki eden birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler şirkete özgü olabileceği gibi makro düzeydeki faktörler de olabilir. Şirketin değer katma potansiyeli, büyüme, yeni fırsatlar, sektör, ekonomi, kârlılık, teknoloji, marka ve yönetim gibi unsurlara bağlıdır. Şirketin değerine yansıyan genel unsurlar ise genel ekonomik durum, sektörün durumu ve büyümesi, sermaye ve varlık yapısı, kar dağıtımı, gelecek yatırımlar, teknoloji, şerefiye ve pazarlama gücüdür (Sipahi vd., 2011, s. 9).

2.1.4 Şirket Değerleme Yaklaşımları

Literatürde değerlendirme için çok sayıda model vardır. Bu modeller genelde değerini temelini oluşturan unsurlara göre çok değişik varsayımlarda bulunsalar da ortak özellikler de taşırlar. Bu ortak özellikler sayesinde değerlendirme yöntemlerinin geniş kapsamlı olarak da olsa gruplandırılmaları mümkün olur. Değerlemede üç ana yaklaşım kullanılmaktadır. Bunlardan birincisi Varlık Bazlı Değerleme yaklaşımıdır. Varlık Bazlı Değerleme yaklaşımı, öz sermaye veya varlıkların bilanço üzerindeki kayıtlı değerlerine dayanır ve bu yöntemin savunucuları, geleceğe yönelik belirsizlik içeren diğer değerlendirme modellerine kıyasla daha kesin sonuçlar sunduğunu öne sürerler. İkinci bir yöntem olan Gelir Bazlı Değerleme, işletmenin yalnızca gelir ürettiği sürece değerli olduğunu varsayar ve bu nedenle, işletmenin değerini gelecekteki nakit akışlarının bugünkü net değeri üzerinden hesaplar. Üçüncüsü olan Piyasa/Göreceli Bazlı Değerleme ise, benzer varlıkların piyasa fiyatları ve diğer finansal göstergeleri kullanarak bir varlığın değerini tahmin etmeye çalışır. Yalçın'ın işaret ettiği gibi, bu üç ana yaklaşımın yanı sıra Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA), Pazar Katma Değeri (MVA) ve Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) gibi alternatif değerlendirme yöntemleri de bulunmaktadır (Yalçın, 2014, s. 57). Şirket değerlendirme yaklaşımları özet olarak Şekil 4'de gösterilmiştir.



Şekil 4 Şirket Değerleme Yaklaşımları

Değerleme yaparken analistin karşılaştığı önemli bir sorun, hangi yöntemi seçeceği'dir: Değerleme yöntemlerinin hepsi değerlendirme sürecinde göz önüne alınabilir. Fakat bir değerlemede bu yöntemlerin tamamını kullanmak zorunlu değildir. Her değerlendirme, değerlendirilecek şirketin özellikleri, durumu, sektörü gibi farklı faktörler ve şirket hakkında bilinen veriler dikkate alınarak, şirketin değerini en iyi şekilde belirleyebilecek yöntem seçilmelidir. Ayrıca değerlendirme bir amaç doğrultusunda

yapılır. Bu yüzden değerleme için kullanılacak yöntem ve model seğilirken değerlemenin neden yapılacağı akılda tutulmalıdır (Yalçın, 2014, s. 58).

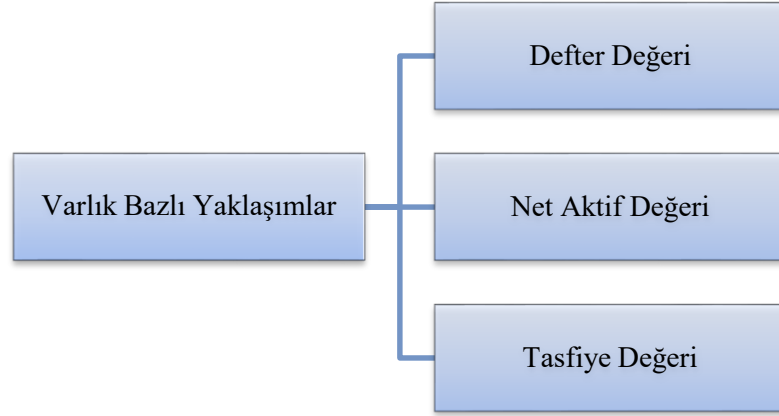
Bugün şirket değerlemelerinde kullanılan yöntemler yalnızca burada bahsedilenlerle kısıtlı değildir. ABD ve Avrupa’da burada bahsedilen yöntemlere ilave olarak Opsiyon Fiyatlama (Option Pricing), Temettü Büyüme Modeli (Kâr Payı İskonto Modeli de denir / Gorbons Growth Model) gibi yöntemler de uygulanmaktadır. Fakat Türkiye’de bu yöntemlerin uygulama alanı çok dar olduğu için şirket değerleme yöntemleri arasında sayılmamıştır (Çırak, 2018, s. 31). Aşağıda değerleme yaklaşımları ayrıntılı olarak ele alınıp açıklanmıştır.

2.1.4.1 Varlık Bazlı Yaklaşımlar

Varlık (Aktif) Bazlı Değerleme yöntemlerinde ana ilke değerleme günü itibariyle şirketin sahip olduğu varlıklardan borçlarının çıkarılması ile sermaye değerine erişilmesidir (Çırak, 2018, s. 29).

Bir şirketin değerini hesaplarken, Varlık Temelli Yaklaşım varlıklarının değerine dayanır. Bu yöntem, özellikle gayrimenkul veya sabit varlıklar bakımından zengin olan sektörlerde ve mülkiyet odaklı şirketler için yararlı olabilir (Taflan ve Yılmaz, 2022).

Varlık Bazlı Yaklaşımlar şirketin o anda sahip olduğu bilançosunu muhasebe kaynaklarından elde ettiği için şirketin geleceğe yönelik gelişimini, ekonomik değişkenleri, sektörün güncel durumu, paranın zaman kıymeti, enflasyon şartlarını, insan sermayesi, sözleşmeler gibi muhasebe raporlarına yansıtılmayan ama şirketin değerini belirleyen bu unsurları ihmal eder (Yalçın, 2014, s. 61). Varlık Bazlı değerlemenin en önemli üç yöntemi şekil 5’de gösterilmiştir;



Şekil 5 Varlık Bazlı Yaklaşımlar

2.1.4.1.1 Defter Değeri

Bir işletmenin belli bir dönemdeki özkaynaklarının toplamı, Defter Değeri olarak adlandırılır. Bu değer, mali tabloların oluşturulmasında esas alınan yasa ve muhasebe kurallarına (TTK, UMS-UFRS) bağlı olarak farklılık gösterebilir. Bu yöntemde, şirketin değeri değerlendirme günündeki net aktiflerin defter değerine eşittir. Defter değeri, muhasebe esaslıdır ve finansal tabloları temel alır. Fakat defter değeri, farklı muhasebe yöntemlerinin uygulanmasına ve varlıkların değerlendirilmesine göre değişiklik gösterebilir. Piyasa değeri ise muhasebe kriterleriyle değil, piyasa kriterleriyle belirlenir ve defter değerinden ayrılabilir. Maddi olmayan varlıkların defter değerine dâhil edilmesi ise kısıtlıdır ve bu durum şirket değerinin gerçekçi bir şekilde yansımalarını engelleyebilir. Defter değeri yatırımcılar ve şirket yöneticileri için çok önemli değildir, ancak hisse senedinin defter değerinin altında satılması durumunda değersiz olduğu varsayılabilir. (Yalçın, 2014, s. 63-65). Defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar}$$

2.1.4.1.2 Net Aktif Değer

Bir şirketin varlıkları ile borçları arasındaki piyasa değerleri farkına dayanarak hesaplanır. Bu yöntem, şirketin maddi ve maddi olmayan sabit varlıklarının gerçek piyasa değerini belirler ve borçların piyasa değerini bu toplamdan çıkararak öz sermayenin gerçek piyasa değerini ortaya koyar. Net Aktif Değer yöntemi, defter değeri gibi muhasebe değerlerinin sınırlılıklarını aşmayı hedefler ve düzeltilmiş net değer, hisse senedi sayısına bölünerek her hisse için net aktif değerini belirler. Bu yöntem, özellikle fırsat maliyetlerini dikkate alan ve değerli varlıklara sahip şirketler için uygundur. Yatırımcılar genellikle, piyasa değeri net aktif değerinden düşük olan şirketlere yatırım yapmayı tercih ederler, çünkü bu durum potansiyel bir değer artışı fırsatı sunar (Sipahi vd., 2011, s. 115-117). Net aktif değer aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\text{Net Aktif Değer} = \text{Şirket Aktifleri Piyasa Değ.} - \text{Şirket Borçları Piyasa Değ.}$$

2.1.4.1.3 Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri bir şirketin borçları ödendikten sonra kalan varlıklarının, ödenmiş sermayeye oranla ve hisse senedi sayısına bölünerek hesaplandığı bir değerlendirme yöntemidir. Aynı zamanda likidite değeri olarak da adlandırılan bu yöntem, şirketin tasfiye edilmesi durumunda, yani varlıklarının nakde çevrilip borçlarının ödenmesi sonrasında hissedarlara dağıtılacak net değeri ifade eder. Tasfiye değeri, şirketin devam eden işletme faaliyetlerinin değerinden ziyade, varlıklarının bireysel satış değerine odaklanır ve genellikle şirketin piyasa değerinden veya defter değerinden daha düşük bir değerdir. Şirketin tasfiye değeri, defter değerine göre değişiklik gösterebilir ve bu değişiklik maddi ve maddi olmayan varlıkların değerleri, alacak tahsilatı zorlukları ve düşük likidite değeri gibi etkenlerden kaynaklanabilir. Bir şirketin piyasa değeri, tasfiye değerinin üzerinde olmalıdır. Piyasa fiyatının tasfiye değerinin altına inmesi, şirketi tasfiye ederek kâr elde etme imkânı sunabilir ve hisse senetlerine talebi artırabilir. Tasfiye değeri, büyüme potansiyeli olan bir şirket için indirgenmiş nakit akışları değerinden daha azdır çünkü tasfiye değeri beklenen

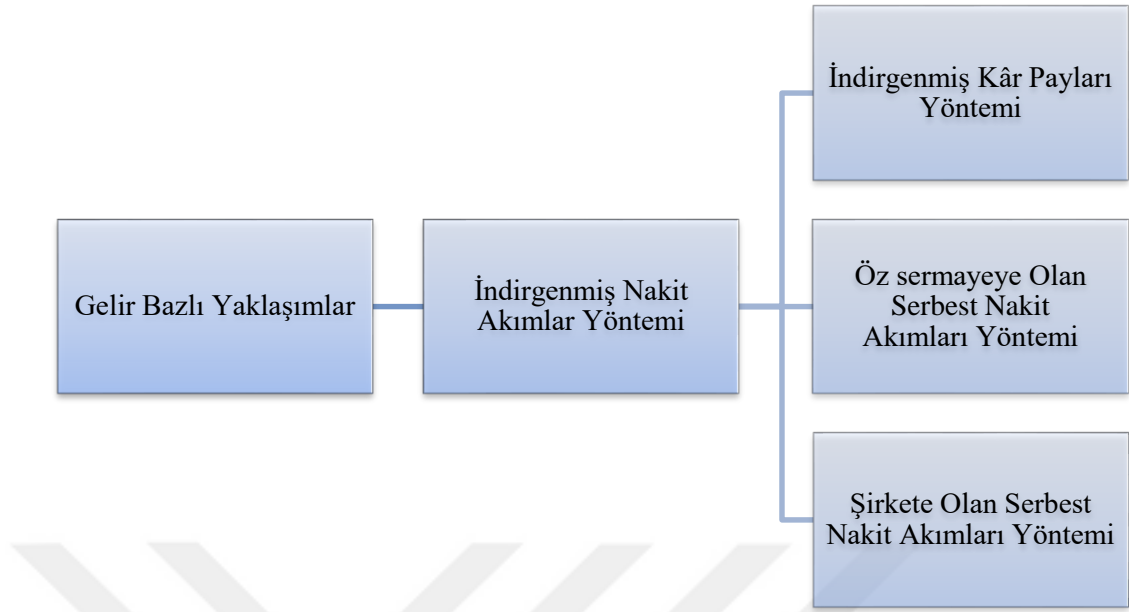
büyümeyi göz ardı eder (Yalçın, 2014, s. 73). Tasfiye değeri aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Şirketin Varlıklarının Takdir Edilen Değeri} - \text{Borçlar}$$

2.1.4.2 Gelir Bazlı Yaklaşımlar

Değerleme teknikleri arasında öne çıkan gelir temelli değerlendirme yaklaşımı, şirketlerin gelecekteki finansal performanslarını bugünün parasal değeri üzerinden ölçmeyi amaçlar. Bu yaklaşımın köşe taşı olan indirgenmiş nakit akışları yöntemi, uzun vadeli yatırım kararlarında kritik bir rol oynar. Yöntem, şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akışlarının, belirli bir oranla bugüne indirgenerek değerlendirilmesine dayanır. Bu süreç, yatırımcıların ve yöneticilerin, şirketin finansal sağlığı ve potansiyel büyüme fırsatları hakkında bilinçli kararlar almasına olanak tanır. Dolayısıyla, indirgenmiş nakit akışları yöntemi, gelir temelli değerlendirme yaklaşımının temelini oluşturur ve şirket değerlemesi yapılırken sıklıkla başvurulan bir metottür. Şirketin özellikleri, müşteri kitlesi, pazar payı, büyüme beklentisi, organizasyonu ve yönetim ekibi gibi faktörlerle birlikte tahmini nakit akışlarını inceleyerek şirketin değerini hesaplamaktadır. Bu teknik, yeni kurulmuş, büyüyen ve olgunlaşmış şirketlerin değerlemelerinde kullanılabilir. Bunun yanında, her çeşit şirket değerlemesinde (halka açılma, stratejik işbirliği, birleşme vs.) olumlu nakit akışları sağlayabilen şirketler için de bu teknik uygulanabilir (Çırak, 2018, s. 23-24).

Bu yaklaşımda, işletmenin varlıkları sadece gelir ürettikleri müddetçe değerlidir. Değerleme yöntemleri, işletmenin gelecekteki nakit akışı sağlama yeteneğine dayanır. Değerin belirlenmesinde kullanılan matematiksel ifade bir kesirdir. Bu kesirin payı yatırımın gelecekteki getirileri, paydası ise gelecekteki getirilerin toplam riski ve belirsizliği içerir (Yalçın, 2014, s. 73). Gelir bazlı değerlendirme yaklaşımları şekil 6'da aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.



Şekil 6. Gelir Bazlı Yaklaşımlar

2.1.4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi

Bu yöntemde, şirketin özellikleri, müşteri kitlesi, pazar konumu, büyüme beklentisi, kurumsal yapısı ve yönetim kalitesi gibi unsurlar dikkate alınır. İndirgeme işlemi, piyasada geçerli olan bir iskonto oranı ile yapılır. Şirketin değeri, indirgenmiş nakit akımları ve faaliyetle ilgisi olmayan varlıkların toplamıdır. Öz sermaye değeri bulunurken banka borçları da göz önünde bulundurulur. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi ile değerlendirme yapabilmek için şirketin iş süresi, olası nakit akımları ve iskonto oranı gibi üç temel tahmin gereklidir. Bu tahminler kullanılarak şirketin hisse senedi değeri bulunur (Çırak, 2018, s. 37-38).

İNA, yatırımcının, bir şirketin gelecekte elde etmeyi umduğu nakit akımlarının potansiyelini satın aldığı varsayımına dayanır. Şirketin gelecekte üreteceği tahmin edilen nakit akımlarını bugünkü değerlere indirgeyerek varlığın bugünkü değerini belirler. Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü nakitlere çevrilmesi ve zaman değerinin göz önünde bulundurulmasıyla işler. İNA'nın temelinde, zaman değeri kavramı bulunur. Gelecekte elde edilecek nakitin bugünkü aynı miktar parayla eşit olmadığına ve gelecekteki nakit akımlarının bugünkü benzer bir nakit akımlarından

daha az değerli olduğuna dikkat çekilir. İNA yöntemi, bu zaman değerini hesaba katarak gelecekte üretilmesi beklenen nakit akımlarını bugünkü değere çevirme yeteneğini kullanır. Bu yöntemde, gelecekte ödenmesi söz verilen bir nakit akımının gerçekleşmeme riski, enflasyonun etkisi ve insanların geleceğe erteleme eğilimi gibi faktörler göz önünde bulundurulur. İNA yöntemi, nakit akımlarının zaman değerini göz önünde bulundurarak gelecekteki nakit akımlarını bugünün nakit değerine çevirir ve varlığın bugünkü değerini belirler. Yüksek ve istikrarlı nakit akımları üreten varlıkların değeri, düşük ve dalgalı nakit akımları üreten varlıklardan daha yüksek olur. İNA yöntemi, bir varlığın beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplayarak varlığın değerini bulur (Yalçın, 2014, s. 77). İNA yöntemine göre herhangi bir varlığın değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots \dots \dots \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

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

$E(CF_t)$ = t dönemindeki beklenen nakit akımı

r = tahmin edilen nakit akımının riskini yansıtan indirgeme oranı

n = varlığın yaşam süresi

Şirket değerlemesi için indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanıldığında, nakit akımları genelde 5-10 yıl süreyle tahmin edilir. Tahmin edilen sürenin bitiminde, şirketin sonsuzlukta devam edeceği varsayılarak bir artık değer bulunur. Bu artık değer bugüne indirgenmiş hali, tahmin süresince elde edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmiş haline eklenir (Chambers, 2005, s. 208).

Bu yöntemde, nakit akımları kârdan daha önemlidir. Zira gelir tablosunda sürekli olarak kâr göstermek, şirketin değerli olduğu anlamına gelmez. Şirketin gerçek değerini belirlemek için nakit akımları, kârlılıktan daha iyi bir ölçüttür. Nakit akımı olmayan şirketler, sermayelerini tüketirler. İndirgenmiş nakit akımı yönteminin avantajları, şirketin gelecek performansını ve nakit üretme kapasitesini en iyi şekilde

yansıtması, şirketin yatırım ve finansman kararlarının değer üzerindeki etkisini göstermesidir. Fakat bu yöntem, diğerlerine kıyasla daha çok veri ve bilgi gerektirir. İndirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlendirme yaparken iki seçenek vardır: ya sadece şirketin öz sermayesini değerlemek ya da şirketin tümünü değerlemek, yani şirketin diğer paydaşlarını (kredi verenler, tahvil sahipleri, imtiyazlı hisse senedi sahipleri vb.) de dâhil etmektir. Öz sermaye değeri, öz sermayeye ait beklenen nakit akımlarının öz sermaye maliyeti oranında bugüne indirgenmesiyle hesaplanır. Şirket değeri ise, şirketin gelecekte üreteceği nakit akımlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranında bugüne indirgenmesiyle bulunur. İndirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlendirme yaparken üç farklı yöntem kullanılabilir (Sipahi vd., 2011, s. 76-77). Bu yöntemler kısaca aşağıda açıklanmıştır.

- İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi
- Öz sermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi
- Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi

2.1.4.2.1.1 İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi

Bu yöntemde göre, bir yatırımcı bir şirketin hisse senedini aldığı anda, hem hisse senedini tuttuğu süre boyunca alacağı kâr paylarından hem de hisse senedini sattığı zaman elde edeceği fiyattan nakit akışı sağlar. Hisse senedinin satış fiyatı, gelecekte ödenecek kâr paylarına bağlıdır ve hisse senedinin değeri, sonsuz bir süre boyunca alınacak kâr paylarının bugüne indirgenmiş değerine eşittir. Bu yöntemde, nakit akışlarının en iyi göstergesi olarak şirketin mevcut ve gelecek kâr payları kullanılır (Damodaran, 2007, s. 701). Hisse senedinin değeri, aşağıdaki formülle bulunur.

