

**T.C.**  
**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**FİNANS ANABİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**BANKA DEĞERLEMESİ VE İMKB'DE İŞLEM GÖREN BİR  
BANKA ÜZERİNDE BİR UYGULAMA**

**YASEMİN BOZACI**

2501090771

**DANIŞMAN**

**YARD. DOÇ DR. SERRA EREN SARIOĞLU**

**İstanbul, 2012**



## Y Ü K S E K L İ S A N S

### TEZ ONAYI

Adı ve Soyadı : YASEMİN BOZACI Numarası : 2501090771  
Anabilim/Bilim Dalı : FİNANS Danışman: YRD.DOÇ.DR.SERRA EREN SARIOĞLU  
Tez Savunma Tarihi : 05.11.2012 Saati : 13:00  
Tez Başlığı : BANKA DEĞERLEMESİ VE İMKB'de İŞLEM GÖREN BİR BANKA  
ÜZERİNDE BİR UYGULAMA.

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR.BELKIS SEVAL		KABUL
2- PROF.DR.AHMET KÖSE		Kabul
<sup>Dok.</sup> 3-PROF.DR.MURAT KIYILAR		Kabul
4-YRD.DOÇ.DR.ÖZGÜR ESEN		KABUL
5-YRD.DOÇ.DR.SERRA EREN SARIOĞLU		KABUL

## **ÖZ**

# **BANKA DEĞERLEMESİ VE İMKB'DE İŞLEM GÖREN BİR BANKA ÜZERİNDE BİR UYGULAMA**

**YASEMİN BOZACI**

**İstanbul, 2012**

Banka değerleme finans literatüründe geçmişi çok eski olmayan konulardan biridir. Yaşanan krizlerde bankaların devlet tarafından devralınması, bankaların satılması ya da birleşmeleri gibi konuların gündeme gelmesi banka değerleme konusunu önemli kılan nedenlerden bazılarıdır.

Bu tez çalışmasında, banka değerleme yöntemlerinden bazıları incelenmiş ve İMKB'de işlem gören bir ticari banka üzerinde uygulama yapılmıştır. Analiz sürecinde bir banka için kullanılması en uygun model nedenleriyle birlikte anlatılmıştır. Değerlemede bankaya özgü farklılıklara değinilmiştir.

Çalışmada, İMKB'de işlem gören bir ticari banka Temettü İskonto Modeli ve Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri kullanılarak değerlemeye tabi tutulmuştur. Değerleme için söz konusu bankanın 2007-2011 yılları arasındaki finansal verilerden yararlanılmıştır ve 2012-2016 dönemi için projeksiyon yapılmıştır.

## **ABSTRACT**

# **BANK VALUATION AND AN APPLICATION ON A LISTED COMMERCIAL BANK IN ISTANBUL STOCK EXCHANGE**

**YASEMİN BOZACI**

**Istanbul, 2012**

Bank valuation is one of the untouched issues at finance literature. At recent financial crisis, some reasons of that make bank valuation important are bank mergers and acquisitions and takeover of banks by governments.

The scope of thesis reviews some of bank valuation models and implements on a listed commercial banks in Istanbul Stock Exchange (ISE). In the framework of thesis, the most suitable model for bank valuation has been explained with together its causes. Differences of specific to bank have been mentioned.

The thesis entails the valuation of a listed bank in ISE on basis of Dividend Discount Model and Price/Earnings Ratio, Price/Book Value Ratio. The financial data utilized in the analysis is composed of figures for period within 2007-2011 and future projections for the period between 2012 and 2016.

## ÖNSÖZ

Değer ölçmek, bir başka deyişle bir varlığın değerini belirlemek, tarih boyunca insanoğlunun dikkatini çeken ve üzerine sürekli olarak münazaraların devam ettiği bir konu olmuştur. Günümüzde de bu tartışmalar devam etmekle birlikte daha geniş kapsamlı hale gelmiş ve finans literatüründe değerlendirme konusu önemli bir konuma sahip olmuştur.

Firma değerlendirme, geleceğe ilişkin beklentilerle ve geçmişte var olan bilgilerin harmanlanarak firmanın bugünkü değerini elde etmektir. Bu çalışmaya konu olan firma bir bankadır. Bir bankanın bir firmaya göre değerlendirme konusunda farklılıkları mevcuttur. Bu çalışmada da söz konusu farklılıklara değinilerek açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmada banka değerlendirme modelleri incelenmiş ve banka değerlerken kullanılması en uygun modelin hangi model olacağı konusunda açıklamalara yer verilmiştir. Uygun görülen yöntem İMKB’de işlem gören bir ticari banka üzerinde uygulanmış ve bankanın o tarihteki piyasa değerini ne ölçüde yansıttığı gösterilmiştir.

Bu tez çalışmasında, değerli danışman hocam Sayın Yrd. Doç.Dr. Serra EREN SARIOĞLU’na başta olmak üzere, çalışma süresince desteğini esirgemeyen saygıdeğer hocam Prof. Dr Belkıs SEVAL’e ve bugüne kadar eğitimimdeki katkıları dolayısıyla İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı’ndaki tüm değerli hocalarıma sonsuz teşekkür ederim. Her zaman her koşulda yanımda olan aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.

# İÇİNDEKİLER

<b>ÖZET</b> .....	<b>III</b>
<b>ABSTARCT</b> .....	<b>IV</b>
<b>ÖNSÖZ</b> .....	<b>V</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>VI</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>XI</b>
<b>GRAFİKLER LİSTESİ</b> .....	<b>XIII</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>1 DEĞERLEME</b> .....	<b>3</b>
1.1 Değer ve Değerleme Kavramları .....	3
1.2 Değerlemeye İhtiyaç Duyulan Durumlar .....	4
1.3 Firma Değerlemede Kullanılan Yöntemler .....	5
1.3.1 Defter Değeri Yöntemi .....	5
1.3.2 Tasfiye Değeri Yöntemi.....	7
1.3.3 Net Aktif Değeri Yöntemi.....	7
1.3.4 Amortize Edilmiş Yenileme Değeri .....	8
1.3.5 Yeniden Yapma Değeri .....	8
1.3.6 Emsal Değer .....	9

1.3.7	İşleyen Teşebbüs Değeri .....	10
1.3.8	Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi .....	10
1.3.9	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi .....	13
1.3.10	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri.....	14
1.3.10.1	Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi .....	14
1.3.10.2	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi .....	14
1.3.10.3	Temettü İskonto Modeli .....	15
<b>2</b>	<b>BANKA DEĞERLEME.....</b>	<b>16</b>
2.1	Banka Değerleme Nedir?.....	16
2.2	Banka Mali Tabloları ve Özellikleri.....	18
2.2.1	Aktifler .....	19
2.2.1.1	Rezervler .....	20
2.2.1.2	Krediler .....	20
2.2.1.3	Menkul Kıymetler .....	20
2.2.1.4	Diğer Varlıklar.....	21
2.2.2	Pasifler .....	22
2.2.2.1	Mevduatlar.....	23
2.2.2.2	Mevduat Dışı Kaynaklar .....	24
2.2.3	Özsermaye.....	25

2.2.4	Gelir Tablosu.....	27
2.3	Banka Değerleme Yöntemleri.....	29
2.3.1	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	30
2.3.1.1	Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi .....	32
2.3.1.2	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi .....	34
2.3.1.3	Özsermayeye İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Banka İçin Uyarlaması.....	35
2.3.2	Temettü İskonto Modeli.....	41
2.3.2.1	Temettü İskonto Modeli Çeşitleri.....	41
2.3.2.1.1	Gordon Büyüme Modeli.....	41
2.3.2.1.2	İki Basamaklı Temettü İskonto Modeli.....	41
2.3.2.1.3	H Modeli.....	43
2.3.2.1.4	Üç Basamaklı Temettü İskonto Modeli .....	44
2.3.2.2	Temettü İskonto Modelinin Uygulanabilirliği.....	46
2.3.3	Temettü İskonto ve İndirgenmiş Nakit Akımları Modellerinin Karşılaştırılması .....	48
2.3.4	Değerlemede Bankaya Özgü Yapısal Nitelikler .....	49
2.3.5	Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yönteminin Banka İçin Uyarlaması.....	52
2.3.5.1	Banka Değerlemesi Açısından Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi .....	52



2.3.5.2	Banka Değerlemesi Açısından Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi .....	53
2.4	İskonto Oranının Hesaplanması .....	54
2.4.1	Borç Maliyeti.....	54
2.4.2	Özsermaye Maliyeti.....	55
2.4.3	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	57
2.5	Devam Eden Değer Kavramı ve Hesaplanması .....	57
2.6	Değerlemede Kullanılacak Para Birimi ve Değerlemenin Tahmin Dönemi .....	59
2.7	Banka Değerine Etki Eden Faktörler.....	60
2.8	Banka Değerlemede Yaşanan Zorluklar .....	61
<b>3</b>	<b>BANKA DEĞERLEME İMKB UYGULAMASI .....</b>	<b>65</b>
3.1	Araştırmanın Amacı ve Kapsamı .....	65
3.2	Araştırmada Kullanılan Veriler.....	65
3.3	Araştırmada Kullanılan Yöntemler ve Sonuçlar .....	66
3.3.1	Kullanılan Modeller ve Tercih Edilmesinin Nedenleri .....	66
3.3.2	Kullanılan Yöntemler İçin Yapılan Varsayımlar ve Yöntemlerin Uygulanması .....	68
3.3.2.1	Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Mali Tablolar ve Dağıtılan Temettü Tutarları .....	68
3.3.2.2	Değerleme İçin Yapılan Varsayımlar .....	70

3.3.2.3	Temettü İskonto Modeli İle Banka Değerleme Uygulaması.....	73
3.3.2.4	PD/ DD ve F/K Yöntemleri İle Banka Değerleme Uygulaması.....	80
3.3.3	İskonto Oranının Hesaplanması .....	81
3.3.4	Devam Eden Değerin Hesaplanması .....	86
3.3.5	Temettü İskonto Modeli ile Tespit Edilen Banka Değeri.....	87
3.3.6	PD/ DD ve F/K Yöntemleri İle Tespit Edilen Banka Değeri.....	88
<b>SONUÇ</b>	.....	<b>90</b>
<b>KAYNAKÇA</b>	.....	<b>92</b>