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(D_t)}{(1 + k_e)^t}$$

$E(D_t)$: t döneminde hisse başına beklenen kâr payını,

k_e : Öz sermaye maliyetini (hisse senedinden beklenen getiri oranını) ifade eder.

Bu yöntemde, beklenen kâr payları ve sermaye maliyeti olmak üzere iki önemli faktör vardır. Beklenen kâr payları, şirketin büyüme oranı ve kâr dağıtım oranı gibi varsayımlara dayanarak tahmin edilir. Sermaye maliyeti ise, hisse senedi sahiplerinin hisse senedine yatırdıkları sermayeden beledikleri getiri oranıdır. Bu oran, farklı risk-getiri modelleri kullanılarak belirlenebilir (Sipahi vd., 2011, s. 78).

2.1.4.2.1.2 Öz sermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi

Kâr payı ödemeleri, şirketlerin karar vermesi gereken önemli bir konudur. Şirketler, kâr payı ödemelerini etkileyen çeşitli faktörleri göz önünde bulundurmalıdır. Bunlar arasında kâr payı politikası, yatırım fırsatları, vergi durumu ve yönetim hedefleri sayılabilir. Bu faktörler, şirketlerin ödeyebilecekleri kâr payından daha düşük bir kâr payı ödemelerine neden olabilir. Bu da, şirketlerin ödeyebilecekleri kâr payı ile hissedarların aldıkları kâr payı arasında bir fark oluşmasına yol açabilir. Bu fark, şirketin değerini etkileyebilir. Çünkü bu yöntem, öz sermayenin nakit üzerindeki haklarını göz ardı eder. Bu da, nakit bakiyesi yüksek olan şirketlerin değerinin düşük çıkmasına neden olur. Bu sorunu çözmek için, indirgenmiş kâr payları yöntemine bir alternatif olarak öz sermayeye olan serbest nakit akımları yöntemi kullanılabilir (Sipahi vd. 2011, s. 82-83).

Öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemi, firmanın değerini sadece öz sermaye sahiplerinin elde ettiği nakit akımlarıyla hesaplar. Firmanın borçlanma maliyeti bu yöntemde göz ardı edilir. Bu nedenle, nakit akımlarını bugüne indirgemek için öz sermaye maliyeti kullanılır. Öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle firmanın değeri, her dönem için bulunan nakit akımlarının öz sermaye maliyetiyle iskonto edilmesiyle elde edilir. Öz sermayeye serbest nakit akımları (ÖSNA), iki farklı modelle hesaplanabilir (Altan ve Karahan, 2016).

Yöntem 1:

ÖSNA = Net kâr

- (Sermaye Harcamaları – Amortismanlar)
- (Nakit Olmayan Çalışma Sermayesindeki Değişim)
- + (Yeni Borçlar – Borç Anapara Geri Ödemesi)

Öz sermayeye olan serbest nakit akımları, sermaye harcamaları ve işletme sermayesinin, istenen borçlanma oranı ile sağlanması durumunda ve borç ödemeleri yeni krediler ile karşılanıyorsa, aşağıdaki formül ile bulunabilir (Sipahi vd., 2011.s. 83);

Yöntem 2:

ÖSNA = Net kâr

- (1- Borç oranı) x (Sermaye Harcaması - Amortismanlar)

- (1- Borç Oranı) x (Nakit Olmayan Çalışma Sermayesindeki Değişim)

Şirketin değeri beklenen öz sermayeye olan serbest nakit akımlarının bugünkü değeri şeklinde yazılabilir.

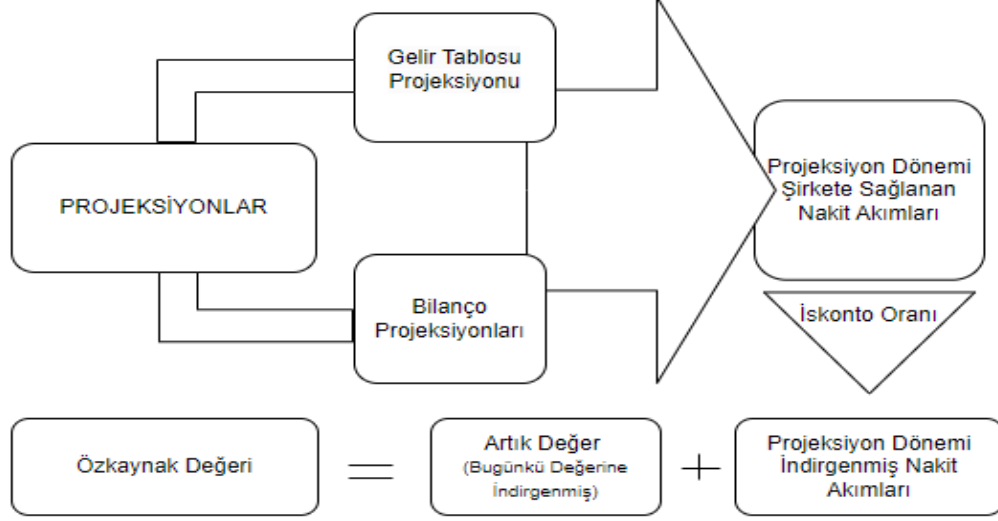
$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_e)^t}$$

FCFE_t : t döneminde hisse başına beklenen kâr payını,

k_e : Öz sermaye maliyetini, ifade eder.

Şirket değerlemesi yapmak için öz sermayeye olan serbest nakit akımlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu tahminlerde şirketin durumu ve analistlerin seçimleri doğrultusunda değişik büyüme senaryoları kullanılabilir. Sermaye harcamaları şirketin üretim yeteneğini sürdürmek veya geliştirmek amacıyla yapılan uzun dönemli yatırımlardır. Sermaye harcamaları, hem maddi hem de maddi olmayan sabit varlıkları içerir ve genelde 5-10 yıllık bir süre için öngörüler yapılır. Amortisman masrafları ise sabit varlıkların değer azalışlarını gösterir. Amortisman ayırması nakit çıkışına neden olmaz. Öz sermayeye olan serbest nakit akımlarını bulurken amortisman masrafları gibi nakit akışını etkilemeyen diğer unsurlar da göz önünde bulundurulur. İşletme sermayesi ise şirketin operasyonlarını devam ettirebilmesi ve kısa dönemli borçlarını ödeyebilmesi için ihtiyaç duyduğu kaynakları belirtir. Net işletme sermayesi, dönen varlıklardan kısa vadeli borçların düşülmesiyle elde edilen miktarı ifade eder. Öz sermayeye olan serbest nakit akımlarını hesaplarken nakit içermeyen net işletme sermayesi de dikkate alınır (Sipahi vd., 2011, s. 83-84).

Öz sermayeye sağlanan nakit akımları yöntemi seçildiğinde izlenecek değerlendirme sürecine ilişkin adımlar şekil 7’de ayrıntılı olarak gösterilmiştir.



Şekil 7 Öz Sermayeye Sağlanan Nakit Akımları Yöntemi

Kaynak: Çırak, R. (2018). Şirket değerlendirme yöntemleri Ankara: Seçkin Akademik ve Mesleki Yayınlar.

2.1.4.2.1.3 Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi

Şirkete olan serbest nakit akımları yöntemi, şirketin gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarını, uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirir ve bunların toplamını şirketin değeri olarak kabul eder. Bu yöntem, şirketin borç ve öz sermaye yapısını dikkate alarak, şirketin tüm paydaşlarına sağladığı değeri ölçer (Çetiner ve Özöğüt, 2018).

Bu yöntemin uygulanması için, şirketin finansal tablolarından yola çıkarak, serbest nakit akımlarını tahmin etmek, iskonto oranını belirlemek ve şirketin mevcut serbest nakdini eklemek gerekir. Bu yöntem, enerji sektörü gibi yüksek yatırım gerektiren ve uzun vadeli projeler yürüten sektörlerde sıkça kullanılır (Hatipoğlu ve Yener, 2013).

Şirket değerlemesinin temel ilkeleri, Modigliani ve Miller'in 1958'de yayınladıkları kurumsal finans alanındaki çalışmalarında, bir şirketin değerinin, şirketin vergi sonrası işlemlerinden kaynaklanan nakit akışlarının bugünkü değerine

eşit olduğunu ifade etmeleriyle ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımda, şirketin değeri borçlanmanın sağladığı vergi yararı ve borçlanmanın getirdiği ek risk ile bağlantılıdır (Damodaran, 2007, s. 719). Şirkete olan serbest nakit akımlarının (ŞSNA) hesaplanması aşağıdaki gibidir.

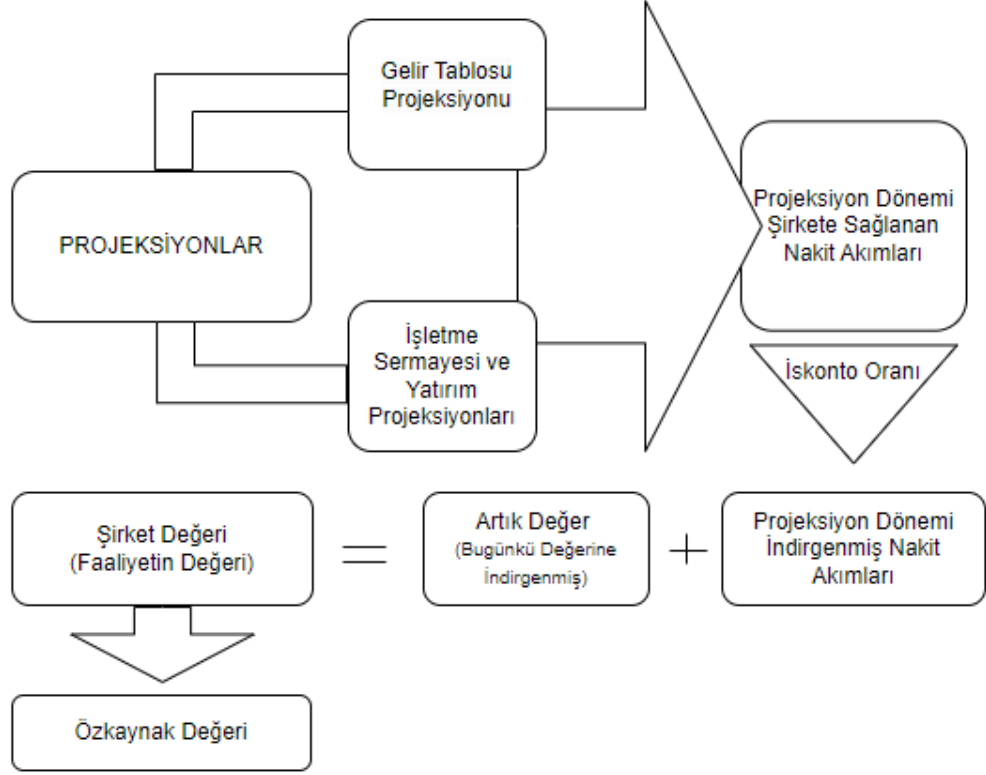
$$\begin{aligned} \text{ŞSNA} &= \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} (1 - \text{Vergi Oranı}) \\ &+ \text{Amortismanlar} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \text{Nakit Olmayan Çalışma Sermayesindeki Değişim} \end{aligned}$$

“Eğer, burada g şirkete serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilen sabit büyüme oranını ve k_{WACC} firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade ederse, firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir (Ercan vd., 2006, s. 29).”

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{\text{ŞSNA}_1}{(k_{WACC} - g)}$$

Serbest Nakit Akımları yöntemi, şirketlerin değerlendirilmesinde kritik bir araçtır çünkü bu yöntem, çeşitli yatırım ve finansman seçeneklerinin şirketin değeri üzerindeki etkilerini detaylı bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu yöntemin benimsenmesi, şirketlerin ve finansal kurumların projeleri değerlendirme süreçlerine paralellik gösterir ve bu sayede daha kolay anlaşılabilir bir yapı sunar. Şirket değerinin hesaplanmasında, öz sermaye sahipleri ve uzun vadeli kreditorler için beklenen nakit akışlarının süresiz olarak tahmin edilmesi esastır. Bu beklenen nakit akışlarının mevcut değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti dikkate alınarak hesaplanır ve bu hesaplama sonucunda elde edilen değerden, şirketin uzun vadeli borçlarının mevcut değeri çıkarılarak öz sermayenin gerçek değeri tespit edilir. Bu yöntemle hesaplanan şirket değeri, borç sahiplerine yapılacak ödemeleri de içermektedir ve bu da yöntemin kapsamlılığını artırmaktadır (Yalçın, 2014, s. 203).

Şirkete sağlanan nakit akımları yöntemi seçildiğinde izlenecek değerlendirme sürecine ilişkin adımlar şekil 8’de ayrıntılı olarak gösterilmiştir.



Şekil 8 Şirkete Sağlanan Nakit Akımları Yöntemi

Kaynak: Çırak, R. (2018). *Şirket değerlendirme yöntemleri* Ankara: Seçkin Akademik ve Mesleki Yayınlar.

2.1.4.2.2 Gelir Bazlı Yaklaşımların Artı ve Eksileri

Yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan temel bir yöntem indirgenmiş nakit akışı analizidir. Bu yöntem, yatırımın gerçek finansal performansını yansıtan nakit akış verilerine dayanır. Piyasa bazlı yaklaşımlar gibi diğer değerlendirme yöntemleri ise, genellikle varsayımlara dayanır ve bu da şirketin mali sağlığını tam olarak yansıtmayabilir.

İndirgenmiş nakit akışı analizinin en önemli avantajı, gerçek finansal verilere dayanmasıdır. Ancak, bu yöntemin dezavantajlarından biri gelecekteki nakit akışlarının tahminlerine dayanmasıdır. Gelecekteki nakit akışlarını öngörmek her zaman belirsizliklerle doludur ve bu tahminlerdeki hatalar, analistlerin çeşitli değişkenlerle uğraşmaya çalışırken yanıltıcı olabilir. Bu nedenle, yanlış tahminler indirgenmiş nakit akışı analiziyle elde edilen sonuçları etkileyebilir ve yanlış

değerlendirmelere yol açabilir. İndirgenmiş nakit akışı analizinin başlıca avantajlarından bazıları şunlardır (http-3).

Çok Detaylı: Bir değer bulmak için nakit akışı projeksiyonları, büyüme hızı ve diğer göstergeler gibi bir işletme ile ilgili kritik varsayımları barındıran spesifik rakamları kullanır.

Bir İşletmenin “Gerçek” Değerini Hesaplar: Değeri sübjektif piyasa eğilimlerinden bağımsız olarak belirler ve diğer yöntemlerden daha tarafsızdır.

Karşılaştırılabilir Ürünlere İhtiyaç Duymaz: İNA analizi, benzer firmalarla piyasa değerini kıyaslamayı gerektirmez.

Uzun Dönemli Değerleri Dikkate Alır: Bir proje veya yatırımın tüm ekonomik yaşamı boyunca sağlayacağı geliri ölçer ve paranın zaman değerini göz önünde bulundurur.

Nesnel Karşılaştırma Yapılmasını Sağlar: İNA analizi, farklı çeşitteki şirketleri veya yatırımları incelemenize ve hepsi için nesnel ve tutarlı bir değerlendirme sağlamanıza imkân verir.

Birleşme ve Devralmaların Analizine Uygunur: İndirgenmiş nakit akışı analizinin verdiği nesnellik, şirket yöneticilerinin bir şirketin başka bir şirket ile birleşip birleşmeyeceği veya başka bir şirket alıp almayacağı konusunda karar vermelerine yardımcı olur.

İç Verim Oranını Belirler: İndirgenmiş nakit akışı analizinin yapılması, şirketlere yatırımların iç verim oranını belirlemelerine ve bu sayede rekabetçi yatırımların değerini karşılaştırmalarına olanak tanır.

Hassasiyet Analizine İmkân Tanır: İndirgenmiş nakit akışı modeli, uzmanlara bir yatırım ile ilgili varsayımlarında yapılan değişikliklerin modelin çıkardığı son değeri nasıl etkilediğini görmelerine imkân tanır. Bu değişken varsayımlar, nakit akışı artışını veya yatırımın yapılmasına bağlı olan indirim oranını içerebilir.

İndirgenmiş nakit akışı analizinin dezavantajları şunlardır:

Öngörülen Gelir ve Giderler de Dâhil Olmak Üzere Önemli Veriler İster: İndirgenmiş nakit akışı analizinin yapılması, birkaç yıllık nakit akışı ve sermaye gideri tahminleri de içeren önemli miktarda finansal veri ister. Bazı yatırımcılar gerekli verileri bulmanın zor olduğunu söyleyebilir; basit işlemler dahi biraz zaman gerektirir.

Kullandığı Öngörülere Hassastır: Analiz, gelecekteki nakit akışı ile ilgili öngörüler, yatırımın sürekli büyüme hızı ve uzmanların yatırım için doğru olduğunu düşündüğü iskonto oranı gibi değişkenlere çok hassastır.

Analiz Doğru Tahminlere Dayanır: İndirgenmiş bir nakit akışı analizi sadece kullandığı tahminler ve projeksiyonlar kadar başarılıdır.

Gelecekteki Nakit Akışlarına Güvenmek Gerekir: Tahminlerin ve varsayımların güvenilir olması, değerlemelerin doğruluğu için şarttır. Bu nedenle, analiz, bir yatırımın gelecekteki nakit akışlarına ne kadar güvendiğinize bağlı olarak en iyi performansı gösterir.

Karmaşıklık Sorunu: İndirgenmiş nakit akışı formüllerinin gerektirdiği veriler, analizi çok zorlaştırabilir.

Ayrıntılar Fazla Güvene Neden Olabilir: İnsanlar, indirgenmiş nakit akışı analizi için detaylı veriler ve tahminler kullandıkları için, elde ettikleri değerlemeye gereğinden fazla güvenebilirler. Oysa bu değerlendirme, sadece geleceğe yönelik tahminlere dayanır.

Rakiplerin Değerlemeleri Göz Ardı Edilebilir: İndirgenmiş nakit akışının bir yararı (rakiplerin değerine bakmaya gerek olmaması), aynı zamanda bir handikap da olabilir. Sonuç olarak DCF, rakip şirketlerin veya benzer yatırımların gerçek değerinden farklı değerlemeler ortaya çıkarabilir. Bu, diğer şirket değerlerinin hatalı olduğu anlamına gelebilir; ancak aynı zamanda indirgenmiş nakit akışı analizinin piyasa gerçekliklerini yansıtmadığı ve kendisinin hatalı olduğu anlamına da gelebilir.

Terminal Değer Zorluğu: İndirgenmiş nakit akışı formülünün önemli bir bölümü, bir şirketin veya yatırımın çok yıllık tahmin döneminden sonra bugünkü değeri olan yatırımın terminal değeridir. Bu terminal değer, tahmin döneminin sonrasındaki tüm gelecek yıllardaki varsayımsal nakit akışını veya tahmin dönemi bitiminde satılması halinde şirketin veya yatırımın toplam değerini ifade edebilir. Her iki durumda da terminal değerini tahmin etmek çok güçtür. Ve indirgenmiş nakit akışı formülünün hesapladığı toplam değer büyük bir kısmını oluşturur.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Zorlukları: İndirgenmiş nakit akışı analizi, formülünün bir parçası olarak şirketin tüm kaynaklarından sermaye maliyetini

temsil eden ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) de kullanır. Bu sayıyı doğru bir şekilde belirlemek zor olabilir.

Çok Farklı Yatırım Türlerini Değerlendirme Konusunda Yeterli Değil:

İndirgenmiş nakit akışı yöntemi, belirli ve öngörülebilir nakit akışına sahip yatırımların değerlendirilmesinde etkilidir. Ancak, bu yöntem çok farklı büyüklüklerdeki yatırımları ve farklı nakit akışı tahminlerine sahip olan yatırımları değerlendirmede, ayrıca bu tahminlerin güvenilirliği değiştiğinde yetersiz kalmaktadır.

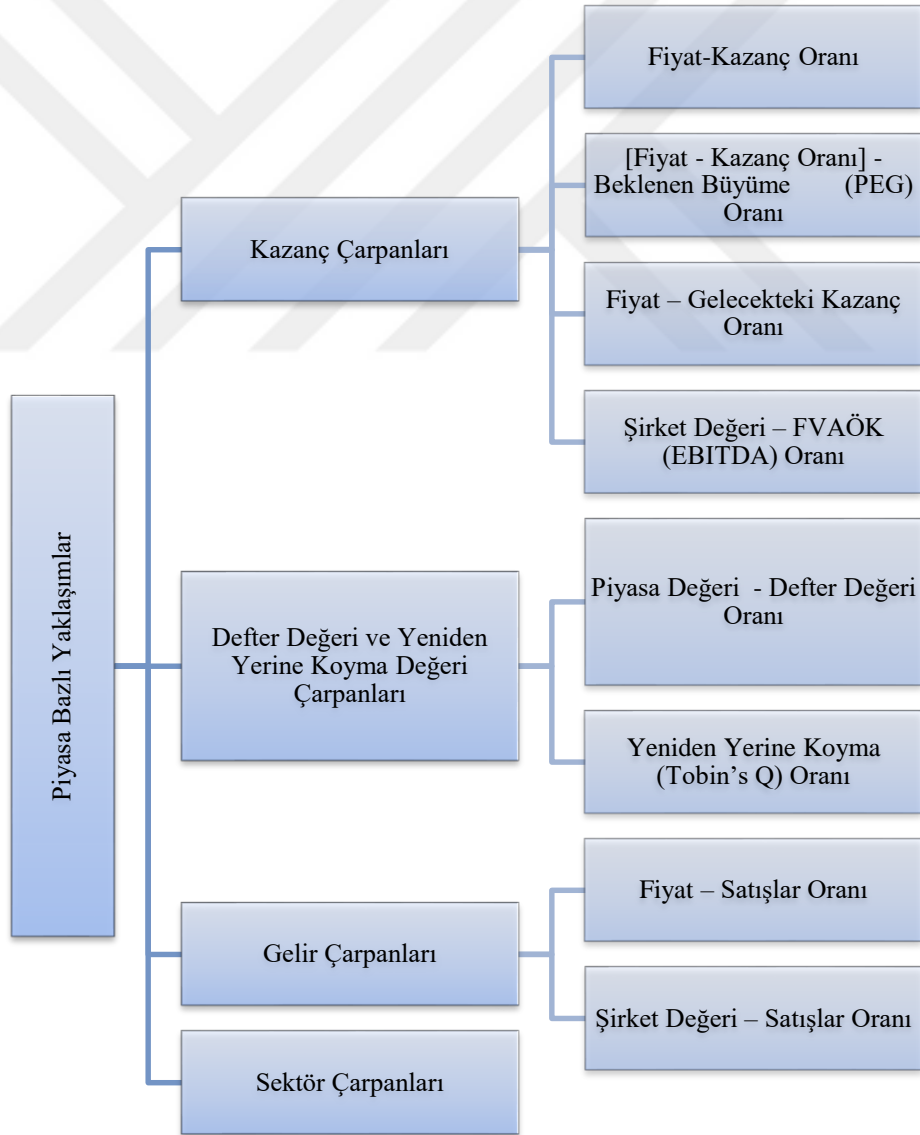
2.1.4.3 Piyasa Bazlı Yaklaşımlar

Piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımı, “Benzer Şirket Çarpanları” veya “Göreceli Değerleme” olarak da bilinir. Bu yaklaşımda, bir şirketin değeri, piyasadaki benzer şirketlerin değerleriyle karşılaştırılarak hesaplanır (Çırak, 2018, s. 24).

Bu yöntemde, şirketin benzer varlıklar için ödenen fiyatlara göre değeri hesaplanır. Piyasa bazlı değerlendirme, indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme yönteminden farklı olarak, şirketin gelecekteki nakit akışları yerine benzer varlıkların piyasa değerlerine dayanır. Piyasa bazlı değerlendirme yöntemi, çarpanlar ve karşılaştırılabilir şirketler kullanarak indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme yönteminden daha hızlı, daha kolay ve daha az maliyetlidir. Ayrıca, piyasa bazlı değerlendirme sonuçları, müşteriler ve yatırımcılar için daha anlaşılır olur ve daha az varsayım içerir. Bununla birlikte, piyasa bazlı değerlendirme yöntemi, risk, büyüme ve nakit akışları gibi önemli faktörleri göz ardı ettiği için eleştirilir.

Piyasa bazlı değerlendirme yöntemi ile indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme yönteminin bir arada kullanılması, daha doğru değer tahminleri elde etmeye yardımcı olabilir. Özellikle halka ilk kez sunulan şirketler için, göreceli değerlendirme yöntemi sıkça kullanılır. Ayrıca, göreceli değerlemede, geçmişe dayalı muhasebe değerleri yerine geleceğe yönelik projeksiyonlar kullanmak daha iyi sonuçlar verir. Piyasa bazlı değerlendirme yönteminde üç ana adım vardır; karşılaştırılabilir şirketlerin seçilmesi, fiyatların standartlaştırılması ve şirketler arasındaki farkların ayarlanması. Karşılaştırılabilir şirketler, finansal yapıları, nakit akışları, büyüme beklentileri ve risk profilleri bakımından birbirine benzer özellikler gösteren şirketlerdir. Bu şirketlerin

analizi, değerleme s¼recinde kritik bir rol oynar. Uygun çarpanın seçimi, değerlenecek Şirketin ¼zg¼n niteliklerine ve değerlemenin hedeflediği sonuca g¼re farklılık g¼sterir. Bu, değerleme uzmanının, sekt¼r dinamikleri ve makroekonomik fakt¼rlerle uyumlu, doğru ve adil bir değerleme yapabilmesi için elzendir. Analizde, değerlenecek Şirket ile karşılaştırılabilir Şirketler arasındaki farkları ortadan kaldırmak için, s¼bjektif d¼zeltme, d¼zeltilmiŐ çarpanlar ve sekt¼r regresyon analizleri gibi y¼ntemler kullanılabilir. Piyasa bazlı değerleme y¼nteminde kullanılan oranları Kazanç arpanları, Defter Değeri ve Yeniden Yerine Koyma Değeri arpanları, Gelir arpanları ve Sekt¼r arpanları olmak ¼zere d¼rt kategoride sınıflandırmak m¼mk¼nd¼r; (Sipahi vd., 2011, s. 93-96). Piyasa bazlı yaklaşımlar Şekil 9’da ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

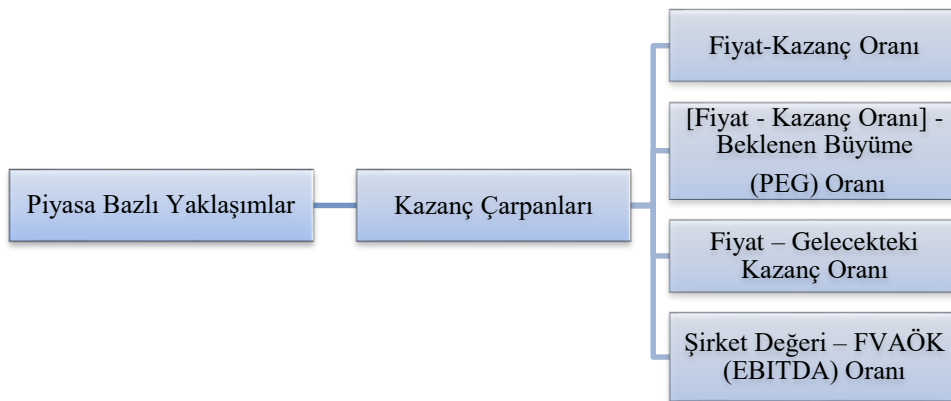


Şekil 9 Piyasa Bazlı Yaklaşımlar

2.1.4.3.1 Kazanç Çarpanları

Kazanç çarpanları, göreceli değerlendirme yöntemlerinde sıkça kullanılan bir kriterdir. Fakat bu çarpanlarla yapılan değerlemelerin bazı eksiklikleri vardır. Örneğin, negatif veya çok az geliri olan şirketlerde, muhasebe uygulamaları farklı olan veya sermaye yapısı benzer olmayan şirketlerle karşılaştırma yaparken, bu çarpanlar geçerliliğini yitirebilir. Kazanç çarpanlarını belirleyen ana faktörler arasında beklenen büyüme hızı, beklenen nakit girişi ve şirketin risk düzeyi yer alır. Düşük riskli, yüksek büyüme hızına sahip şirketler çoğunlukla daha yüksek kazanç oranlarına sahiptir. Şirketin değerini hesaplarırken genelde şirketin kazançlarına dayalı bir çarpan kullanılır. Ödenen fiyatın hisse başına kazanç oranı, hisse başına kazancın verimini gösterir. Kazanç çarpanlarıyla değerlendirme yapılırken P/E oranı tercih edilebilir. Ayrıca bir şirketin alındığı durumlarda, genelde şirket değeri, işletme geliri FVÖK (EBIT) veya faiz, vergi ve amortisman öncesi kârların bir oranı esas alınarak değerlendirilir. Alıcının düşük bir oran araması, büyüme olasılığı ve risklerle bağlantılıdır. Kazanç çarpanları, satış verimleriyle en yüksek ilişkiye sahip çarpanlar olarak görülür, ancak sektörel olarak değişebilir (Yalçın, 2014, s. 250).

Şirket değerlemede yaygın bir yaklaşım olarak, bir hisse senedi alınırken ödenen miktar, şirketin hisse başına kazandığı kârın bir kriteri olarak ele alınmaktadır. Kazanç çarpanlarıyla değerlemede şirketler, muhasebe karlarıyla hesaplanan bir kriterle değerlendirilmektedir. Bu kriterler fiyat - kazanç oranı, [fiyat - kazanç oranı] - beklenen büyüme (PEG) oranı, fiyat - gelecekteki kazanç oranı, şirket değeri - FVAÖK (EBITDA) oranı şeklindedir (Sipahi vd., 2011, s. 96). Kazanç çarpanlarına ait değerlendirme yöntemleri şekil 10'da gösterilmiştir.



Şekil 10 Kazanç Çarpanları

2.1.4.3.1.1 Fiyat-Kazanç Oranı

Fiyat-Kazançlar (F/K) oranı, bir şirketin kârına göre piyasa değerini belirtir ve yatırımcıların bir birimlik kazanç karşılığında ne kadar ödeme yapmaya istekli olduklarını gösterir. Bir şirketin değerini ve piyasadaki diğer şirketlere kıyasla konumunu anlamak için sıkça kullanılan bir göstergedir. F/K oranını hesaplarken, hisse senedinin piyasa değerinin kârla ilişkili olduğu ve temettüden ziyade kâra odaklandığı bilinmesi gerekir. F/K oranı ayrıca finansal varlıkların fiyatlandırılmasında da kullanılır ve indirgenmiş nakit akışlarıyla değerlendirme yönteminin bir bileşeni olarak görülebilir. F/K oranı, kısa veya uzun vadede fiyat ve verimi etkileyebilir. Genelde şirketin piyasada oluşan fiyatının sektördeki diğer şirketlere göre durumunu öğrenmek için kullanılmaktadır ve aşağıdaki formülle ifade edilmektedir (Yalçın, 2014, s. 251-253):

$$F/K = (\text{Hisse Başına Piyasa Fiyatı})/(\text{Hisse Başına Kazançlar})$$

veya,

$$F/K = (\text{Piyasa Değeri})/(\text{Vergi Sonrası Net Kâr})$$

Değerleme yaparken, benzer şirketlerin ortalama F/K oranı esas alınır. Fakat borsada işlem gören şirketlerde, UFRS'ye uygun olarak hazırlanan gelir tablosunun vergi sonrası net kârı esas alınmalıdır. Vergi mevzuatına göre düzenlenen gelir tabloları ile UFRS'ye uygun olanlar arasında farklar çıkabilir ve bu farklar değerlemeyi önemli ölçüde etkileyebilir. Değerlemesi yapılan şirketin F/K oranı, benzer şirketlerin veya sektörün ortalama F/K oranına göre düşükse, hisse senedinin fiyatı ucuzdur ve orta vadede değeri yükselecektir. F/K oranı ile yapılan değerlemelerde şirketlerin nakit pozisyonu veya finansal borçları göz önüne alınmaz. F/K oranının bir dezavantajı, muhasebe uygulamalarının şirketlerin kârlarını değiştirebilmesidir. Net kâr miktarı, operasyonel olmayan gelir ve giderleri de kapsar ve benzer şirketlerin net kâr miktarında o yıla özgü devamlılık göstermeyen unsurlar varsa, karşılaştırmalı değerlendirme yanlış olabilir. Aracı kuruluşlar, bankacılık, finansal kiralama ve faktoring ve sigorta sektörlerinin değerlendirilmesi için Fiyat/Kazanç çarpanlarını kullanmak uygun

değildir. Bu sektörler kendi yapılarına uygun çarpanlarla değerlendirilir (Çırak, 2018, s. 190-193).

2.1.4.3.1.2 [Fiyat - Kazanç Oranı] - Beklenen Büyüme (PEG) Oranı

Bir şirketin değerini ölçmek için portföy yöneticileri ve analistler, F/K oranlarını beklenen büyüme oranlarıyla kıyaslarlar. F/K oranı, beklenen büyüme oranına göre düşükse, şirketin değerinin düşük olduğu varsayılır. Bu yöntemin amacı, yüksek F/K oranına sahip bir şirketin, büyüme oranıyla uygun olup olmadığını belirlemektir. Bu nedenle, F/K oranları, büyüme oranına göre ayarlanır. Ayarlanmış F/K oranı daha düşük olan bir şirket, daha değersiz sayılır (Sipahi vd., 2011, s. 102).

F/K oranları, iki şirketin büyüme ve risk gibi temel özelliklerini karşılaştırmak için kullanılır. Bu oranı büyüme hızına göre düzeltmek için bir formül uygulanır ve bu formülün sonucu PEG oranıdır. PEG oranı, hisse senedinin kazanç büyümesine göre değerlendirildiğini gösterir. Portföy yöneticileri ve analistler, hisse senetlerinin değerini belirlemek ve büyüme farklarını dikkate almak için F/K oranını beklenen büyüme oranıyla ilişkilendirirler. Düşük F/K oranlı şirketler ucuz olarak algılanırken, PEG oranı hisse senedinin kazanç büyümesine göre pahalı ya da ucuz olduğunu ortaya koyar. PEG oranı, F/K oranının büyüme faktörüyle düzeltilmesinden sonra karşılaştırma yapmaya olanak tanır. Büyüme açısından düzeltilmiş düşük F/K oranlı şirketler ucuz olarak değerlendirilir. Dolayısıyla, PEG oranı, F/K oranının hisse başına kazançlardaki beklenen büyüme oranına bölünerek hesaplanır ve şirketlerin büyüme farklılıklarını ayırmak için kullanılan bir kriterdir (Yalçın, 2014, s. 254). [Fiyat-Kazanç Oranı] - Beklenen Büyüme (PEG) Oranı aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$PEG = (F/K) / (\text{Beklenen Büyüme Oranı})$$

İşletme değeri çarpanına dayalı olarak hesaplanan PEG oranının ayarlanmış hali şu şekildedir;

$$\text{Uyarlanmış PEG} = (\text{işletme değeri çarpanı}) / (100 \times \text{Beklenen EBITDA Büyüme O.})$$

Menkul kıymet piyasalarında yaygın bir görüşe göre, Fiyat/Kazanç (F/K) oranının, temettü büyüme oranına yakın olması beklenir. Bu anlayış, F/K oranının büyüme oranına bölünmesiyle hesaplanan Fiyat/Kazanç Büyüme (PEG) oranının ideal olarak 1 civarında olmasını önerir. PEG oranı 0,5 altında olan hisse senetleri genellikle düşük değerlenmiş, 2 üzerinde olanlar ise yüksek değerlenmiş olarak kabul edilir. PEG oranı, faiz oranlarındaki değişikliklerden de etkilenir; düşük faiz ortamında, yatırımcılar genellikle yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerine yönelirler. Aynı zamanda, faiz oranları şirketlerin büyüme beklentilerini de etkileyebilir, dolayısıyla PEG oranı bu değişkenlerden etkilenir. Özellikle yüksek büyüme potansiyeline sahip teknoloji şirketlerinde kullanılan PEG oranı, kısa vadeli kazanç büyümelerini göz önünde bulundurduğu için F/K oranına kıyasla daha ayrıntılı bir değerlendirme sunar. Bununla birlikte, PEG oranı kısa vadeli büyüme tahminlerine dayalı olduğundan, uzun vadeli performansı tam olarak yansıtmayabilir (Yalçın, 2014, s. 259).

2.1.4.3.1.3 Fiyat – Gelecekteki Kazanç Oranı

Negatif hisse başına kazançta sahip şirketler için, Fiyat/Kazanç (F/K) oranının hesaplanması mümkün olmamaktadır. Bu tür şirketlerin değerlemesinde, negatif değerler almayan alternatif oranlar, örneğin fiyat-satış oranı gibi metrikler tercih edilebilir. Bununla birlikte, analistler genellikle diğer oranlara kıyasla F/K oranının çeşitli türevlerini kullanmayı daha uygun bulmaktadırlar. Bu türevlerden biri, gelecekteki bir yıl için öngörülen F/K oranının kullanılmasıdır. Bu yaklaşım, şirketin gelecekteki performansına ilişkin tahminlerle değerlemeyi daha anlamlı kılmaktadır (Ercan, Öztürk, ve Demirgüneş, 2003, s. 57).

2.1.4.3.1.4 Şirket Değeri – FAVÖK (EBITDA) Oranı

Kazanç oranlarına odaklandığımızda, piyasa değeri genellikle bu oranların paydasında yer alır. Ancak, piyasa fiyatının yerine şirket değerinin payda olarak kullanıldığı oranlar da mevcuttur. Şirket değeri, halka açık şirketlerde piyasa fiyatı ile çıkarılmış hisse senedi sayısının çarpılması sonucu elde edilen öz sermayenin piyasa

değeri ile net borçların piyasa değerinin toplamı olarak tanımlanır. Net borçların piyasa değeri ise, finansal borçların piyasa değerinden nakit ve nakit benzerleri ile alım satımı yapılabilen menkul kıymetlerin çıkarılmasıyla hesaplanır (Yalçın, 2014, s. 266).

FAVÖK'ün yaygın kullanımının başlıca nedenleri arasında, genellikle pozitif bir değer alması, şirketlerin farklı amortisman yöntemleri ve finansal kaldıraç oranlarına sahip olmaları yer alır. FVAÖK, bu farklılıkların kâr üzerindeki etkisini nötralize eder. Şirket değeri ile FVAÖK arasındaki oran, şirketin finansal sağlamlığını ve piyasa performansını değerlendirmede kullanılan önemli bir metriktir (Sipahi, Yanık, ve Aytürk, 2011, s. 104). Şirket Değeri/FAVÖK oranı aşağıdaki formülle hesaplanır.