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 2.1</b> - Banka Bilançosu Aktif Kalemler .....	22
<b>Tablo 2.2</b> - Banka Bilançosu Pasif Kalemler.....	27
<b>Tablo 2.3</b> - Banka Gelir Tablosu Kalemleri .....	29
<b>Tablo 4.1</b> - Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Özet Bilanço – Aktif Kalemler...	69
<b>Tablo 4.2</b> - Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Özet Bilanço – Pasif Kalemler ..	69
<b>Tablo 4.3</b> - Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Gelir Tablosu ve Dağıtılan Temettü Tutarları.....	70
<b>Tablo 4.4</b> – BDDK raporu Kredi Hacmi Tahmin Sonuçları.....	72
<b>Tablo 4.5</b> – Bankacılık Sektörü 2007-2011 Toplam Kredi Tutarları, Garanti Bankası Pazar Payı.....	73
<b>Tablo 4.6</b> - Bankacılık Sektörü 2012-2016 Toplam Krediler, Garanti Bankası Pazar Payı Projeksiyonu .....	74
<b>Tablo 4.7</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Krediler Projeksiyonu.....	75
<b>Tablo 4.8</b> – Garanti Bankası 2007-2011 Toplam Kredi/Toplam Aktif Oranı .....	75
<b>Tablo 4.9</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Kredi/ Toplam Aktif Oranı Projeksiyonu .....	76
<b>Tablo 4.10</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Aktif Oranı Projeksiyonu.....	76
<b>Tablo 4.11</b> – Garanti Bankası 2007-2011 Net Kâr /Toplam Aktif Oranı.....	76

<b>Tablo 4.12</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Net Kâr /Toplam Aktif Oranı Projeksiyonu .	77
<b>Tablo 4.13</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Net Kâr Projeksiyonu .....	77
<b>Tablo 4.14</b> – Garanti Bankası 2007-2011 Dağıtılan temettü/Net Kâr Oranı .....	78
<b>Tablo 4.15</b> – Bankacılık Sektörü 2002-2011 Net Kâr Marjı .....	79
<b>Tablo 4.16</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Dağıtılan Temettü/Net Kâr Projeksiyonu .....	79
<b>Tablo 4.17</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Dağıtılan Temettü Projeksiyonu .....	80
<b>Tablo 4.18</b> – Piyasa Değeri En Yüksek Olan İlk 4 Banka İçin Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç Oranları .....	81
<b>Tablo 4.19</b> – 2003-2011 Risk Primi .....	83
<b>Tablo 4.20</b> – Aswath Damodaran Ocak 2012 Ülke Risk Primleri.....	85
<b>Tablo 4.21</b> – Garanti Bankası 2012-2016 Temettü Projeksiyonunun Bugünkü Değeri ..	87

## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 2.1</b> - İki Basamaklı Temettü İskonto Modeli .....	43
<b>Grafik 2.2</b> - H Modeli .....	44
<b>Grafik 2.3</b> - Üç Basamaklı Temettü İskonto Modeli .....	45

## GİRİŞ

Değer kavramı, soyut bir kavram olması nedeniyle belirsiz ve kolay tanımlanamayan bir ifadedir. Bunun sonucu olarak da herhangi bir varlık için değer belirlenmesi konusu hassasiyet içerir. Bir varlığın değerini belirlemek için kullanılması gereken bilgilerin toplanması, bu bilgilerin uygun şekilde kullanılması finans bilim dalında başlı başına bir araştırma alanı oluşmasına neden olmuştur. Değer belirleme, söz konusu varlığa yönelik avantajların ve dezavantajların tespit edilmesini de beraberinde getirir. Değerlemeyi yapacak olan analistin değerleyeceği varlık ile ilgili bilgi birikimine sahip olması, varlığın değerinin doğru tespit edilmesi açısından önem arz etmektedir.

Bu çalışmada değerlemeye konu olan varlık bankadır. Bu nedenle bir banka hakkındaki önemli noktalar olabildiğince detaylı ele alınmaya çalışılmıştır. Bankaların mali tablolarının yapısına değinilmiştir. Değerleme söz konusu olduğunda banka için önemli olan noktalar incelenmiştir.

Çalışmanın amacı, banka değerlendirme konusunda önemli noktalara değinmek, değerlendirme esnasında banka için firmalardan farklı olan hususları irdelemek ve değerlemede hangi yöntemin daha doğru sonuç vereceğini açıklamaktır. Bu kapsamda İMKB’de işlem gören ticari bankalardan biri olan Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 31.12.2011 tarihi itibarıyla değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değeri tespit edilirken Temettü İskonto Modeli ve Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme için Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2007-2011 yılları arasındaki finansal verilerinden yararlanılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, değer ve değerlendirme kavramlarına değinilmiştir. Bazı değerlendirme yöntemleri kısaca açıklanmıştır.

İkinci bölümde, banka değerleme kavramına değinilmiştir. Banka mali tabloları ve özelliklerinden bahsedilmiştir. Temettü İskonto Modeli ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi detaylı olarak anlatılmıştır. Banka değerlerken hangi yöntemin daha anlamlı sonuç vereceği açıklanmıştır. Ayrıca değerlemede bankaya özgü durumlara da detaylı olarak yer verilmiştir. İskonto oranının hesaplanması anlatılmış ve bunun için kullanılacak model olan Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Assets Pricing Model-CAPM)'ne detaylı olarak yer verilmiştir. Devam eden değer kavramına ve hesaplanması ile ilgili detaylara da değinildikten sonra, banka değerine etki eden faktörler ve banka değerlemenin zorlukları hakkında bilgi verilmiştir.

Son bölüm olan üçüncü bölüm, banka değerinin tespit edildiği uygulama bölümüdür. Bu bölümde Temettü İskonto Modeli ve Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri tespit edilmiştir. Temettü İskonto Modeli'nin tercih edilme nedenlerine kısaca değinilip 2012-2016 dönemi için temettü tahmini yapılmıştır. Temettü tahmini yapılırken izlenen yöntem adım adım anlatılmıştır. İskonto oranı ve devam eden değer hesaplanarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri tespit edilmiştir. Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri uygulanırken de İMKB'de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın ortalama "*Piyasa Değeri/ Defter Değeri*" oranı ve "*Fiyat/Kazanç*" oranı hesaplanmıştır. Bulunan oranla ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değerine ulaşılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için 31.12.2011 tarihinde olması beklenen değer aralığına ulaşılmıştır. 31.12.2011 tarihli piyasa değerinin bulunan değer aralığında olup olmadığı ve kullanılan modellerin piyasa değerine ne ölçüde yaklaştığı gözlemlenmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1 DEĞERLEME

### 1.1 Değer ve Değerleme Kavramları

Tarih boyunca varlıkların mübadele (değişim) değerlerinin tespit edilmesi, insanoğlunu en çok ilgilendiren konulardan biri olmuştur. Değer; farklı toplumlarda, farklı kültürlerde ve farklı zamanlarda insanlar için farklı anlamlar ifade etmiştir. Değeri ifade şekilleri de her dönemde farklı olmuştur. Değer, bazı dönemlerde buğdayla, bazı dönemlerde gümüşle, bazı dönemlerde de altınla ifade edilmiştir. Günümüzde ise varlıkların değeri parayla ifade edilmektedir.<sup>1</sup>

Değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır. Değer, somut olmayıp belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenecek olası fiyatın bir tahminidir.<sup>2</sup>

Değer kavramı ele alınan konum itibariyle farklılıklar gösterir. Bir başka deyişle, bir varlığın ya da malın fiyatı farklı alıcı ve satıcılar için farklılık gösterebilir. Bu nedenle varlığın objektif olarak bir değerinin belirlenmesi ihtiyacı ortaya çıkar. Bu noktada varlığa ait değerlendirme kavramı oluşur.

Değerleme, bir varlığa değer biçme işlemidir.<sup>3</sup> Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesidir. Tanım; bir firma açısından ele alınırsa: Bir

---

<sup>1</sup> Yazıcı, Kuddusi; **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos, 2007, s.12

<sup>2</sup> **International Valuation Standarts**, International Valuation Standarts Committee, London, U.K., Sixth Edition, 2003, s.35,36.

<sup>3</sup> **Muhasebe Uygulamaları**, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, Türkiye, 1. Basım, 2006, s.7



firmanın bina, arsa, makine, teçhizat, mal stoku şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. Firma değerlemesinin amacı firmanın uygun ve makul piyasa değerinin saptanmasıdır.<sup>4</sup>

## 1.2 Değerlemeye İhtiyaç Duyulan Durumlar

Bir firmanın değerlemesinin amacı firmanın uygun ve makul piyasa değerinin saptanmasıdır ve bu saptama işlemi çeşitli durumlar sonucunda yapılabilir. Fakat durumun farklılığı, değerlemenin işlevini değiştirirse de önemini değiştirmez. Değerlemeye ihtiyaç duyulan durumlar aşağıda kısaca açıklanmıştır:<sup>5</sup>

- Tasfiye halinde, firma çeşitli sebeplerle faaliyetlerine son vermek durumunda kaldığında, firma varlıklarını değerlemeye ihtiyaç duyar. Satış sırasında bir tasfiye değeri bulunması için değerlendirme şarttır.
- Finansal yönetimde firmanın amacı kârı maksimize etmek olduğundan, firma değerini arttırmak ve bunu değerlendirme ile ortaya koymak, firmanın bulunduğu konumu görebilmesi ve geleceğe dair planlama yapması açısından önem teşkil etmektedir.
- Birleşme ve satın almalarda firmanın değerlendirme ihtiyacının gerektiği durumlardandır. Satın alınacak ya da birleşecek firmaların o andaki gerçek değerlerinin bilinmesiyle sağlıklı bir karar alınabilir.
- Özelleştirmeler ya da firmanın halka arzı firmanın değerlemesini elzem kılan konulardan bir diğeridir. Özelleştirmelerde spekülasyonlardan uzak bir şekilde

---

<sup>4</sup> Chambers, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005, s.6

<sup>5</sup> A.g.e, s.8-12

özel sektöre devrin gerçekleşmesi için hem alıcı hem satıcı tarafın özelleştirilecek kuruluş ile ilgili değerlendirme yapması şarttır. Benzer şekilde halka açılacak olan firmalarda da firma sahiplerinin hisse senetlerini olabildiğince yüksek fiyattan satmayı, potansiyel yatırımcıların da bu hisseleri mümkün olan en düşük fiyattan almayı istemeleri sebebiyle hisse senedinin ihraç fiyatının gerçek değerine en yakın değer olması gerekmektedir. Bu da objektif bir değerlendirme ile mümkündür.