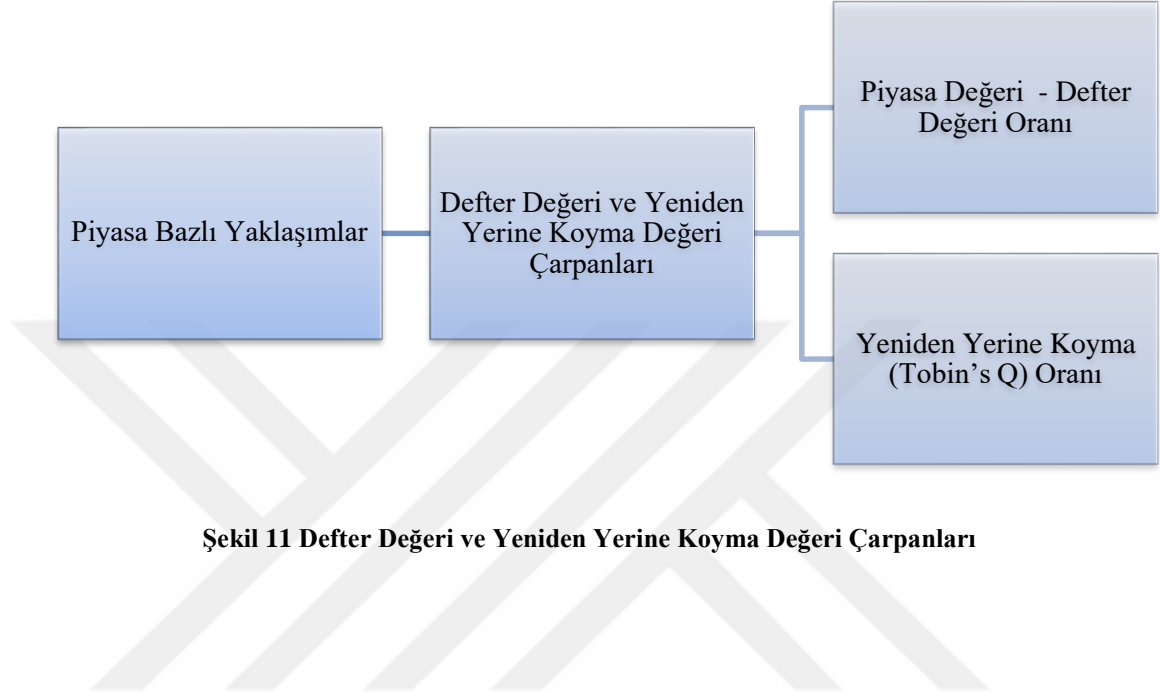
$$\frac{\text{Şirket Değeri}}{\text{FAVÖK}} = \frac{\left(\begin{array}{l} \text{Öz sermayenin Piyasa Değeri} \\ + \text{Borcun Piyasa Değeri} \\ - \text{Nakit Mevcudu} \end{array} \right)}{\text{FAVÖK}}$$

FAVÖK oranı, nakit akımının önemli olduğu ve sermaye harcamalarının büyük ve düzensiz olduğu sektörlerde özellikle uygun bir analiz aracıdır. Bu sektörler arasında telekomünikasyon, enerji, alt yapı hizmetleri ve imalat yer almaktadır. Sermaye harcamalarının sektörlerde göre farklılık göstermesi nedeniyle, FVAÖK oranı, analizlerde sadece aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin karşılaştırılmasında kullanılmalıdır (Yalçın, 2014, s. 268).

2.1.4.3.2 Defter Değeri ve Yeniden Yerine Koyma Değeri Çarpanları

Varlıkların piyasa değeri ile muhasebe kayıtlarından hesaplanan değerleri arasında farklılıklar olabilir. Varlıkların defter değeri, satın alındıkları zamanki fiyat ve amortisman gibi muhasebe ilkelerine göre hesaplanır. Yatırımcılar, hisse senedi fiyatı ile defter değeri arasındaki orana bakarak, hisselerin değerinin uygun olup olmadığını değerlendirirler. Fiyat/defter değeri oranı, sektörler arasında büyüme gibi etkenlere bağlı olarak değişir. Bu oran, varlıkların değerini belirlerken, sadece öz kaynak değil, tüm varlıkları dikkate alır. Defter değerinin varlıkların gerçek değerini

yansıtmadığına inananlar, yeniden değerlendirme yöntemini tercih ederler (Kulalı ve Bilir, 2013). Defter değeri ve yeniden yerine koyma değeri çarpanları şekil 11’de gösterilmiştir.



Şekil 11 Defter Değeri ve Yeniden Yerine Koyma Değeri Çarpanları

2.1.4.3.2.1 Piyasa Değeri - Defter Değeri Oranı

Bir şirketin öz sermayesinin piyasa değeri, piyasanın şirketin gelecek performansı ve nakit akışı hakkındaki tahminini yansıtır. Bir şirketin piyasa değeri, şirketin ihraç ettiği sermayeyi gösteren toplam hisse senedi miktarı ile piyasa fiyatının çarpımından elde edilir. Öz sermayenin defter değeri ise, şirket varlıklarının defter değeri ile şirket borçlarının defter değeri arasındaki farka denktir. Yani, bir şirketin defter değeri, şirketin bilançosundaki özkaynaklara hesap grubunun toplam kayıtlı değeridir. Özkaynaklar toplamı negatif olan şirketler için bu oran uygun değildir. Piyasa değeri - defter değeri (PD/DD) oranı F/K oranı yönteminde olduğu gibi iki büyüklük arasında belirli bir oran saptamaya çalışır. (Sipahi, Yanık, ve Aytürk, 2011, s. 106). PD/DD oranı aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$PD / DD = Pt / (DD_t)$$

Formülde,

PD/DD: Şirketin piyasa değeri/defter değeri oranını,

Pt: Hisse senedinin t dönemindeki piyasa fiyatını,

DDt: Şirketin t dönemindeki defter değerini ifade etmektedir.

Zarar eden şirketlerin değerlemesinde PD/DD oranı kullanılabilir. Bu oranın 1'den fazla olması olağandır. PD/DD oranı ile entelektüel sermaye arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Bir şirketin piyasa değeri defter değerinden yüksekse, bu fark entelektüel sermaye olarak ifade edilir. Ayrıca, ampirik çalışmalar, düşük PD/DD oranlı hisse senetleriyle ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceğini ortaya koymuştur (Chambers, 2005, s. 196).

2.1.4.3.2.2 Yeniden Yerine Koyma (Tobin's Q) Oranı

Nobel Ödüllü iktisatçı James Tobin'in 1969'da ortaya koyduğu Tobin's Q oranı, kaynakların etkinliğini ölçen bir orandır. Bu oran, bir firmanın yatırım veya büyüme potansiyelini yansıttığı gibi, yönetim kalitesinin de bir göstergesidir (Yenisu ve Türkoğlu, 2023). Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{Varlıkların Piyasa Değeri}) / (\text{Varlıkların Yenileme Değeri})$$

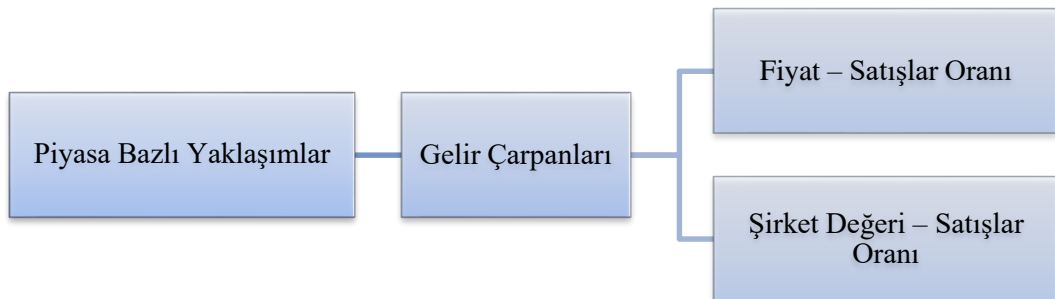
Oran, yatırımların ne kadar verimli olduğunu gösterir. Yatırımların getirisinin ortalama sermaye maliyetine eşit olduğu durumda oran 1'e eşit olur. Bu, işletmenin piyasa ortalamasında (normal) kâr sağladığı anlamına gelir. Oranın 1'den fazla olması, işletmenin piyasa ortalamasının üzerinde kâr sağladığı anlamına gelir. Bu da, işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün diğer yatırımcılar için çekici olduğu anlamına gelir. Diğer yatırımcılar sektöre girdikçe, işletmenin kârı azalır. Oranın 1'den az olması, işletmenin sermaye maliyetini karşılayamadığı anlamına gelir. Bu durumda, işletmenin bulunduğu sektördeki zayıf işletmeler piyasadan çıkar ve arzın düşmesiyle kâr artar (Karapınar ve Zaif, 2018, s. 392-393).

2.1.4.3.3 Gelir arpanları

Muhasebe kuralları, kazanç ve defter değeri çarpanlarının temelini oluşturmaktadır. Farklı bir yöntem ise, varlığın sağladığı gelire göre değerlendirmektir. z kaynak yatırımcısı için bu yöntemin sonucu, hisse başına piyasa değerinin, hisse başına gelire bölünmesi ile hesaplanan fiyat/net satışlar oranıdır. Şirket için ise, bu oran; firmanın toplam değerinin göz önüne alındığı Şirket değerı/net satışlar şeklindeyir. Bu oran, sektörlere göre farklılık göstermektedir. nkn kr marđı da bu oranın bir fonksiyonudur. Gelir çarpanlarını kullanmanın faydası; muhasebe yöntemleri farklı olan firmaların karşılaştırılmasına imkân vermesidir (Kulalı ve Bilir, 2013). Değerlemede kullanılan belli başlı gelir arpanları aşağıda açıklanmıştır.

Analistlerin gelir çarpanlarına ilgi duymasının farklı sebepleri vardır. Bu sebeplerden biri, gelir çarpanlarının mali açıdan zor durumda olan veya yeni kurulan Şirketler için bile önemli ölçütler sağlamasıdır. Bir diğer sebep, gelir çarpanlarının amortisman, stok, ARGE giderlerinin kayıt altına alınması gibi konularda ortaya çıkan farklılıkları yansıtmamasıdır. nc bir sebep ise, gelir çarpanlarının kazanç çarpanlarına kıyasla daha sabit bir yapı göstermesidir.

Gelir odaklı değerleme yönteminin avantajlarına rağmen, bazı dezavantajları da mevcuttur. Bunlardan en önemlisi, satışları artmasına rağmen maliyetlerini kontrol edemeyerek büyük zararlar yaşayan bir Şirketin, sadece gelirlere dayalı bir değerleme sonucunda gerçeğe uygun olmayan bir şekilde yüksek değerli bir Şirket olarak hesaplanma ihtimalidir (Yalçın, 2014, s. 276). Gelir çarpanlarına yönelik değerleme yöntemleri şekil 12’de gösterilmiştir.



Şekil 12 Gelir arpanları

2.1.4.3.3.1 Fiyat – Satışlar Oranı

Fiyat - satışlar (F/S) oranı, Şirketin toplam piyasa değeri, yıllık satış tutarına bölünerek hesaplanan oran, şirketin satışlarının piyasa değerine göre ne kadar değerli olduğunu gösterir. Şirket Değeri/Satışlar oranı, Fiyat/Satışlar oranına kıyasla daha tutarlı bir göstergedir; zira bu oranın hem payı hem de paydası şirketin toplam değerini yansıtmaktadır. Şirket değeri, öz sermayenin piyasa değeri ile net borçların toplamını içerdiğinden, şirketin satışları üzerindeki değerlendirmede hem borç verenlerin hem de ortakların haklarını göz önünde bulundurur. Bu oran, farklı şirketlerin karşılaştırılmasında kullanılabilir; ancak, şirketlerin büyüme oranları, kârlılıkları ve risk profilleri gibi faktörlerin de dikkate alınması gerektiği unutulmamalıdır (Sipahi vd., 2011, s. 109).

2.1.4.3.3.2 Şirket Değeri – Satışlar Oranı

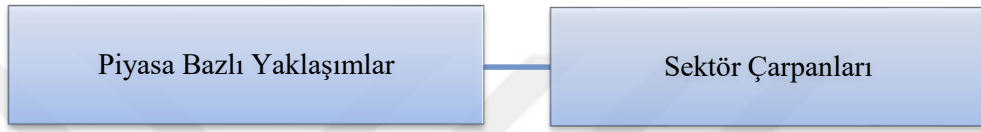
Şirket değeri - satışlar oranı, F/S oranı ile karşılaştırıldığında şirketin tüm hak sahiplerini göz önünde bulundurarak şirketin tam değerinin gelirlere bölünmesi ile hesaplanır. Şirketin tam değeri, öz sermayenin piyasa değeri ve borçların piyasa değeri toplamıdır. Özellikle zarar eden ve öz sermayesi eksi olan şirketler için bu oran anlamlı sonuçlar alınmasına imkân sağlar. Bu oran, perakende sektöründe çalışan şirketlerin değerini belirlemede sıkça kullanılır (Sipahi vd., 2011, s. 109).

2.1.4.3.4 Sektör Çarpanları

Her sektörde uygulanabilen belirli çarpanlar gelir, defter değeri ve kazanç gibi ölçülerdir, ancak bazı çarpanlar sadece özel sektörler için geçerlidir. Örneğin 1990'ların sonunda gelişen internet şirketleri, negatif kazanç ve göz ardı edilebilir gelir ve defter değerine sahip olduğundan, analistler bu şirketleri, internet sitelerinin görüntülenme sayısı gibi değişik kriterlerle değerlemişlerdir (Kulalı ve Bilir, 2013).

Sektörel oranlar, analistlerin firma değeri ile firmanın faaliyetlerine ilişkin ayrıntılar ve sonuçlar arasında bağlantı kurmalarını sağlamaktadır. Sektörel oranlar; çoğunlukla, finansal tablolara ya da ölçülere gerek duyulmadan hesaplanabilmektedir.

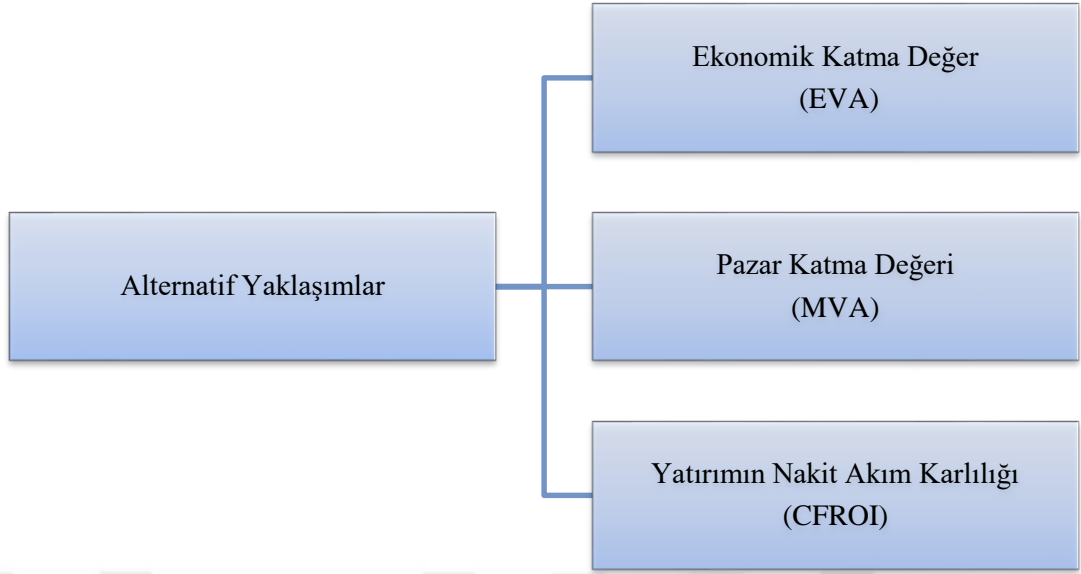
Bu yüzden, bu oranlar finansal tablolarına erişilemeyen, güvenilir ya da benzeri olmayan firmaların değerlerinin karşılaştırılmasında kullanılabilir. Sektörel oranlar genelde karşılaştırılabilecek yeterli oran olmadığına tercih edilen oranlardır. Bu oranların kullanımının yaygınlaşmasının ana nedenlerinden birisi de, sıklıkla negatif kazançlar sağlayan ve defter değerleri çok az olan yeni oluşmuş bilgi şirketlerinin var olmasıdır (Ercan M.K. vd., 2006, s. 74). Bu oranlar havayolu şirketleri, çimento şirketleri, medya şirketleri vb. özellik arz eden şirketler için kullanılabilir.



Şekil 13 Sektör Çarpanları

2.1.4.4 Alternatif Yaklaşımlar

Değerleme yöntemleri arasında, geleneksel değerlendirme yaklaşımlarının yanında literatürde yer almasına rağmen sınıflandırmaya dâhil edilmeyen modern değerlendirme yaklaşımları da mevcuttur. Bunların en önemlileri, 1990’larda geliştirilen artık kâr esaslı Ekonomik Katma Değer (EVA), Pazar Katma Değeri (MVA) ve Yatırımın Nakit Kârlılığı (CFROI) şirket değerlendirme yöntemleridir. Bu yöntemler, bazı durumlarda literatürde ve uygulamada temel şirket değerlendirme yöntemlerinin yerine kullanılmaktadır (Sipahivd., 2011, s. 129). Bu kapsamda yer alan değerlendirme yaklaşımları şekil 14’de gösterilmiş ve aşağıda açıklanmıştır.



Şekil 14 Alternatif Yaklaşımlar

2.1.4.4.1 Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added - EVA), şirket performansını değerlendirmek için kullanılan bir yöntemdir. Stern ve Stewart Co. kurucuları G. Bennett Stewart ve Joel Stern tarafından geliştirilmiş olan bu yöntem (Ercan M.K. vd., 2006, s. 81), şirketin net işletme kârından sermaye maliyetlerini çıkartarak hesaplanır ve böylece şirketin ekonomik olarak değer yaratıp yaratmadığı belirlenir. EVA, bir şirketin ekonomik olarak ne kadar değer yarattığını gösteren bir finansal ölçüttür (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 245). Şirketin yatırımlarından elde ettiği getiri oranı, sermaye maliyetinden yüksekse, bu durum pay sahipleri için değer yaratmaktadır.

Örneğin, bir şirketin öz sermaye maliyeti %10 ise ve yatırımlarından %12 getiri elde ediyorsa, bu durumda şirketin yatırımları sermaye maliyetini aşmış ve pay sahiplerinin servetinde %2'lik bir gerçek artış sağlamıştır. Bu, şirketin etkin bir şekilde değer yarattığını ve yatırımlarının maliyetinden daha fazla getiri sağladığını gösterir.

Yatırımların sermaye maliyetini aşması, şirketin değerini artırır ve bu da genellikle hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yol açar. Yatırımcılar için, şirketin sermaye maliyetini aşması elbette kritik bir konudur. Yoksa var olan sermaye erimekte, sonunda da tükenmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 245).