- Firmanın kredi değerliliğinin tespiti de değerlemeyi gerektiren ayrı bir durumdur. Kredi veren kuruluşlar kredi kararı alırken firma değerini ve gelecekte firmanın yaratacağı olası nakit akımlarını göz önünde bulundurarak karar vermek istedikleri için değerlemeye ihtiyaç duyarlar.

### **1.3 Firma Değerlemede Kullanılan Yöntemler**

Firmanın değerlemeye ihtiyaç olduğu durumlarda ya da bu çalışmada yapıldığı gibi akademik anlamda değerlendirme yapılması durumunda firma değerini belirlemek için izlenecek farklı yöntemler bulunmaktadır. Bu yöntemlerden bazılarında devam eden başlıklar altında kısaca değinilmiştir.

Bu çalışmanın uygulama aşamasında kullanılacak olan yöntemlere ise gelecek bölümde detaylı olarak yer verilecektir.

#### **1.3.1 Defter Değeri Yöntemi**

Defter değeri, belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeri olduğundan bu değer bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Değişik muhasebe tekniklerinin kullanılması sonucu varlıkların defter

değerleri farklı olabilmektedir. Örneğin; kur farkları aktifleştirilerek yatırımlara dâhil edilebileceği gibi gider gösterilerek gelir tablosuna da yansıtılabilir. Benzer şekilde farklı amortisman ayırma yöntemlerinin ve stok değerlendirme yöntemlerinin uygulanıyor olması defter değerinde farklılıklara neden olabilir.

Defter değeri aşağıdaki şekilde bulunabilir:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı}$$

Firmanın toplam aktiflerinden toplam borçların düşülmesiyle elde edilen değer özsermaye olarak tanımlanır. Bu nedenle defter değeri özsermaye değeri olarak da bilinmektedir. Özsermaye toplamının dolaşımda bulunan hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse senedinin defter değeri elde edilir ve bu değer genellikle hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Normal olarak bir hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinden yüksek olması beklenir. Hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinden düşük olması, dağıtılmamış kârların verimli olarak kullanılmadığını gösterir.

Defter değeri piyasa değeri ile uyum sağlamamaktadır. Defter değeri piyasa değerinden enflasyon ve teknolojik nedenlerden dolayı farklı olabilmektedir. Örneğin; Microsoft firmasının 1991 yılından sonra gerçekleştirdiği atak sayesinde piyasa değeri defter değerinin kat be kat üstüne çıkmıştır.

Bu yöntem firmanın değerinin bilançoda belli olduğunu kabul eder ve paranın zaman değerini dikkate almaz. Ayrıca uygulanan muhasebe esasları, amortisman oranları ve yöntemleri firmalar için farklılık gösterdiğinden yanıltıcı sonuçlar ortaya çıkabilir.

### **1.3.2 Tasfiye Değeri Yöntemi**

Tasfiye değeri aslında tasfiye durumunun mecburi olup olmadığına göre değişebilecek olan bir değerdir. Eğer tasfiye durumu bir zorunluluk ise bu durumda tasfiye zor şartlar altında gerçekleşecektir. Dolayısıyla varlıklar çabuk şekilde ve tek seferlik açık artırmada satılmak zorunda kalacaktır. Eğer bir zorunluluk söz konusu değilse varlıkları satmak için yeterli zaman bulunduğundan piyasa değerine en yakın değere satılmaya çalışılacaktır. Bu iki farklı durum tasfiye değerini etkileyecektir.

Bir firmanın faaliyetlerine son verilmesi durumunda, mevcut varlıkların tümü satılarak elde edilen tutardan, önce firmaya borç vermiş olan kişi ve kurumların borçları ve vergileri ödenir. Daha sonra sırasıyla ayrıcalıklı hisse senedi sahiplerine, adi hisse senedi sahiplerine ve diğer giderlere ilişkin ödemeler yapılır. Bütün bu ödemelerden sonra geriye kalan tutar firmanın tasfiye değeridir.

Tasfiye değeri genellikle defter değerinin üzerinde olur. Bunun en önemli nedeni defter değerinde tarihi maliyetler dikkate alınırken, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değerlerinin dikkate alınmasıdır.

### **1.3.3 Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net aktif değer varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder. Varlıkların elde tutulmayıp normal koşullar altında satılması durumunda sağlanacak gelirden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar net aktif değer olmaktadır. Bir diğer ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir.

Net aktif değeri aşağıdaki şekilde bulunabilir:

$$Net Aktif Değer = \left[ \begin{array}{c} \text{Firmanın aktiflerinin} \\ \text{piyasa değeri} \end{array} \right] - \left[ \begin{array}{c} \text{Firmanın borçlarının} \\ \text{piyasa değeri} \end{array} \right]$$

Söz konusu yöntem, özellikle ileride sağlanacak nakit akımlarını göz ardı ederek firmayı statik olarak değerlemesi nedeniyle eleştirilmektedir. Buna rağmen, yöntem değerli iştirak ve bağlı ortaklıklara sahip banka ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde geniş bir kullanım alanı bulmaktadır.

### 1.3.4 Amortize Edilmiş Yenileme Değeri

Bir firmanın, bugünkü şekliyle kurulması halinde gerekli maliyetlerin toplamı amortize edilmiş yenileme değeridir. Ayrıca bulunan değerden firma için hesaplanan yıpranma payı çıkarılır. Yenileme değeri, aynı yaşta ve çalışabilme kapasitesindeki varlıkların satın alınması durumunda katlanılan maliyetler toplamıdır. 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu gerekçesinde bu yöntem; “Yeniden kurma değerinde yer alan varlık kalemlerinin şirket varlıklarının yaşları ve kullanma ömürleri dikkate alınarak amortize edilmesiyle bulunan değer” şeklinde tanımlanmaktadır. Aktiflerin benzerinin bulunmasının zor olması, bulunsa bile fiyatının farklı olabilmesi nedeniyle, yenileme değeri ile değerlendirme yapılmasında objektiflikten uzaklaşmaktadır. Borçların değerlendirilmesi için, piyasa faiz oranları bulunarak yeniden değerlendirilmelidir.<sup>6</sup>

### 1.3.5 Yeniden Yapma Değeri

Bir firmanın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir firmayı elde etmenin maliyetidir. Başka bir deyişle, kurulu bir tesisin yeni baştan yapılması için katlanılacak maliyetlerin toplamıdır. Örneğin, 5 yıl önceki yapılan bir tesisin yapım

---

<sup>6</sup> Yazıcı, Kuddusi; **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos, 2007,s.59

yılındaki değeri 100 milyon dolar ve 5 yıllık dönemde ABD'deki enflasyon artışı yüzde 15 ise, tesisin bugünkü değeri  $(100 \times 1,15)$  115 milyon dolar olacaktır. Yeniden yapma ile yenileme değeri arasındaki fark, yenileme değerinde söz konusu varlık için kapasite veya verim açısından özdeşlik söz konusu iken, yeniden yapma değerinde fiziksel özelliklerin benzer olması söz konusudur. Bu yöntem, satış fiyatları devlet tarafından belirlenen elektrik ve su dağıtımını gibi işletmelerde firma değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir<sup>7</sup>.

### 1.3.6 Emsal Değer

Emsal değer (benzer alım satımlar); gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir firmanın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değerdir. Değerlenecek varlığın benzeri bir varlık piyasada alınıp satılıyorsa, piyasada oluşan değerden hareketle değer tespiti yapılabilecektir. Bu yöntem taşıt ve gayrimenkullerde çok kullanılmaktadır. Örneğin, bu yöntemle göre bir taşıt veya arsanın değer tespiti, çevresindeki benzer taşıt ve arsaların en son alım-satım fiyatları dikkate alınarak yapılacaktır.

Firma değerlemesinde ise, aynı sektörde benzer faaliyetlerde bulunan, firma yapıları birbirine benzeyen ve daha önce alım satımı yapılmış olan firmalar için bir kriterin belirlenmesi ile firma değerinin tespiti yapılabilir. Örneğin; çimento sektöründe ton başına değer tespit edilmesi, telekomünikasyon sektöründe hat başına değer tespit edilmesi gibi. Çimento fabrikası için ton başına 10 milyon TL belirlenmiş ise firmanın kapasitesi de 225 bin ton ise, firmanın değeri 2.250 milyar TL olacaktır.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup>A.g.e. ,s.60

<sup>8</sup> A.g.e. ,s.60

### 1.3.7 İşleyen Teşebbüs Değeri

Faaliyetlerine devam eden firmanın değeri onun varlıklarının dışında işleyişini de kapsayacaktır. İşleyen teşebbüs değeri (Going-Concern-Value), firmanın bir bütün olarak devredilmesi halinde hesaplanan değerdir. Faaliyet halindeki firmanın değeri, sinerji etkisi ile parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında firmanın potansiyel kazançları dikkate alınacaktır. Yukarıda açıklanan tüm değerlendirme yöntemleri dikkate alınarak firmanın işleyen yapısıyla değerinin bulunması, işleyen teşebbüs değerini oluşturur.

Tasfiye değeri, firmanın piyasa değerini belirlemede alt sınırı oluştururken, firmanın işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır.<sup>9</sup>

### 1.3.8 Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/Kazanç oranı bir firmanın net kârı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kurar. Bu oran, hisse başına net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gerekliliğinden yola çıkar. Bu çarpan, firmanın 1TL'lik vergi sonrası hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir.

Büyüme potansiyeli yüksek, geleceği parlak görünen işletmelerin hisse başına düşen kârına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve dolayısıyla oran yükselir. Buradaki olumsuzluk, firmayı takip eden bir yatırımcının firmanın gelecek dönemlerde sağlayacağı kârı tahmin etmede ya da bu konuda bilgi almada karşılaşılabilecek güçlüklerdir.

---

<sup>9</sup> A.g.e. ,s.63

Fiyat/Kazanç oranının önemli kullanım alanlarından biri firmalar arasında yapılan kıyaslamadır. Yatırımcılar hem piyasanın genel durumu hem de ilgili firmanın performansı hakkında beklentilerini Fiyat/Kazanç oranı yardımıyla karşılaştırabilirler. Böyle bir karşılaştırmada firmaların aynı sektörde ve aynı büyüklükte olmaları sağlıklı sonuca ulaşmak açısından önem taşımaktadır. Karşılaştırmada piyasadaki Fiyat/Kazanç oranı ortalaması da alınabilir.