Ekonomik katma değer (EVA) ABD merkezli Stern ve Stewart Co danışmanlık firmasının kayıtlı markasıdır. Bir işletmenin sermaye maliyetini aşan bir kâr sağlamadığı sürece, bu işletmenin zararda olduğu söylenebilir. Ayrıca bir işletme kâr etmediği halde vergi ödemek zorunda kalabilir. Gerçek kâra sermaye maliyeti de dâhil olmak üzere tüm maliyetler çıkarıldıktan sonra ulaşılır. Bu bakımdan EVA gerçek kâr miktarının bir göstergesidir. Matematiksel olarak ekonomik katma değer, vergi sonrası net kârdan borç ve öz sermaye için gerekli olan sermaye maliyetinin düşülmesiyle hesaplanır. Elde edilen fark ekonomistler tarafından ek kâr olarak isimlendirilir (Sipahi vd., 2011, s. 129). EVA aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir.

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

Formülde,

EVA (Economic Value Added)	: Ekonomik Katma Değeri
NOPAT (Net Operating Profit After Tax)	: Vergi sonrası net faaliyet kârını,
%C (Cost of Capital)	: Sermaye Maliyetini
TC (Total Capital)	: Toplam Sermayeyi ifade etmektedir.

Ülkemizde bu yöntemin çok fazla tercih edildiği söylenemez. Kordsa AŞ bu yöntemi ilk uygulayan firma olmuştur. Ardından Söktaş AŞ, Fiat-Tofaş AŞ, Arzum Mutfak Gereçleri AŞ EVA yöntemini denemişler ancak diğer firmalar tarafından yaygınlaştırılmamıştır (Ercan vd. 2003, s. 71).

2.1.4.4.2 Pazar Katma Değeri (MVA) Yöntemi

Pazar Katma Değeri (Market Value Added - MVA), bir firmanın piyasa değeri ile sahip olduğu mevcut sermayesi arasındaki farka eşit olmakla birlikte firma yönetiminin belirli kaynaklarla neler başarabildiğinin bir göstergesidir (Akyüz, 2013, s. 350)

Şirketin piyasa değeri ile mevcut sermayesi arasındaki farkı ifade eder ve bu da şirketin yatırımcılarına ne kadar değer kattığını gösterir. MVA, şirketin uzun vadeli

başarısını ve yatırımcıları için değer yaratma kabiliyetini değerlendirmek için kullanılır. Bir işletmenin piyasa değerini hesaplamak için, o işletmenin hisse senetlerinin halka açık piyasalarda işlem görmesi ve bu hisse senetlerinin güncel fiyatlarının bilinmesi gerekir. MVA, işletmenin toplam piyasa değerinden toplam yatırılan sermayeyi çıkartarak hesaplanır (Ercan vd., 2003, s. 72-73). MVA'nın hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılır:

$$\text{MVA} = \text{Toplam Değer} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye}$$

Bu açıdan bakıldığında,

$$\begin{aligned} \text{Toplam Değer} = & (\text{Dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısı} \times \text{Hisse senedinin piyasa fiyatı}) \\ & + (\text{imtiyazlı hisse senetlerinin sayısı} \times \text{imtiyazlı hisse senedinin} \\ & \text{piyasa fiyatı}) + (\text{Borcun piyasa değeri}) \end{aligned}$$

MVA, pozitif olduğunda şirketin yatırımcılarına sermayelerinin üzerinde bir değer yarattığını, negatif olduğunda ise yatırımcıların sermayelerini kaybettiklerini gösterir. Şirketin performansını ve değer yaratma kabiliyetini değerlendirmek için kullanılan bu yöntem, yatırımcıların karar verme süreçlerinde önemli bir rol oynar (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009, s. 295).

EVA, firmanın yönetim başarısını değerlendirme açısından üst yönetim için önemlidir. Diğer yandan, MVA, menkul kıymetler piyasasının ilgili firma veya firmalara olan bakış açısını yansıtır ve bu piyasanın değerlendirmesi için önemlidir. Firmaların genel amacı, yüksek bir MVA yaratmaktır. EVA değerindeki artış veya azalış, doğrudan MVA değerini etkiler; çünkü EVA, firmanın ekonomik performansını gösterirken, MVA ise piyasa katılımcılarının bu performansa verdikleri tepkiyi yansıtır (Ercan vd., 2003, s. 72).

2.1.4.4.3 Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) Yöntemi

CFROI, “HOLT Value Associates” adlı bir kuruluşun ortaya koyduğu bir performans göstergesidir. Yatırımın geri dönüşünü hesaplarken nakit akışlarını ve paranın zaman değerini göz önünde bulundurur. CFROI, bir firmanın yatırımlarının kalitesini sermaye maliyetine göre değerlendirir. Bir firmanın değerini yükseltmek için CFROI ile sermaye maliyeti arasındaki farkı büyütmelidir. Bu yöntem, kâr payı iskonto modeline benzer ancak farklı yönleri vardır. Kâr payı iskonto modeli hissedarların aldıkları temettülere bakarken, CFROI firmanın yaptığı yeniden yatırımlara bakar (Ünlü, 2014).

Yatırımın nakit akım kârlılığı, bir oranla ifade edilir. Yatırımın nakit akım kârlılığı, genelde yıllık olarak belirlenir ve şirketin sermaye maliyetine göre daha yüksek bir getiri sağlayıp sağlamadığı, böylece hissedarlar için bir değer oluşturup oluşturmadığına karar vermek için bu oran enflasyona uyarlanmış sermaye maliyeti ile kıyaslanır (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 324).

Nakit Akışları Yatırımın Geri Dönüşü, yöneticilerin performanslarını değerlendirmek için kullandıkları önemli bir araçtır. Organizasyonun finansal yönlerinin tamamı için uygulanabilir. Bir değerlendirme modeli olarak, nakit akışını sermaye kullanımına oranlar. Bu kriter, şirketin yönetimine yol gösterir. CFROI şu formülle bulunur (Subraanyam ve Kumar, 2020):

$$\text{CFROI} = \text{OCF} / \text{Kullanılan Sermaye}$$

$$\text{OCF} = \text{Net Gelir} + \text{Nakit Dışı Gider} + \text{İşletme Sermayesindeki Değişimler}$$

$$\text{Nakit Dışı Gider} = \text{Amortisman ve Fark Vergisi}$$

$$\text{Kullanılan Sermaye} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}$$

2.2 İlgili Araştırmalar

Değerleme, yatırımcıların bilinçli kararlar almasını sağlayan ve şirket yönetimlerinin stratejik planlamasında temel bir araç olarak hizmet eden, finansal analizin vazgeçilmez bir parçasıdır. Bu bölümde değerlemeye yönelik olarak farklı alanlarda yapılmış araştırmalara kronolojik olarak yer verilmiştir.

NYU Stern School of Business'ın önde gelen finans profesörlerinden Aswath Damodaran, çeşitli makaleler, kitaplar ve çevrimiçi kaynaklar aracılığıyla şirket değerlemesi alanına önemli katkılarda bulunmuştur. Damodaran (2007), bu çalışmada değerlendirme yaklaşımlarına ilişkin teori ve kanıtları ele alınmaktadır. Değerlemenin piyasa verimliliği, kurumsal yönetim ve yatırım kararı alma dâhil olmak üzere finansın birçok alanında merkezi öneme sahip olduğu vurgulanmıştır. Modellerin teorik temelleri ve pratik uygulamaları yapılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akışı Modelleri, bu bölümde, temettü iskonto modelinden ilk kez bahsedilmesinden son yıllarda aşırı getiri modellerinin kullanımına kadar olan gelişmeleri incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, göreceli değerlendirme modelleri ve bu modellerde katsayıların ve karşılaştırılabilirlerin kullanımı ele alınmıştır. Göreceli değerlendirme modellerinin indirgenmiş nakit akışı modellerinden daha fazla veya daha az kesin değer tahminleri sağlayıp sağlamadığı değerlendirilmiştir. Çalışmanın son bölümünde, şirketlerin küreselleşmesiyle birden fazla ülkede riske maruz kaldıkça karşılaştıkları tahmin zorluklarına dikkat çekilmiştir. Bu bağlamda, değerlendirme konusunda daha ileri araştırmalar için zemin hazırlanmakta ve mevcut yöntemlerin geliştirilmesi gerekliliği vurgulanmıştır. Damodaran, şirketlerin daha küresel hale gelmesi ve birden fazla ülkede risklere maruz kalması nedeniyle değerlemedeki zorlukların altını çizmiştir.

Bayrakdaroğlu ve Ünlü'nün (2009), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) arasında Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Değeri Artışı (MVA) performans ölçütleri kullanılarak bir karşılaştırmalı analiz gerçekleştirilmiştir. Analizin bulgularına göre, İMKB'nin incelenen dönemde bu ölçütler açısından olumlu bir performans göstermediği, hissedar değerini artırmakta başarısız olduğu ve mevcut sermayeyi tükettiği belirlenmiştir. Öte yandan, NYSE'nin stratejik yönetim anlayışı sayesinde olumlu bir performans sergilediği ve çıkar grupları için katma değer yarattığı sonucuna varılmıştır.

Hatipoğlu ve Yener (2013), Türkiye'deki enerji sektöründe indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin uygulanabilirliğini değerlendiren bu çalışma, firmaya göre indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve öz sermayeye göre indirgenmiş nakit akımları yöntemi arasında bir karşılaştırma yapmaktadır. Araştırma, 2015-2020 yılları arasında BIST Elektrik Endeksi'nde listelenen firmaları kapsamaktadır ve bu firmaların finansal raporlarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Yöntemlerin uygulanabilirliği,

tahmin edilen değerlerin gerçek piyasa değerleriyle olan uyumu ve tahmin hatalarının büyüklüğü gibi kriterlere göre değerlendirilmiştir. Sonuçlar, firmaya göre indirgenmiş nakit akımları yönteminin, öz sermayeye göre yönteme kıyasla daha az tahmin hatası ile daha tutarlı sonuçlar verdiğini göstermektedir. Bu bulgular, enerji sektöründe firma değerlemesi yapılırken firmaya göre indirgenmiş nakit akımları yönteminin tercih edilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Ancak, bu sonuçların diğer sektörlerde veya farklı ekonomik koşullarda da geçerli olup olmadığı ek çalışmalarla test edilmelidir.

Kulalı ve Bilir (2013), göreceli değerleme yönteminin teorik ve uygulamalı yönleri ele alınmıştır. Özellikle, yöntemin sıkça göz ardı ettiği ‘risk, büyüme ve nakit akışları’ gibi temel değişkenlerin değerlemeye etkisi vurgulanmıştır. Ayrıca, değerleme sürecinde kullanılan varsayımların netliği ve emsal firmaların doğru tespiti üzerinde durulmuştur. Çarpanların tasarımı ve hesaplanması sırasında karşılaşılan zorluklar ve bu zorlukların üstesinden gelme yöntemleri incelenmiştir. Bu alışma göreceli değerleme yönteminin daha doğru ve etkin bir şekilde uygulanabilmesi için gerekli olan temel değişkenlerin analize dâhil edilmesi, varsayımların netliği, emsal firmaların doğru tespiti ve çarpanların doğru tasarımı ve hesaplanması gibi konularda önerilerde bulunmuştur. Bu bulgular, göreceli değerleme yönteminin uygulamasını iyileştirmek ve daha güvenilir değerleme sonuçları elde etmek için yol gösterici olabilir.

nl (2014), alışmasında, Günümüzde küreselleşme ve artan rekabet ortamı, işletmeler için hissedar değeri maksimizasyonunu önemli hale getirmiştir. Bu bağlamda, hissedar değeri maksimizasyonunun önemi, sermaye piyasalarının etkinliği ile güçlü bir şekilde bağlantılıdır ve yönetimin performansının meşru bir değerlendirme sürecini teşvik eder. Ancak, geleneksel muhasebe bazlı performans ölçütlerinin yetersizlikleri, bu ölçütlerin değişen iş dünyası koşullarına uyum sağlamada sınırlı kaldığını gösterdiğini, özellikle, bu ölçütlerin finansal olmayan faktörleri ve uzun vadeli stratejik hedefleri yeterince yansıtması, işletmelerin gerçek performansını ölçmede eksikliklere yol açtığı belirtilmiştir. Bu noktadan hareketle, çalışmanın amacı, Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) yöntemlerini, 2012 yılı için Borsa İstanbul’da işlem gören imento sektörü firmaları için analiz etmektir. CFROI ve CVA yöntemleri, işletmelerin finansal performansını daha kapsamlı bir şekilde değerlendirmek için kullanılan değer bazlı performans ölçütleridir. CFROI, işletmenin nakit akışlarının mevcut varlık

değerine oranını ifade ederken, CVA ise işletmenin yarattığı nakit katma değeri ölçer. Çalışmanın sonucunda, çimento sektörü firmalarının etkin bir sermaye yönetimi gösteremedikleri, düzenli bir nakit akışı sağlayamadıkları ve hissedar değeri yaratamadıkları tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, sektördeki firmaların finansal performanslarının ve sermaye yönetimlerinin iyileştirilmesi gerektiğini göstermektedir. Ayrıca, bu tür analizler, firmaların finansal sağlıklarını ve yatırımcılar için değer yaratma potansiyellerini daha iyi anlamak için önemlidir.

Altan ve Karahan'ın (2016) çalışmasında, ŞSNA (Serbest Nakit Akışı - Firmanın Finansmanı), ÖSNA (Serbest Nakit Akışı - Hisse Senedi Sahipleri için) ve EVA (Ekonomik Katma Değer) gibi firma değerlendirme yöntemleri kullanılarak gıda, enerji, teknoloji ve ulaştırma sektörlerindeki firmaların değerleri hesaplanmıştır. Araştırmanın temel amacı, bu değerlendirme yöntemlerinden hangisinin, hangi sektörde piyasa fiyatına en yakın sonuçları verdiğini belirlemektir. Bu doğrultuda, her bir sektörden beş firma seçilmiş ve 2010-2014 yılları arasındaki değerleri, üç farklı yöntem kullanılarak hesaplanmıştır. Her yıl için hesaplanan firma değerleri, sektör bazında ortalamaya alınmış ve böylece 2010-2014 yılları arasındaki genel sektör değeri her bir yöntemle tespit edilmiştir. ŞSNA, ÖSNA ve EVA yöntemleri ile hesaplanan değerler, piyasa değerleriyle karşılaştırılmış ve en az fark gösteren yöntemin, o sektördeki piyasa değerini en doğru şekilde yansıttığı sonucuna varılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, EVA yöntemi enerji, teknoloji ve ulaştırma sektörlerinde; ŞSNA yöntemi ise gıda sektöründe piyasa değerini en iyi tahmin eden yöntem olarak belirlenmiştir.

Asker ve Kiracı (2018), 2012-2017 döneminde havayolu taşımacılığı sektöründe faaliyet gösteren en büyük 25 havayolu işletmesinden verilerine ulaşılabilen 20 şirketin MVA değerlerini incelemeyi amaçlamaktadır. Analiz, sektördeki finansal performans ve değer yaratma kapasitesini değerlendirmek için Pazar Katma Değeri modelini kullanmaktadır. Analiz sonuçlarına göre, AFL, ASA, ACA, EZY ve JBU şirketleri en yüksek MVA değerlerine sahipken; CRK, UAL, DAL, CSN ve CCA şirketleri en düşük MVA değerlerine sahiptir. Bu sonuçlar, şirketlerin değer yaratma kapasitelerindeki farklılıkları göstermektedir.

Çetiner ve Özögüt (2018)'ün çalışmasında, şirket değerlendirme süreçlerinde sıklıkla başvurulan indirgenmiş nakit akımları (DCF) yöntemlerine dair bir inceleme yapılmıştır. Bu yöntemler içerisinde, özellikle öz sermayeye ilişkin nakit akımları

(ÖSNA) ve tüm firma bazında nakit akımları (ŞSNA) tekniklerinin temel prensipleri ve uygulama alanları ele alınmıştır. Araştırma, belirlenen bir örnek şirket üzerinden yürütülerek, piyasa dinamikleri ve finansal performans verileri dikkate alınarak bir değerlendirme gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgular ışığında, söz konusu firmanın gelecek dönem nakit akışlarının tahminleri yapılmış ve ŞSNA metodolojisi kullanılarak firmanın ekonomik değeri tespit edilmiştir.

Gözen (2019a) çalışmasında, şirket değerlemesinde karşılaşılan belirsizlikleri ve bu belirsizliklerin karar verme sürecine etkilerini incelenmektedir. Ayrıca, değerlendirme sürecinde kullanılan farklı senaryoların ve bu senaryoların karar vericilere sağladığı yol gösterici bilgilerin önemini vurgulamaktadır. Bu çalışmanın amacı, firma değerlendirme yöntemlerinin sektörel etkinliğini analiz ederek, hisse senedi piyasa fiyatının tahmininde kullanılan ekonomik katma değer, pazar katma değer, öz sermayeye serbest nakit akımları ve firmaya serbest nakit akımları yöntemlerinin performansını model ve sektör bazında karşılaştırmaktır. Bu karşılaştırma, hangi sektörde hangi yöntemin daha etkili olduğunu belirlemeyi amaçlamaktadır ve bu amaç doğrultusunda, seçilen sektörler ve kullanılan veri setleri hakkında bilgi verilmiştir.

Gözen (2019b) çalışmasında, bu çalışmada, psikoloji, felsefe, ekonomi ve finans gibi alanlardaki değer ve değerlendirme yaklaşımları ele alınarak, değer ve değerlendirme kavramlarına farklı disiplinlerin bakış açısı incelenmiştir. Bu makale, değer ve değerlendirme kavramlarının farklı disiplinler tarafından nasıl ele alındığını kapsamlı bir şekilde ele almıştır. Disiplinler arası bir bakış açısıyla, değerlemenin teorik temelleri ve pratik uygulamaları arasındaki bağlantıları ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, değerlendirme süreçlerinin daha iyi anlaşılması ve geliştirilmesi için önemli bir literatür kaynağı sunmaktadır.

Ekici (2019) çalışmasında, Şirket değerlemesinde kullanılan yaklaşım ve yöntemler, şirketler topluluğu, startuplar ve zarar eden şirketler gibi farklı türdeki işletmeler için özelleştirilmelidir. Bu tezde, bu tür şirketlerin değerlemesinde karşılaşılan ve özellik arz eden durumları incelemektedir. Startuplar için, değerlendirme süreci genellikle gelecekteki nakit akışlarına ve büyüme potansiyeline odaklanırken, zarar eden şirketler için değerlendirme, mali yapıyı iyileştirme ve iş modelini dönüştürme yeteneğine odaklanır. Her iki durumda da, değerlendirme süreci, şirketin benzersiz durumunu ve sektördeki konumunu yansıtmalıdır. Bu nedenle, değerlendirme analizi, şirketin finansal sağlığı, pazar dinamikleri ve stratejik planları hakkında derinlemesine

bir anlayış gerektirir. Bu tez, bu tür şirketlerin değerlemesinde kullanılan metodolojileri ve karşılaşılan zorlukları ele almakta ve bu süreçte dikkate alınması gereken kritik faktörleri vurgulamaktadır.

Karaa (2019) çalışmasında, geleneksel ve alternatif değerlendirme yöntemlerinin her biri, start-up firmaların özgün özellikleri ve finansman ihtiyaçları bağlamında incelenmiştir. Literatürde sıkça karşılaşılan iskonto oranı gibi kritik değişkenlerin hesaplanması, bu firmaların değerlemesindeki zorlukları ve bu zorlukların üstesinden gelme yöntemleri ortaya koyulmuştur. Ayrıca, bir start-up firmasının gerçek verileri kullanılarak yapılan vaka çalışması, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanabilirliğini ve sonuçlarının karşılaştırılmasına katkı sağlamıştır.

Taflan ve Yılmaz (2022), bu tezde, FD/FAVÖK çarpanının firma değerlemesinde önemli bir yer tuttuğu ve Borsa İstanbul'daki turizm şirketlerinin değerlemesinde bu çarpanın kullanılmasının amaçlanmıştır. Borsa İstanbul Turizm Endeksi'nde işlem gören dokuz şirketin FD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Elde edilen bulgular, çarpan analizinin firma değerlemesinde yeterli olmadığını ve gelir bazlı yöntemlerin de kullanılmasının gerekliliği vurgulanmıştır.

Yenisu ve Türkoğlu (2023), Kurumsal yönetim, şirketlerin yönetim yapısını ve işleyişini düzenleyen ilkeler ve uygulamalar bütünüdür, BIST'te faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2017-2019 yılları arasında, kurumsal yönetim endeksine dâhil olan ve olmayan toplam 60 şirketin finansal verileri analiz edilmiştir. Bulgular, kurumsal yönetim endeksinde yer almanın finansal başarıyı doğrudan artırmadığını göstermiştir. Ancak, fiyat kazanç oranı ve kaldıraç oranı gibi bazı finansal göstergelerde anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir.

3. YÖNTEM

Bu bölümde, araştırmanın modeli, evren ve örnekleme, veri toplama süreci ile verilerin analiz yöntemleri hakkında bilgiler sunulmaktadır.

3.1 Araştırmanın Modeli

Bu çalışmada, nicel araştırma yöntemi kullanılmış olup, yerel yönetim iştirakinden alınan veriler, çarpan analizi, indirgenmiş nakit akışı ve varlık bazlı yaklaşımlar gibi değerlendirme yöntemleri kullanılarak bulgular elde edilmiştir.

3.2 Evren ve Örneklem

Bu çalışmada, Türkiye'deki yerel yönetimler evren olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda, şirket değerlendirme yöntemleri literatürü gözden geçirilmiş ve elde edilen bilgiler ışığında Balıkesir İli Karesi İlçesi Belediyesine ait bir yerel yönetim iştiraki üzerinde örnek bir uygulama gerçekleştirilmiştir.

3.3 Veri Toplama Araç ve Teknikleri

Araştırma sürecinde, elektronik ortamda erişilebilen faaliyet raporlarından, faydalanılmıştır. Ayrıca örnek olarak incelenen Yerel Yönetim İştirakinin finansal verileri ilgili iştirakin bağlı olduğu yerel yönetim idarecilerinden birincil elden sağlanmıştır.

3.4 Verilerin Toplanma Süreci

Bu araştırmanın veri toplama aşamasında, yerel yönetim iştiraki olan kurumun üst düzey yöneticileri ve ilgili personeli ile gerçekleştirilen görüşmeler sonucunda, 2020-2023 dönemi bilanço ve gelir tabloları Mayıs 2024’de elde edilmiştir.

3.5 Verilerin Analizi

Değerlemeyi etkileyen çeşitli faktörler titizlikle incelenmiş ve belirlenmiştir. İştirak için özgül olarak seçilen değerlendirme metodolojileri uygulanarak, elde edilen mali veriler üzerinde kapsamlı bir analiz gerçekleştirilmiştir.



4. BULGULAR VE YORUMLAR

Bu çalışmanın bulgular ve yorumlar bölümünde, ele alınan yerel yönetim iştirakinin kapsamlı veri analizi süreci detaylandırılmaktadır. Analiz edilen verilerin sistematik bir şekilde incelenmesi sonucunda ortaya çıkan bulgular, bu bulguların anlamlandırılması ve ilgili çıkarımlar bu bölümde sunulmaktadır. Ayrıca, elde edilen bulguların görsel bir temsilini sağlamak amacıyla hazırlanan tablolar ve bu tabloların analitik yorumları da dâhil edilmiştir.

4.1 Yerel Yönetim İştiraki Hakkında Genel Bilgi

Karesi Kent Hizmetleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, Karesi Belediye Başkanlığı Meclisinin kararıyla 2015 yılında faaliyete başlamıştır. Karesi Belediyesinin hissesi %100 olup sermayesi 3.000.000,00 TL'dir.

Şirketin kuruluş amacı Kent ve Belediyelerin her türlü kamu hizmetlerine yüklenici ve taşeron olarak aracılık etmek olup; Balıkesir halkına sosyal ve spor tesisleri kurmak amacıyla da çalışmalarda bulunmaktadır.

4.2 İştirakin Finansal Yapısı

İştirakten alınan Bilanço ve Gelir Tablosuna göre yapılan incelemede iştirakle ilgili veri ve çizelgeler elde edilmiştir.

Çizelge 1'de değerlemeye konu olan iştirakin, 2020-2023 dönemine ilişkin özet finansal verileri yer almaktadır. Özellikle, FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr), nakit ve nakit benzeri varlıklar, finansal borçlar, birikmiş amortisman, amortisman giderleri, ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar gibi anahtar finansal göstergeler üzerinde durulmaktadır.

Çizelge 1. İştirakin Özet Finansal Verileri

	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12
FAVÖK	-1.249.970,99	6.241.578,61	4.509.002,14	4.012.617,88
Nakit ve Nakit Benzeri	25.086,73	47.546,34	113.220,23	641.534,04
Finansal Borçlar	7.050.061,26	5.346.744,20	1.815.266,50	62.867,20
Birikmiş Amortisman	2.406.635,04	6.808.530,09	10.601.670,51	14.260.414,45
Amortisman Giderleri	1.816.228,98	4.401.895,05	3.793.140,42	3.658.743,94
Gerçek Ticari Alacaklar	2.109.080,72	5.688.669,53	8.080.050,12	22.133.238,38
Gerçek Stoklar	136.599,94	118.396,81	219.674,89	362.278,48
Gerçek Ticari Borçlar	1.013.400,04	987.704,62	2.140.644,82	4.138.369,62

FAVÖK Değerleri: 2020 yılında -1.249.970,99 birim ile negatif bir değer sergileyen FAVÖK, 2021’de 6.241.578,61 birime yükselmiş, ancak 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 4.509.002,14 ve 4.012.617,88 TL’ye düşmüştür. Bu da iştirakin kârlılık eğiliminde bir düşüşe işaret etmektedir. Bu dalgalanma, iştirakin operasyonel etkinliği, piyasa koşulları ve potansiyel maliyet yapı değişiklikleri hakkında önemli bilgiler sağlamaktadır.

Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar: Nakit ve nakit benzeri varlıkların miktarı 2020’de 25.086,73 TL’den başlayarak, 2023’te 641.534,04 TL’ye kadar artmıştır. Bu artış, iştirakin likidite pozisyonunun güçlendiğini ve nakit rezervlerinin arttığını göstermektedir.

Finansal Borçlar: Finansal borçlar açısından, 2020’de 7.050.061,26 TL olan borç miktarı, 2023’e gelindiğinde önemli ölçüde azalarak 62.867,20 TL’ye düşmüştür. Bu düşüş, iştirakin borç yönetimi stratejilerinin etkinliğini ve borç yükünün azaltılmasındaki başarısını ortaya koymaktadır.

Birikmiş Amortisman ve Amortisman Giderleri: Birikmiş amortisman, 2020’de 2.406.635,04 TL’den başlayarak, 2023’te 14.260.414,45 TL’ye yükselmiştir.

Amortisman Giderleri: 2020’de 1.816.228,98 TL ile başlamış ve 2023’te 3.658.743,94 TL’ye çıkmıştır. Bu göstergeler, iştirakin sabit varlıklarının yaşlandığını ve varlık yönetimi stratejileri hakkında bilgi vermektedir.

İşletme Sermayesi Unsurları: Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar gibi işletme sermayesi unsurlarının analizi, iştirakin operasyonel sermaye yönetimi ve piyasa koşullarına adaptasyonunu ortaya koymaktadır. Ticari alacaklar, 2020’de 2.109.080,72 TL’den başlayarak, 2023’te 22.133.238,38 TL’ye yükselmiştir. Bu artış, iştirakin satış hacminin ve alacak yönetiminin genişlediğini göstermektedir. Stoklar, 2020’de 136.599,94 TL’den 2023’te 362.278,48 TL’ye yükselmiş, bu da iştirakin stok yönetimi stratejilerindeki değişiklikleri yansıtmaktadır. Ticari borçlar ise 2020’de 1.013.400,04 TL’den 2023’te 4.138.369,62 TL’ye yükselmiştir, bu da iştirakin tedarikçilere olan borçlarının arttığını göstermektedir.

Bu analiz, iştirakin finansal performansının ve sağlığının zaman içindeki değişimini detaylı bir şekilde ortaya koymaktadır. İştirakin finansal stratejileri, operasyonel kararları ve piyasa koşulları, bu finansal göstergelerdeki değişimleri etkileyen temel faktörler olarak değerlendirilebilir.

Çizelge 2 Net İşletme Sermayesi İhtiyacı

Net İşletme Sermayesi	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12
Ortalama Ticari Alacaklar	2.109.081	3.898.875	6.884.360	15.106.644
KDV Oranı	1%	1%	1%	1%
KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	2.088.199	3.860.272	6.816.198	14.957.074
Ticari Alacak Devir Hızı	14,1	12,5	13,5	12,3
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	25,9	29,2	27,0	29,7
Ortalama Stoklar	136.600	127.498	169.036	290.977
Stok Devir Hızı	210,0	352,8	531,4	622,5
Stok Devir Süresi (gün)	1,7	1,0	0,7	0,6
Ortalama Ticari Borçlar	1.013.400	1.000.552	1.564.175	3.139.507
KDV Oranı	1%	1%	1%	1%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	1.003.366	990.646	1.548.688	3.108.423
Ticari Borç Devir Hızı	30,5	46,8	59,1	59,1
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	12,0	7,8	6,2	6,2
Net İşletme Sermayesi İhtiyaç Süresi	15,7	22,4	21,5	24,1
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	1.319.508	2.583.263	5.163.902	11.873.506
Mevcut Net İşletme Sermayesi	-2.076.797	-769.019	-531.788	300.767

Çizelge 2’de, iştirakin dört yıllık süreçteki net işletme sermayesi yönetimi ve bu yönetimin iştirakin finansal durumu üzerindeki etkileri incelenmiştir. 2020’den 2023’e kadar olan zaman diliminde, iştirakin likidite yönetimi ve operasyonel etkinliği, ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar üzerinden değerlendirilmiştir.

Ticari alacaklar bağlamında, iştirakin tahsilat süreçlerindeki performansı, alacak devir süresindeki değişimle ele alınmıştır. 2020 yılında ortalama 25,9 gün olan bu süre, 2023 yılında 29,7 güne yükselmiş, bu da tahsilat süreçlerindeki potansiyel aksamaları ve likidite sıkıntıları olarak değerlendirilmiştir.

Stok yönetimi alanında, stok devir süresinin kısalması, iştirakin stoklarını daha hızlı nakde çevirme kabiliyetinin bir göstergesi olarak öne çıkmaktadır. 2020 yılında 1,7 gün olan bu süre, 2023 yılında 0,6 güne indirilmiş, bu da stok yönetimindeki etkinliğin arttığını göstermektedir.

Ticari borçlar açısından, borç ödeme sürelerindeki düşüş, iştirakin tedarikçilere olan yükümlülüklerini daha hızlı yerine getirdiğini ve böylece tedarik zinciri ilişkilerini güçlendirdiğini belirtmektedir. 2020 yılında 12 gün olan ticari borç devir süresi, 2023 yılında 6,2 güne düşmüştür.

Net işletme sermayesi ihtiyacının artışı ve mevcut net işletme sermayesindeki iyileşme, iştirakin finansal sağlığının ve likidite pozisyonunun güçlendiğini göstermektedir. 2020 yılında negatif bir değer sergileyen mevcut net işletme sermayesi, 2023 yılında pozitif bir değere ulaşmış, bu da iştirakin kısa vadeli finansal yükümlülüklerini daha rahat karşılayabildiğini ifade etmektedir.

Sonuç olarak, incelenen dönemde iştirakin finansal göstergelerindeki değişim, iştirakin finansal yönetim stratejilerinin ve operasyonel etkinliğinin gelişimini yansıtmaktadır. Alacak yönetimi, stok devir hızı ve borç ödeme süreleri gibi kritik finansal değerler, iştirakin uzun vadeli finansal planlamasında önemli rol oynamaktadır. İşletmenin gelecekteki finansal planlaması ve risk yönetimi stratejileri, bu analiz sonuçları doğrultusunda şekillendirilebilir.

4.3 Varlık Bazlı Yaklaşımlar İle Değer Tespiti

İştirakin değerlemesinde varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden, Net Aktif Değeri Yöntemi kullanılmıştır. Bu bağlamda iştirakin 31.12.2020 dönemine ait bilanço ile aktiflerin ve borçların piyasa değerini gösteren düzeltilmiş bilanço değerleri Çizelge 3’de sunulmuştur.

Çizelge 3 İştirak Net Aktif Yöntemi ile Değerleme (TL)

Hesap Kalemleri	Defter Değeri	Gerçek/ Satılabilir Değer
I. DÖNEN VARLIKLAR	26.149.147,83	26.185.117,24
A. Hazır Değerler	1.101.544,54	1.101.544,54
C. Ticari Alacaklar	23.294.259,23	23.294.259,23
D. Diğer Alacaklar	432.383,30	261.284,59
E. Stoklar	362.278,48	372.831,65
G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	958.682,28	1.155.197,23
II. DURAN VARLIKLAR	4.758.877,40	15.945.611,55
D. Maddi Duran Varlıklar	4.722.623,26	15.708.179,09
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36.254,14	237.432,46
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	30.908.025,23	42.130.728,79
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	25.848.380,96	25.772.794,21
A. Mali Borçlar	62.867,20	62.867,20
B. Ticari Borçlar	4.138.369,62	4.138.369,62
C. Diğer Borçlar	11.629.614,34	11.629.614,34
F. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	10.017.529,80	10.017.529,80
G. Borç ve Gider Karşılıkları	0,00	-75.586,75
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0,00	0,00
III. ÖZ KAYNAKLAR	5.059.644,27	16.357.934,58
A. Ödenmiş Sermaye	5.000.000,00	
B. Sermaye Yedekleri	2.080.914,59	
C. Kar Yedekleri	85.436,05	
D. Geçmiş Yıllar Karları	2.334.464,63	
E. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-3.203.573,17	
F. Dönem Net Karı (Zararı)	-1.237.597,83	
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	30.908.025,23	42.130.728,79
PİYASA DEĞERİ		16.357.934,58

İştirakin yapılan enflasyon düzeltmeleri sonucunda elde edilen 42.130.728,79TL tutarlı aktiflerin piyasa değerinden 25.772.794,21 TL olan borçlarının piyasa değeri düştüğünde iştirakin Net Aktif Değeri 16.357.934,58 TL olarak hesaplanmıştır.

$$\begin{aligned} \text{Net Aktif Değeri} &= 42.130.728,79 \text{ TL} - 25.772.794,21 \text{ TL} \\ &= 16.357.934,58 \text{ TL} \end{aligned}$$

4.4 İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı İle Değer Tespiti

Bu bölümde, indirgenmiş nakit akışları yöntemlerinden biri olan Öz Sermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile iştirakin değerlendirilmesi yapılmıştır. Değerleme süreci, iştirakin finansal tablolarından elde edilen veriler üzerinden yürütülmüştür.

Bilançodaki tahmini büyüme oranının nasıl belirlendiği 4 nolu çizelgede ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Çizelge 4 Tahmin Dönemleri İçin Bilanço Büyüme Oranının Hesaplanması

Değişkenler	2021	2022	2023	Ortalama	Ağırlık	Ortalama Büyüme
Ekonomik Büyüme	11,40%	5,50%	4,50%	7,13%	40,00%	41,70%
İştirakin Aktif Büyümesi	45,94%	6,76%	78,15%	43,62%	20,00%	
Sektörün Aktif Büyümesi	58,41%	100,26%	100,75%	86,47%	30,00%	
Enflasyon	19,58%	64,27%	41,50%	41,78%	10,00%	

Çizelge 5’de, 31.12.2023 tarihli gerçekleşmiş bilanço üzerinden hareketle, iştirakin sonraki 5 yıl için, tahmin dönemindeki bilanço kalemlerinin tutarları Çizelge 4’de hesaplanan orana göre (% 41,70) yıllar itibariyle büyüdüğü varsayılarak bilanço kalemlerine ait tutarları hesaplanmıştır.

Çizelge 5 Tahmin Dönemlerine Ait Bilançolar (TL)

	Gerçekleşmiş	Tahmini				
	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026	12/2027	12/2028
DÖNEN VARLIKLAR	26.149.147,83	37.419.430,54	53.547.205,11	76.626.050,51	109.651.878,28	156.911.837,82
Hazır Değerler	1.101.544,54	1.560.888,61	2.211.779,16	3.134.091,08	4.441.007,06	6.292.907,00
Menkul Kıymetler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ticari Alacaklar	23.294.259,23	33.007.965,33	46.772.286,87	66.276.330,50	93.913.560,31	133.075.514,96
Diğer Alacaklar	432.383,30	612.687,14	868.177,67	1.230.207,76	1.743.204,40	2.470.120,63
Stoklar	362.278,48	513.348,61	727.414,97	1.030.747,02	1.460.568,53	2.069.625,60
Gel. Ayl. Ait Gid. ve Gel. Tah.	958.682,28	1.358.452,79	1.924.927,60	2.727.622,42	3.865.040,96	5.476.763,04
Diğer Dönen Varlıklar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DURAN VARLIKLAR	4.758.877,40	6.743.329,28	9.649.704,19	13.808.726,70	19.760.287,91	28.276.972,00
Ticari Alacaklar		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diğer Alacaklar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mali Duran Varlıklar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	4.722.623,26	6.691.957,16	9.482.503,29	13.436.707,17	19.039.814,06	26.979.416,52
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36.254,14	51.372,12	72.794,29	103.149,51	146.162,85	207.112,76
VARLIKLAR TOPLAMI	30.908.025,23	43.796.671,75	62.059.883,87	87.938.855,45	124.609.358,17	176.571.460,52
KVYK	25.848.380,96	36.627.155,82	51.900.679,80	73.543.263,27	104.210.804,06	147.666.709,35
Mali Borçlar	62.867,20	89.082,82	127.477,52	182.420,33	261.043,49	373.553,24
Ticari Borçlar	4.138.369,60	5.864.069,72	8.391.483,77	12.008.213,28	17.183.753,20	24.589.950,84
Diğer Borçlar	11.629.614,34	16.479.163,52	23.581.683,00	33.745.388,37	48.289.650,76	69.102.490,23
Alınan Avanslar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Öd. Vergi ve Diğer Yük.	10.017.529,80	14.194.839,73	20.312.815,65	29.067.639,19	41.595.791,69	59.523.577,90
UVYK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Mali Borçlar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ÖZ KAYNAKLAR	5.059.644,27	7.169.515,93	10.259.577,30	14.681.455,11	21.009.162,26	30.064.111,20
Ödenmiş Sermaye	5.000.000,00	7.085.000,00	10.039.445,00	14.225.893,57	20.158.091,18	28.564.015,20
Sermaye Yedekleri	2.080.914,59	2.948.655,97	4.178.245,52	5.920.573,90	8.389.453,21	11.887.855,20
Kar Yedekleri	85.436,05	121.062,88	171.546,10	243.080,83	344.445,54	488.079,33
Geçmiş Yıllar Karları	2.334.464,63	3.307.936,38	4.687.345,85	6.641.969,07	9.411.670,17	13.336.336,64
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-3.203.573,17	-4.539.463,18	-6.432.419,33	-9.114.738,19	-12.915.584,01	-18.301.382,55
Dönem Net Karı (Zararı)	-1.237.597,83	-1.753.676,13	-2.484.959,07	-3.521.187,00	-4.989.521,98	-7.070.152,65
KAYNAKLAR TOPLAMI	30.908.025,23	43.796.671,75	62.059.883,87	87.938.855,45	124.609.358,17	176.571.460,52

Gelir tablosundaki tahmini büyüme oranının nasıl hesaplandığı 6 nolu çizelgede ayrıntılı olarak gösterilmiştir. Tabloda gösterildiği üzere büyüme oranı %75,05 olarak dikkate alınmıştır. Bu orana göre sonraki yıllardaki net satışlara ait tutarlar bir önceki yıla oranla büyüme göstermektedir. Büyümenin bu şekilde hesaplanmasında en fazla ağırlık iştirakin net satış büyümesine verilmiştir.