Fiyat/Kazanç oranına dayanarak firma değeri hesaplanırken, firmanın son yılda elde ettiği hisse başına vergi sonrası net kâr, belirli bir tarih itibariyle tespit edilen Fiyat/Kazanç oranı ile çarpılarak hisse senedi piyasa fiyatı bulunur. Bu fiyatın hisse senedi sayısı ile çarpılmasıyla da firma değerine ulaşılr.

Fiyat/Kazanç oranı yönteminde şirket değeri şöyle hesaplanabilir:

$$F / K = \text{Hisse senedi piyasa fiyatı} / \text{Hisse başına net kar}$$

$$\text{Şirket Değeri} = F / K \text{ oranı} * \text{Şirket net karı}$$

Fiyat/Kazanç oranı aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir:

$$F / K = \frac{1 - g/r}{i - g}$$

$g$  = Kazanç ve nakit akımının uzun dönemde büyüme oranı

$r$  = Yeni yatırımların getiri oranı

$i$  = İskonto oranı

Bir firmanın kârı tespit edilemese de, temettü dağıtım oranı, kârın büyüme oranı ve piyasa iskonto faiz oranı bilindiğinde Fiyat/Kazanç oranı şöyle hesaplanabilir:



$$F / K = \frac{d * (1 + b)}{i - y * (1 - d)}$$

*b = Firma net karındaki büyüme oranı*

*y = Firma karının büyüme oranındaki artış oranı*

*d = Temettü dağıtma oranı*

*i = İskonto oranı*

Fiyat/Kazanç oranı bilinen ve sık kullanılan piyasa çarpanı olmakla birlikte hata olasılığı yüksektir. Oranın, hesaplamalarda net kârı gösterge olarak alması ve net kârın değişik muhasebe uygulamalarından ve enflasyondan etkilenecek gerçek kârlılığı yansıtmaması durumunda, ulaşılan sonuçlar yanıltıcı olabilmektedir. Bu sakıncasına rağmen, Fiyat/Kazanç oranı hemen hemen tüm firmalar için hesaplanabilmesi ve kıyaslama yapmanın kolay olması nedeniyle uygulamada yaygın olarak kullanılmaktadır.

Fiyat/Kazanç oranı yönteminin halka açık olmayan firmalara da uygulanabilmesi yöntemin avantajıdır.

Bu yöntemin paranın zaman değerini dikkate almaması, karşılaştırılan firmaların hiçbir zaman tümüyle aynı olmaması, spekülasyona açık borsalarda oluşan Fiyat/Kazanç oranlarının kullanılması, firmanın gelecekte vergi ödeme durumunu hesaba katmaması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtmaması ise yöntemin dezavantajlarıdır. Ancak dönem kârı yerine işletme kârının kullanılması, belli bir dönemin Fiyat/Kazanç oranı ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla yukarıda belirtilen sorunların kısmen aşılabileceği düşünülmektedir.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> A.g.e. ,s.45

### 1.3.9 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı firmaya yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetlerini karşılaştırmaktadır. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının entelektüel sermaye ile de bağlantısı vardır. Bir firmanın piyasa değerinin defter değerini aşan kısmına entelektüel sermaye denmektedir. Söz konusu oranı yüksek olan firmaların güçlü bir entelektüel sermaye yönetimine sahip olduğu söylenebilir.

Firmanın geçmiş verilerinden ya da aynı sektördeki diğer firmaların verilerinden yararlanılarak, firmanın piyasa değeri ile defter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde mevcut defter değeri belirlenir ve daha önce bulunmuş uygun Piyasa Değeri/Defter Değeri oranıyla çarpılır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, hisse senedi piyasa değerinin hisse başına defter değerine oranıdır. Hisse başına defter değeri, özsermayenin defter değerinin dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Özsermayenin defter değeri, ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan kârların toplamına eşittir.

$$Piyasa Değeri / Defter Değeri = \frac{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}{Hisse Senedinin Defter Değeri}$$

$$\Rightarrow H.Senedinin Piyasa Değ. = Piyasa Değ. / Defter Değ. * H.Senedinin Defter Değ.$$

Firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı altında Piyasa Değeri/Defter Değeri oranından yararlanır. Aslında her firmanın kendisine özgü bir yapısı olması nedeniyle varlıklar aynı verimlilikte kullanamıyor olması bir dezavantaj olarak değerlendirilebilir. Yöntemin bir başka dezavantajı, firmanın faaliyetlerini sürdürmekte olduğunu ve gelecekte nakit akımı yaratacağını dikkate almayıdır.

Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri önceden değerlemesi yapılmış benzer firmalarla karşılaştırma yapılıp satış fiyatında düzeltmeler yaparak firmanın değerini belirlemeye yönelik kullanılan yöntemlerdir. Başka bir deyişle, varlığın piyasa değerinin gerçek değerine eşit olduğunu destekleyen yaklaşım şeklidir. Bu durum değerlemeye konu olan varlıkla piyasada karşılaştırılacak çok fazla varlık olduğu, bu varlığın piyasada fiyatlandığı ve varlığın fiyatını standardize etmek için piyasada ortak değişkenler bulunduğu takdirde değerleme anlamında gerçekçi bir cevap verebilir.<sup>11</sup>

### **1.3.10 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri**

Bu başlık altında incelenecek olan yöntemler firmaya ve özsermayeye indirgenmiş nakit akımı yöntemleri ile temettü iskonto modelinden oluşmaktadır.