Çizelge 6 Gelir Tablosu Net Satışlarına Ait Büyüme Oranının Hesaplanması

Değişkenler	2021	2022	2023	Ortalama	Ağırlık	Ortalama Büyüme
Ekonomik Büyüme	11,40%	5,50%	4,50%	7,73%	10,00%	75,05%
İştirakin Net Satış Büyümesi	18,20%	6,76%	78,15%	38,54%	50,00%	
Sektörün Net Satış Büyümesi	179,54%	256,90 %	60,11%	167,82%	30,00%	
Enflasyon	19,58%	64,27%	41,50%	46,65%	10,00%	

7 nolu çizelgede, iştirakin 2023 yılı gerçekleşmiş gelir tablosu, sonraki 5 yıla ait tahmini gelir tablolarına ait tutarlar ve bu tutarların hesaplanmasında kullanılan büyüme oranları yer almaktadır. Tahmin dönemi net satışlardaki değişim bir önceki yıla göre çizelge 6'da hesaplanan net satışlardaki büyüme oranı (%75,05) dikkate alınarak hesaplanmıştır. Tahmin dönemlerindeki gelir tablolarının diğer ilgili kalemleri ise iştirakin gelir tablolarının geçmiş 5 yıllık dikey analiz sonucunda elde edilen yüzdelerinin ortalamaları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu oranlar çizelgedeki Oran (%) sütununda gösterilmiştir.

Çizelge 7 Tahmin Dönemlerine Ait Gelir Tablosu (TL)

Net Satışlardaki Büyüme Oranı	Oran %	75,05%	75,05%	75,05%	75,05%	75,05%	75,05%	
		Gerçekleşmiş	Tahmini					
		12/2023	12/2024	12/2025	12/2026	12/2027	12/2028	
BRÜT SATIŞLAR	99,998%	183.988.395,72	322.071.686,71	563.786.487,58	986.908.246,51	1.727.582.885,52	3.024.133.841,10	
SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)	0,002%	4.240,91	7.423,71	12.995,21	22.748,11	39.820,57	69.705,91	
NET SATIŞLAR	100	183.984.154,81	322.064.262,99	563.773.492,37	986.885.498,40	1.727.543.064,95	3.024.064.135,19	
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	98,444%	181.121.423,28	317.053.051,45	555.001.366,57	971.529.892,17	1.700.663.076,25	2.977.010.714,98	
BRÜT SATIŞ KÂRI VEYA ZARARI	1,556%	2.862.731,53	5.011.211,54	8.772.125,81	15.355.606,22	26.879.988,70	47.053.420,21	
FAALİYET GİDERLERİ (-)	1,364%	2.508.857,59	4.391.755,21	7.687.767,50	13.457.437,00	23.557.243,48	41.236.954,70	
FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	0,192%	353.873,94	619.456,33	1.084.358,31	1.898.169,22	3.322.745,22	5.816.465,51	
DIĞ.FAAL. OL. GEL. VE KAR.	0,054%	100.168,12	175.344,29	306.940,19	537.298,80	940.541,54	1.646.417,97	
DIĞ.FAAL. OL. GİD. VE ZAR.	0,000%	369,73	647,21	1.132,95	1.983,22	3.471,63	6.077,08	
FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	0,043%	78.662,34	137.698,43	241.041,10	421.942,44	738.610,24	1.292.937,22	
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	0,204%	375.009,99	656.454,99	1.149.124,46	2.011.542,36	3.521.204,90	6.163.869,18	
OLAĞAN DIŞI GEL. VE KAR.	0,000%	711,38	1.245,27	2.179,85	3.815,82	6.679,59	11.692,63	
OLAĞAN DIŞI GİD. VE ZAR. (-)	0,877%	1.613.319,20	2.824.115,26	4.943.613,76	8.653.795,89	15.148.469,71	26.517.396,22	
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	0,673%	1.237.597,83	2.166.415,00	3.792.309,46	6.638.437,71	11.620.585,21	20.341.834,41	
DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI	0,725%	1.333.109,79	2.333.608,69	4.084.982,01	7.150.761,00	12.517.407,14	21.911.721,19	

Çizelge 8’de İştirakin öz sermayeye serbest nakit akışlarının nasıl elde edildiği gösterilmiştir.

Çizelge 8 Öz sermayeye Serbest Nakit Akışları

KALEMLER	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl
	12/2024	12/2025	12/2026	12/2027	12/2028
VSNK	-2.333.608,69	-4.084.982,01	-7.150.761,00	-12.517.407,14	-21.911.721,19
Amortismanlar	396.890,38	562.393,66	796.911,82	1.129.224,05	1.600.110,47
Δ (+.-) Ticari Alacaklar	9.713.706,10	13.764.321,54	19.504.043,63	27.637.229,82	39.161.954,65
Δ (+.-) Diğer Alacaklar	180.303,84	255.490,54	362.030,09	512.996,64	726.916,23
Δ (+.-) Stoklar	151.070,13	214.066,37	303.332,04	429.821,51	609.057,08
Δ (+.-) Gel. Ayl. Ait Gd. Ve Gel.Th.	399.770,51	566.474,81	802.694,81	1.137.418,55	1.611.722,08
Δ (+.-) Diğer Dönen Varlıklar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Δ (+.-) Ticari Borçlar	1.725.700,12	2.527.414,05	3.616.729,51	5.175.539,92	7.406.197,63
Δ (+.-) Diğer Borçlar	4.849.549,18	7.102.519,48	10.163.705,37	14.544.262,39	20.812.839,48
Δ (+.-) Alınan Avanslar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Δ (+.-) Öd. Vergi ve Diğer Yük.	4.177.309,93	6.117.975,92	8.754.823,54	12.528.152,49	17.927.786,22
Δ (+.-) Gel. Ayl. Ait Gel. ve Gid.Th.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FAALİYETLERDEN SAĞ. NAKİT	19.260.691,49	27.025.674,36	37.153.509,81	50.577.238,22	67.944.862,65
Δ (+.-) Menkul Kıymetler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Δ (+.-) Maddi Dur. Varlıklar	1.969.333,90	2.790.546,14	3.954.203,87	5.603.106,89	7.939.602,46
Δ (+.-) Maddi Olm. Dur. Varlıklar	15.117,98	21.422,17	30.355,22	43.013,34	60.949,91
YATIRIMLARDAN SAĞ. NAKİT	-1.984.451,88	-2.811.968,31	-3.984.559,09	-5.646.120,23	-8.000.552,37
Mali Borçlar	26.215,62	38.394,70	54.942,81	78.623,16	112.509,74
FİNANSMANDAN SAĞ. NAKİT	26.215,62	38.394,70	54.942,81	78.623,16	112.509,74
ÖSNA	14.968.846,55	20.167.118,75	26.073.132,52	32.492.334,01	38.145.098,83

Öz sermayeye serbest nakit akışları faaliyetlerden sağlanan nakit, yatırımlardan sağlanan nakit ve finansmandan sağlanan nakit olmak üzere üç gruptan oluşmaktadır. Öz sermayeye serbest nakit akışları tablosu ayrıntılı olarak incelendiğinde iştirakin genel olarak faaliyetlerinden ve finansmandan nakit girişlerinin olduğu, yatırım faaliyetlerinden ise nakit çıkışının olduğu görülmektedir. Genel olarak değerlendirildiğinde ise iştirakin 2021 – 2025 tahmin dönemi için öz sermayeye serbest nakit akışlarının pozitif olduğu görülmektedir.

Gelecek dönemlere ait öz sermayeye serbest nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ile öz sermayenin bugünkü değeri hesaplanabilmektedir. Öz sermayeye serbest nakit akışlarının hesaplanabilmesi için iskonto oranı olarak öz sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Öz sermaye maliyetinin belirlenmesi için Çizelge 11’de yer alan Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM)’den yararlanılmaktadır. FVFM’deki girdi parametrelerinden risksiz faiz oranı “rf” % 30,75 olarak alınmıştır. Bu oran Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2705 ihale no, 24.01.2024 ihale tarihli 1.750 gün vadeli (yaklaşık 5 yıl) devlet tahvili bileşik net faiz oranıdır.

Pazar getirisini temsil eden “rm” ise 01.01.2020 - 31.12.2023 tarihleri arasındaki BIST100 endeksinin ortalama getirisini ifade etmekte olup %77,69 olarak hesaplanmıştır.

Sektörün, Beta (β) ve Kaldıraçsız Beta Katsayıları, Çizelge 9’da gösterildiği üzere aşağıdaki formül yardımıyla, iştirak ile benzer faaliyet alanına sahip BIST’de kote olan yiyecek ve içecek hizmetleri sektöründeki referans iştiraklerin 31.12.2020 - 31.12.2023 tarihlerini kapsayan ortalama beta değerlerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Sektör Betası}}{1 + (1 - \text{Vergi Oranı}) * \frac{\text{Sektör Finansal Borç}}{\text{Sektör Özkaynak}}}$$

Çizelge 9 Beta Katsayısının Hesaplanması

	Beta	Ortalama Özkaynaklar	Ortalama Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
BYDNR	0,78	762.082.459	174.765.088	22,93%	0,6616
BIGCH	0,75	631.356.141	154.057.967	24,40%	0,6301
DOCO	0,17	6.789.886.637	0	0,00%	0,1700
TABGD	1,03	6.457.891.861	1.541.019.386	23,86%	0,8684
ETILR	0,57	182.786.314	87.610.073	47,93%	0,4149
SEKTÖR ORT.	0,61	14.824.003.411	1.957.452.513	13,2%	0,5491

Çizelge 10’da öncelikli olarak iştiraklerin finansal kaldıraçlarını dikkate almayan beta değeri hesaplanmıştır. Sonrasında ise analizde kullanılacak olan iştirakin kaldıraç derecelerini de dikkate alan kaldıraçlı beta değeri hesaplanmıştır. Yapılan bu hesaplama göre iştirakin Kaldıraçlı Betası 0,5544 olarak hesaplanmıştır.

$$\text{Şirket Betası} = (\text{Kaldıraçsız Beta}) * (1 + (1 - \text{Vergi Oranı}) \frac{\text{Şirket Finansal Borçları}}{\text{Şirket Özkaynakları}})$$

Çizelge 10 Beta Katsayısının Hesaplanması

Kaldıraçsız Beta	0,5491
Şirketin Finansal Borcu	62.867
Şirketin Özkaynakları	5.059.644
Şirket Borç / Özkaynak	0,0124
Kaldıraçlı Beta	0,5544

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM)’ne göre öz sermaye maliyeti (ke) aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\text{FVFM} = k_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

$$k_e = 0,3075 + 0,61 * (0,7769 - 0,3075)$$

$$k_e = 0,59$$

Çizelge 11 Öz sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Parametreler	Değerler
Risksiz Faiz Oranı (rf)	0,3075
Pazar Getirisi (rm)	0,7769
Beta Katsayısı (β)	0,5544
Öz sermaye Maliyeti (ke)	0,59

Çizelge 12’de öz sermayeye serbest nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanmıştır. Daha sonra üstteki tabloda hesaplanan iskonto oranı olan öz sermaye maliyetinin (ke) tahmin yılları için iskonto faktörü hesaplanmıştır. Daha sonra ise ÖSNA ile iskonto faktörü çarpılarak ÖSNA’nın bugünkü değerleri hesaplanmıştır. Ayrıca 2028 yılından sonra da ÖSNA’nın sonsuza kadar %5’lik devamlı bir artış olacağı varsayılarak Artık Değer (Devam Eden Değer – Terminal Value) hesaplanmıştır. Artık değer hesaplanmasında aşağıdaki formülden yararlanılmıştır.

$$\text{Artık Değerin Bugünkü Değeri} = \frac{FCFF_{2028} * (1+g)}{(k_e - g)} * \left(\frac{1}{(1+k_e)^n} \right)$$

$$\text{Artık Değerin Bugünkü Değeri} = \frac{38.145.098,83 * (1 + \%5)}{(\%59 - \%5)} * (0,3713)$$

$$= 27.539.701,77$$

Çizelge 12 Öz sermayeye Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değerleri (TL)

	12/2024	12/2025	12/2026	12/2027	12/2028
ÖSNA	14.968.846,55	20.167.118,75	26.073.132,52	32.492.334,01	38.145.098,83
Özsermaye Maliyeti (ke)	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
İskonto Faktörü	0,6289	0,3956	0,2488	0,1565	0,0984
ÖSNA Bugünkü Değeri	9.414.368,90	7.977.183,95	6.486.371,80	5.083.846,30	3.753.644,36
Artık Değerin Bugünkü Değeri	7.298.752,92				
Özsermayenin Bugünkü Değeri	40.014.168,23				

Çizelge 12’de ÖSNA’nın bugünkü değeri ile artık değer bugünkü değerinin toplamı sonucunda öz sermayenin bugünkü değeri 40.014.168,23 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan bu öz sermaye değerine Çizelge 13’de gösterilen 21.835.763,08 TL tutarındaki net borç yükünün de eklenmesiyle İştirak Değeri 61.849.931,31 TL olarak hesaplanmıştır.

Çizelge 13 Özsermayeye Serbest Nakit Akışlarına Göre Şirket Değerinin Tespiti (TL)

Net Nakit & Net Borç Yükü	21.835.763,08
Nakit ve Nakit Benzerleri	-4.012.617,88
KVYK + UVYK	25.848.380,96
Öz sermaye Değeri	40.014.168,23
Şirket Değeri	61.849.931,31

4.5 Çarpan Analizi Yöntemi İle Değer Tespiti

Çarpan Analizi Yönteminde; Borsa İstanbul'da (BIST) listelenen yiyecek ve içecek sektörü firmalarının finansal performans göstergeleri incelenmiş ve iştirak ile karşılaştırmalı bir çarpan analizi yapılmıştır. Sektör ortalamaları ile iştirakin finansal oranları karşılaştırılmıştır.

Çizelge 14 BIST Yiyecek ve İçecek Sektörü Firmaları ile İştirakin Karşılaştırmalı Çarpan Analizi

Ortalama	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
Yiyecek İçecek Sektörü	25,79	9,15	1,95	7,37
Şirket	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
İştirak	-81,11	24,87	0,54	19,8

Çizelge 14'de de görülebileceği gibi yiyecek ve içecek sektörünün ortalama F/K oranı, iştiraklerin hisse başına kazancının piyasa fiyatına oranını yansıtmaktadır ve bu oranın 25,79 olması, sektördeki firmaların kârlılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Buna karşılık, iştirakin -81,11 gibi negatif bir F/K oranı sergilemesi, iştirakin mevcut piyasa fiyatının kârlılık beklentileriyle uyumlu olmadığını işaret edebilir.

FD/FAVÖK oranı, iştirakin işletme kârı üzerinden ne kadar değerlendirildiğini gösterir. Sektör ortalaması 9,15 iken, İştirakin 24,87 gibi oldukça yüksek bir orana sahip olması, iştirakin operasyonel kârlılığının sektör ortalamasına göre daha yüksek değerlendirilmiştir.

FD/Satışlar oranı, iştirakin satışlar üzerinden değerlendirilme durumunu ifade eder. Sektör ortalaması 1,95 iken, İştirakin 0,54 gibi daha düşük bir orana sahip olması, iştirakin satışlarının piyasa değerine göre daha düşük olduğu gözlemlenmektedir.

PD/DD oranı, iştirakin piyasa değerinin defter değerine oranını gösterir ve sektör ortalaması 7,37 iken, İştirakin 19,8 gibi oldukça yüksek bir orana sahip olması, piyasa tarafından iştirakin defter değerinin oldukça üzerinde değerlendirilmiştir.

Bu analiz, finansal çarpanların sektör ortalamaları ile belirli bir iştirakin finansal performans göstergelerinin karşılaştırılmasının, iştirakin piyasa değerlemesi ve finansal sağlığı hakkında önemli bilgiler sağlayabilecektir. Ancak, bu tür bir analizin, iştirakin finansal tabloları, piyasa koşulları ve sektör dinamikleri gibi çeşitli faktörler de dikkate alınmalıdır.

Çizelge 15 Finansal Çarpanlar

Çarpan Analizi Piyasa Değerleri	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
F/K	-31.916.188	25,0%	-7.979.047
FD/FAVÖK	37.305.514	25,0%	9.326.378
FD/Satışlar	358.823.257	25,0%	89.705.814
PD/DD	37.304.151	25,0%	9.326.038
Piyasa Değeri			100.379.183

Çizelge 15’de gösterilen finansal çarpanlar, bir iştirakin piyasa değerinin farklı finansal değerlerle ilişkilendirilmesini sağlayan önemli göstergelerdir. Bu analizde, Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları kullanılarak bir iştirakin piyasa değeri hesaplanmıştır.

F/K Oranı: Hesaplanan PD -31.916.188 TL ve ağırlığı %25 olduğunda, ağırlıklı PD 7.979.047 olarak bulunur. Negatif bir F/K oranı, iştirakin zarar ettiğini veya düşük kâr beklentisi olduğunu gösterebilir.

FD/FAVÖK Oranı: Hesaplanan PD 37.305.514 TL ve ağırlığı %25 olduğunda, ağırlıklı PD 9.326.378 TL olarak hesaplanır. Bu oran, iştirakin operasyonel kârlılığının değerlendirilmesinde kullanılabilir.

FD/Satışlar Oranı: Hesaplanan PD 358.823.257 TL ve ağırlığı %25 olduğunda, ağırlıklı PD 89.705.814 TL olarak bulunur. Bu oran, iştirakin satışlarının piyasa değerine oranını ifade eder.

PD/DD Oranı: Hesaplanan PD 37.304.151 TL ve ağırlığı %25 olduğunda, ağırlıklı PD 9.326.038 olarak hesaplanır. Bu oran, iştirakin muhasebe değerinin piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğini gösterir.

Bu çarpanların ağırlıklı değerlerinin toplamı, iştirakin toplam piyasa değerini verir. Analiz sonucunda, iştirakin toplam piyasa değeri 100.379.183 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer, iştirakin finansal sağlığı ve piyasa tarafından nasıl değerlendirildiği hakkında bilgiler vermektedir.

4.6 Ağırlıklandırmaya Göre Firma Değeri

İştirakin değerini belirlemek için kullanılan ağırlıklandırılmış yöntem, farklı değerlendirme modellerinin sonuçlarını belirli ağırlıklarla birleştirerek genel bir değer tahmini sağlar. Bu çalışmada, üç farklı değerlendirme modeli kullanılmıştır: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (İNAA), Çarpan Analizi ve Net Aktif Değerdir. Çizelge 16’da bu modellere göre ağırlık değerleri ile yapılan hesaplamalar ve bulunan piyasa değeri gösterilmiştir.

Çizelge 16 Ağırlıklandırmaya Göre İştirakin Değeri

Yöntem	PD	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
Net Aktif Değer	16.357.935	30%	4.907.380 TL
İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	61.849.931	40%	24.739.973 TL
Çarpan Analizi	100.379.183	30%	30.113.755 TL

Piyasa Değeri	59.761.108 TL
----------------------	----------------------

Net Aktif Değer: Net Aktif Değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden yükümlülüklerinin çıkarılmasıyla elde edilir. Bu analizde, Net Aktif Değer 16.357.935

TL olarak bulunmuş ve %30 ağırlıkla 4.907.380 TL'lik bir katkı sağlamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (İNAA): Firmanın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplamak için kullanılır. Bu analizde, İNAA ile elde edilen değer 61.849.931 TL olarak bulunmuştur. Bu değer, toplam firma değerinin %40'ını oluşturduğu için ağırlıklı değeri 24.739.973 TL'dir.

Çarpan Analizi: Benzer firmaların piyasa değerlerinin karşılaştırılmasıyla firmanın değerini tahmin etmeye yarar. Analiz sonucunda, Çarpan Analizi ile firmanın değeri 100.379.183 TL olarak hesaplanmıştır. Bu metodun ağırlığı %30 olduğundan, ağırlıklı değeri 30.113.755 TL'ye denk gelmektedir.

Bu üç değerlendirme modelinin ağırlıklı sonuçları toplandığında, firmanın toplam piyasa değeri 59.761.108 TL olarak hesaplanmıştır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın sonuç ve öneriler bölümünde, gerçekleştirilen araştırmanın analitik süreçleri neticesinde elde edilen bulgularına ve bu bulgulara dayalı olarak önerilere yer verilmiştir.

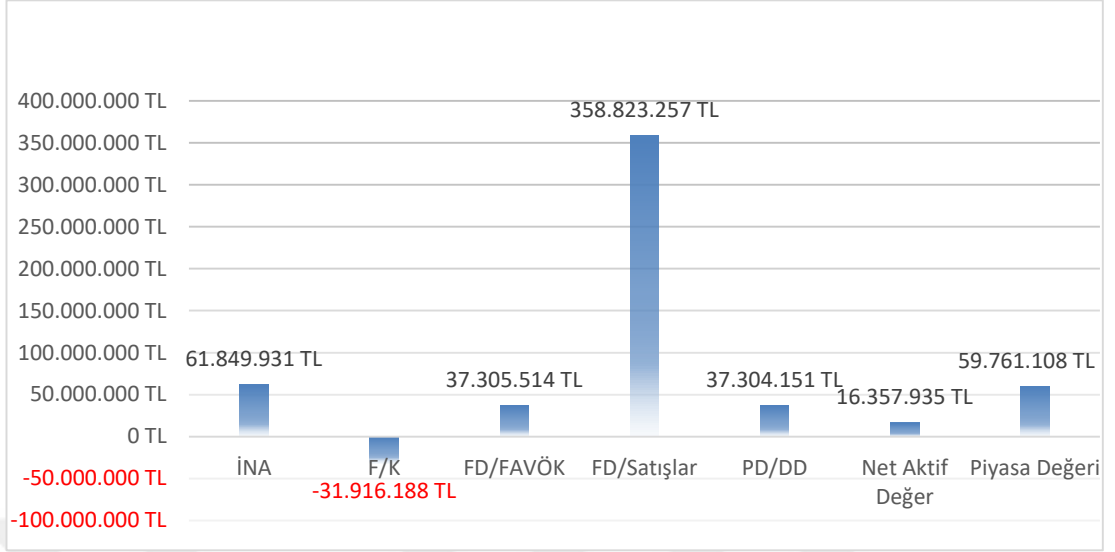
5.1 Sonuç

Bu çalışma kapsamında, yerel yönetim iştiraklerinin etkin ve sürdürülebilir bir biçimde yönetilmesi için değerlendirme konusu incelenmiştir. Mevcut literatürde, yerel yönetim iştiraklerinin değerlemesine yönelik kapsamlı bir çalışmaya rastlanılmamış olması, bu tezin konusunun seçilmesinde önemli bir etken olmuştur. Tez kapsamında yapılan çalışmada, yerel yönetim, iştirak, değerlendirme kavramları üzerinde durulmuş ve bir yerel yönetim iştiraki üzerine değerlendirme çalışması yapılarak bir örnek uygulama sunulmuştur.

Uygulamalarda sıkça kullanılan değerlendirme yöntemlerinden konuya, sektöre ve tek düzen hesap planına uygun olacağı değerlendirilen çarpan analizi, öz sermayeye olan serbest nakit akışları ve net aktif değer yöntemi kullanılmıştır. Uygulama sonucunda elde edilen veriler, yerel yönetim iştiraklerinin finansal ve operasyonel performanslarının değerlendirilmesini sağlamıştır.

Aşağıdaki şekil 17’de her bir değerlendirme yöntemine göre iştirakin elde edilen değerlendirme sonuçları yer almaktadır. Her bir değerlendirme yöntemi ile elde edilen değerlendirme sonuçlarının ağırlıklandırılması sonucunda elde edilen iştirak değeri ise 59.761.108 TL olarak gerçekleşmiştir.

Çizelge 17 Piyasa Değerleri



Elde edilen değerlendirme sonuçları yatırım kararları, finansal yapılandırma, risk değerlendirmesi, stratejik planlama ve operasyonel kararlar açısından da değerlendirilebilir.

Yatırım Kararları: Çarpan Analizi ve Net Aktif Değer sonuçlarındaki pozitif değerler, firmanın yatırım için cazip olabileceğini gösterebilir. Yatırımcılar, bu değerlendirmeleri firmanın gelecekteki büyüme potansiyelini ve finansal sağlamlığını göz önünde bulundurarak yatırım yapma kararı alabilirler.

Finansal Yapılandırma: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi sonucunun pozitif çıkması bu işletmenin yatırım yapmaya değer olduğunu gösterebilir. Ancak, bu sonuç tek başına yeterli değildir. Diğer finansal göstergeleri de dikkate almak gerekir.

Risk Değerlendirmesi: Farklı değerlendirme yöntemlerinden elde edilen çeşitli sonuçlar, firmanın risk profilini daha iyi anlamak için kullanılabilir. Negatif ve pozitif değerlerin dengesi, firmanın risk yönetimi stratejilerini yeniden değerlendirmesi gerektiğine işaret edebilir.

Stratejik Planlama: Toplam piyasa değeri olan 59.761.108 TL, firmanın mevcut piyasa konumunu ve değerini gösterir. Bu bilgi, firmanın uzun vadeli stratejik planlarını ve hedeflerini belirlemede kullanılabilir.

Operasyonel Kararlar: Analiz, firmanın operasyonel performansının finansal sonuçlar üzerindeki etkisini gösterir. Yönetim, bu bilgileri operasyonel kararlar

alırken, örneğin maliyetleri düşürme veya gelirleri artırma yollarını araştırırken kullanabilir.

Bu sonuçlar, firmanın mevcut durumunu ve potansiyelini değerlendirirken kapsamlı bir bakış açısı sağlar ve yönetim ile yatırımcıların bilinçli kararlar almasına imkân tanır.

Sonuç olarak, yerel yönetim iştiraklerinde yapılacak değerlendirme çalışmaları, gerçekleştirilecek değerlendirme süreçlerinin sürekli olarak geliştirilmesi ve güncellenmesi, yerel yönetimlerin güçlü, başarılı ve sürdürülebilir hizmet sunmaları için hem yöneticilere hem de paydaşlara, iştiraklerin gerçek değerini ve potansiyelini anlamada önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

5.2 Öneriler

Yapılan değerlendirmeler ışığında, yerel yönetimlerin daha verimli kararlar alabilmesi ve kamu kaynaklarının etkin kullanımı açısından aşağıdaki öneriler sunulmuştur.

Burada tek ortaklı bir şirket incelense de çok ortaklı iştiraklerde göz önüne alındığında; İştiraklerin değerlendirme süreçlerinin şeffaf ve hesap verebilir olması, paydaşların güvenini kazanmalarına ve iştirakin itibarını güçlendirmelerine yardımcı olacaktır. İştiraklerin performanslarının düzenli olarak izlenmesi ve değerlendirilmesi, sürekli iyileştirme fırsatları sağlarken, potansiyel riskleri de erken tespit etmeyi sağlayacaktır.

Bu önerilerin, yerel yönetim iştiraklerinin değerlendirme süreçlerini geliştirmelerine ve sürdürülebilir başarıya ulaşmalarına katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Ayrıca bu çalışmanın yerel yönetim iştiraklerinin değerlemesine yönelik öncü bir çalışma olması beklenmektedir. Gelecekte daha fazla örnek çalışma ve uygulama ile bu alanda daha derinlemesine bilgiler elde edilebilir.

KAYNAKÇA

- Acar, V. (2019). *Yerel yönetimlerin altyapı yatırımlarının finansmanında alternatif bir yöntem olarak sukuk ve bir model önerisi* (Master's thesis, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Acartürk, E. (2001). Yerel yönetimlerin hizmet sunumunda alternatif yöntemler. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (6), 46-60.
- Aksoy, H. M. (2019). Yerel yönetimlerde kamu işletmeciliğinin yerive önemi: Ankara büyükşehir belediyesi örneği. *Türk İdare Dergisi*, 1 (488), 13-54.
- Akyüz, Y. (2013). Ekonomik katma değer (EVA) ve pazar katma değer (MVA) analizi: İMKB'de işlem gören seramik işletmelerinde bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (2), 339-356.
- Altan, M., ve Karahan, N. S. (2016). Firmaya serbest nakit akımları, öz sermayeye serbest nakit akımları ve ekonomik katma değer yöntemleri ile firma değerlemesi: borsa istanbulda karşılaştırmalı bir uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 11-23.
- Asker, V., ve Kiracı, K. (2018). Pazar katma değeri (MVA) yöntemi ile performans analizi: havayolu şirketleri üzerine ampirik bir uygulama. *Cemil Meriç – 10. Sosyal Bilimler ve Spor Kongresi*, (s. 496-503). Hatay – 23-25 Kasım 2018.
- Bayrakdaroğlu, A., ve Ünlü, U. (2009). Performans değerlemede EVA ve MVA ölçütleri: bu ölçütler açısından İMKB ve NYSE'nin karşılaştırmalı analizi. *Suleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics ve Administrative Sciences*, 14 (1).
- Berk, A. (2003). Yerel hizmet sunumu ve belediye iktisadi teşebbüsleri. *Sayıştay Dergisi*, (49), 47-63.
- Belediye Kanunu, (2005). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 09.03.2024)
- Büyükşehir Belediyesi Kanunu, (2004). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 09.03.2024)

- Bilgin, M. (2002). Yerel yönetimlerin bölgesel kalkınmadaki etkinliği: göller bölgesi uygulaması. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 7 (2).
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. Avcıol Basım Yayın, Birinci Basım. İstanbul, Ekim.
- Çalçalı, Ö., (2018). Türkiye’de bir yerel yönetim birimi olarak mahalli idare birliklerinin mali yapıları. *sosyal, beşeri ve idari bilimler alanında yenilikçi yaklaşımlar*, 1 (521-538), Ankara: Gece Kitaplığı.
- Çetiner, M., ve Özöğüt, A. (2018). İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile şirket değerlendirme ve bir uygulama örneği. *Journal of Institute of Economic Development and Social Researches*, 4 (9), 346-356.
- Çırak, R. (2018). *Şirket değerlendirme yöntemleri* Ankara: Seçkin Akademik ve Mesleki Yayınlar.
- Çiçek, Y. (2014). Geçmişten günümüze Türkiye’de yerel yönetimler. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11 (1), 53-64.
- Damodaran, A. (2007). Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1 (8), 693-784.
- Doğal Gaz Piyasası Kanunu (Elektrik Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması Ve Doğal Gaz Piyasası Hakkında Kanun) (2001). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.03.2024)
- Dönmez, M. (2020). *Belediye Şirketlerinin Hukuki Yapısı ve İşleyişi*. Ankara: Ekin Yayın Pazarlama.
- Dönmez, M. (2014). *Belediye Yönetimi*. Ankara: Mevzuat Yayıncılık.
- Efşan, N. Ç., ve Yılmaz, V. (2021). Yerel Yönetim Birimi Olarak Belediyelerin Kentlerin Yerel Kalkınmasındaki Etkilerinin Değerlendirilmesi Üzerine Bir İnceleme. *Akademik İzdüşüm Dergisi*, 6 (1), 96-113.
- Ekici, H. (2019). *Şirket değerlemesinde karşılaşılan özel durumların analizi* (Doctoral dissertation, Sakarya Üniversitesi (Turkey)).
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma değerlendirme: Banka uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere dayalı yönetim ve entellektüel sermaye*. Gazi Kitabevi.

- Gençoğlu, M. (2011). 1864 ve 1871 Vilâyet Nizamnamelerine Göre Osmanlı Taşra İdaresinde Yeniden Yapılanma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2 (1), 29-50.
- Gözen-a, M. (2019). Şirket Değerlemesine Kuramsal Açıdan Genel Bir Bakış. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (AEÜSBED)* (Sayı 2), 198-219.
- Gözen-b, M. (2019). Değer ve Değerleme Hakkında Kavramsal ve Kuramsal Bir Çalışma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 374-382.
- Güler, E., ve nder, . (2021). İl zel idarelerinin yerel yönetim sistemindeki yeri ve geleceği üzerine bir alan çalışması: Bartın İl zel İdaresi rneği. *Giresun Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7 (2), 327-344.
- Gürbüz, A. O., ve Ergincan, Y. (2004). *Şirket değerlemesi: klasik ve modern yaklaşımlar*. Literatür.
- Güven, A., ve Şimşek, G. (2018). Yerel Yönetimlerin Sosyo Ekonomik Gelişimi ve Tanıtımı Açıısından Film Platolarının nemi: Midwood rneği. *Sayıştay Dergisi*, (108), 123-148.
- Hatipoğlu, M., ve Yener, E. (2013). Firma değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi: BIST elektrik endeksinde bir uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8 (3), 7-29.
- İl zel İdare Kanunu, (2005). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 09.03.2024)
- İstanbul Su ve Kanalizasyon İdaresi Genel Müdürlüğü Kuruluş ve Görevleri Hakkında Kanun, (1981) <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.03.2024)
- İvgen, H. (2003). *Şirket değerleme*, İstanbul: Finnet Yayınları.
- Karaa, G. (2019). Şirket değerlemesi ve start-up firma uygulaması. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Manisa Celal Bayar Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa. S, 58-65.
- Karabilgin, A. (1992). Yerel yönetimlerin ekonomik girişimleri. *Çağdaş Yerel Yönetimler Dergisi*, 1 (21-25).
- Karapınar, A., ve Zaif, F. (2018). *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Uyumlu Finansal Analiz* (5. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi Tic. Ltd. Şti.

- Keleş, R. (2012). *Yerinden Yönetim ve Siyaset*: İstanbul.
- Kösedag, E. (2023). İl genel meclislerinin parti ve cinsiyet dağılımının incelenmesi: 2019 seçimleri ve Ağrı ili örneği. *Kamu Yönetimi ve Politikaları Dergisi*, 4 (1), 139-164.
- Köseoğlu, M. (2010). Türkiye’de Yerel Yönetim Birlikleri: Yapısı, Hukuki Dayanakları ve Sorunları. *Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Kamu Yönetimi Anabilim Dalı Kentleşme ve Çevre Sorunları Bilim Dalı*.
- Kulalı, İ., ve Bilir, H. (2013). Göreceli Değerlemede Emsal Firmaların Tespiti. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (30), 197-212.
- Kutlu, Ö. (2022). Yerel yönetimlerin döngüsel ekonomi için anlamı. M. Bulut ve C. Korkut (Eds). *Döngüsel ekonomi ve sürdürülebilir hayat* (s. 315-338). *Türkiye Bilimler Akademisi Yayınları*. DOI: 10.53478/TUBA.978-605-2249-97-0.ch12
- Mahalli İdare Birlikleri Kanunu (2005) <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 12.11.2023)
- Mecek, M., ve Atmaca, Y. (2020). Yerel yönetimlerin idari yapısına ilişkin mevzuat analizi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 19 (76), 2068-2087.
- Ortaylı, İ. (2000). Tanzimat devrinde Osmanlı mahallî idareleri, 1840-1880.
- On Dört İlde Büyükşehir Belediyesi ve Yirmi Yedi İlde İlçe Kurulması İle Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnelerde Değ iş iklik Yapılmasına Dair Kanun (2012). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.03.2024)
- Ökmen, M., ve Parlak, B. (2010). *Kuramdan uygulamaya yerel yönetimler: ilkeler, yaklaşımlar ve mevzuat*. Alfa Aktüel.
- Örten, R., Kaval, H., ve Karapınar, A. (2019). Türkiye Muhasebe - Finansal Raporlama Standartları (TMS - TFRS). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun (1994). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.03.2024)
- Öztürk, A. (2013). Belediye şirketlerinin özelleştirilmesi sürecinde bazı hukuki sorunlar. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimleri Dergisi Yıl:12 Sayı:23*, 91-114.
- Pustu, Y. (2016). Yerel demokrasinin kökeni. *Sayıştay Dergisi*, (100), 89-107.

- Sipahi, B. Yanık, S. ve Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Subraanyam, P. D., ve Kumar, M. K. (2020, January). Performance evaluation and shareholders value maximisation through cfroi and eva: anempirical study. *International journal of application or innovation in engineering and management (ijaem)* - 9(1), 42-45.
- Planları, K. (2022). TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. *Erişim adresi: <https://www.sbb.gov.tr/kalkinma-planlari>*.
- Taflan, G., ve Yılmaz, e. (2022). Firma değeri/FAVÖK yöntemiyle şirket değerlendirme ve BİST turizm endeksinde bir inceleme. *International Journal Of Social Humanities Sciences Research*, 9 (89), 2275-2284.
- Tortop, N., Aykaç, B., Yayman, H., ve Özer, A. (2006). *Mahalli İdareler*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Türk Ticaret Kanunu (2011). <https://www.mevzuat.gov.tr> (Erişim Tarihi: 10.03.2024)
- Ünlü, U. (2014). Yatırımın nakit akım karlılığı (CFROI) ve nakit katma değer (CVA) Yöntemi: Borsa İstanbul'da işlem gören çimento firmaları üzerine ampirik bir uygulama. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 9 (2), 169-187.
- Varcan, N., Taraktaş A. ve Hacıköylü C. (2013), *Yerel yönetimler*, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir
- Yalçın, H. (2014). *Şirket değerlemesi (teori ve uygulama)*. içinde İstanbul: Yazarın Kendi Yayını.
- Yenisu, E., ve Türkoğlu, D. (2023). Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi: BIST şirketleri üzerine bir uygulama. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 26 (49), 219-239.
- Zeren, H. E., ve Çubuk, E. B. S. (2020). Türkiye'de mahalli idare birliklerinin bugünü ve geleceğine yönelik bir değerlendirme. *Türk İdare Dergisi*, 491, 365-398.

http-1:

<https://vergidosyasi.com/2019/11/02/5018-sayili-kanuna-gore-mahalli-idareler>
(Erişim Tarihi: 22.01.2024)

http-2:

https://www.tbb.gov.tr/Tr/icerik_mahalli-dare-birlikleri_232

(Erişim Tarihi: 22.01.2024)

http-3:

<https://www.smartsheet.com/content/discounted-cash-flow-pros-cons>

(Erişim Tarihi: 13.03.2024)