#### **1.3.10.1 Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi**

Firmaya serbest nakit akımları kavramı ile firmanın temel kaynak sağlayıcıları olan hissedarlara ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları ifade edilmektedir. Firmaya serbest nakit akımları yöntemi genellikle imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır.

#### **1.3.10.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi**

Özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle firmanın değeri bulunurken; firmaya serbest nakit akımları yönteminde olduğu gibi borç ve özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları değil, sadece özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate alınmaktadır. Bu yöntem genellikle banka ve sigorta şirketleri ile diğer finansal hizmet kuruluşlarının değerlemesinde kullanılmaktadır.

---

<sup>11</sup> A.g.e. ,s.48

### **1.3.10.3 Temettü İskonto Modeli**

Bu yöntemde, firma değerini belirleyen temel unsur firmanın gelecekte dağıtacağı tahmin edilen temettü ödemeleridir. Temettü iskonto modelinde, firmanın sonsuza kadar yaratması beklenen temettü tutarları uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenir ve firmanın değeri elde edilir.

Yukarıda kısaca değinilen indirgenmiş nakit akımları yöntemlerine bir sonraki bölümde detaylı olarak yer verilecektir.

Bu yöntemler firma tarafından gelecekte de elde edilecek bir gelir üzerine kurulu olan yöntemlerdir. Öncelikli olarak bu gelir (net kâr veya temettü) belirlenir. Sonra bu gelir ile değer arasındaki bağlantı kurulur ve daha sonra gelirin bir değer hesaplamasına dönüşmesini içerir. Burada değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2 BANKA DEĞERLEME

#### 2.1 Banka Değerleme Nedir?

Banka değerlemesi, değerlendirme konusunda en karmaşık konulardan biridir. Özellikle bankanın içyapısı net bir şekilde bilinmediği takdirde değerlendirme daha da zorlaşacaktır. Bankanın yayınladığı mali tablolar banka hakkında bir bakış açısı oluşturmayı sağlasa bile, bankanın içyapısının tamamını net bir şekilde görmeyi tam olarak sağlayamaz. Bankacılık sektörü yapı itibarıyla yüksek kaldıraçlıdır. Dolayısıyla değişen piyasa koşullarından diğer sektörlerle göre daha fazla etkilenir. Bu nedenle bankaların çoğu aslında birçok iş kolunu bir arada barındıran şirketlerdir ve her iş kolunu ayrı ayrı değerlendirip analiz etmek gereklidir. Uluslararası olarak adlandırılan bankalar bugün bireysel ve kurumsal bankacılık, yatırım bankacılığı ve varlık yönetimi gibi birçok farklı faaliyeti bir arada yürütmektedir.

Son yıllarda ABD ve Avrupa bankacılık sektöründe görülen yüksek kârlılık ve büyüme rakamlarından sonra, 2007 yılında konut kredilerine dayalı finansal ürünlerin işlem gördüğü piyasalarda başlayan kriz, 2008’de bu bankaları büyük bir finansal felakete sürüklemiştir. Birçok büyük kuruluş iflas etmiş ya da devleti tarafından kurtarılmak zorunda kalmıştır. Krizin merkezi bankacılık sektörü olmasına rağmen bütün sektörler bu krizden etkilenmiş, sektörlerin büyümeleri kısıtlanmış ve 2008 yılında dünya çapında bir resesyon yaşanmıştır.

Küresel kredi krizi günümüz ekonomisinde bankacılık sektörünün ne ölçüde kritik öneme sahip olduğunun ve kırılgan olduğunun göstergesi olmuştur. Bankalar kırılgan yapıdadır. Çünkü oldukça yüksek kaldıraçlıdır ve fonlama şekilleri yatırımcıya ve müşteri güvenine dayalıdır. Bu durum bir bankayı bir gecede büyük bir hızla

başarısızlığa sürükleyebilir. Sonuç olarak, bir bankanın değerlemesi diğer sektörlerdeki firmaların değerlemesine göre daha fazla belirsizlik içerir. Bu nedenle, banka değerlemesi ve bu değerlemenin yönetilmesi sürecinde banka faaliyetlerini anlamak oldukça önemlidir.

Uluslararası bankaların hemen hepsinde borç alma ve borç verme, menkul kıymet yatırımı ve aracılık yüklenimi, ödeme hizmetleri, özsermaye ile yapılan bankacılık, varlık yönetimi, bireysel bankacılık ve komisyonculuk gibi geniş yelpazeye sahip iş yüklenimi vardır. Değerleme ve analizin amacına uygun olması açısından bankaların gelirlerinin çeşitlerine göre banka faaliyetlerini üç gruba ayırabiliriz: Net faiz geliri, komisyon geliri, ticari gelir. Bir dördüncü grup olarak ise “diğer gelirler” sayılabilir.

**Net Faiz Geliri:** Bankalar fon fazlası ve fon açığı olanlar arasında aracılık eden kuruluşlardır. Topladıkları mevduatları kredi olarak dağıtarak hizmet verirler. Bir bankanın verdiği kredilerden kazandığı faiz geliri ile topladığı mevduatlara karşılık verdiği faiz gideri arasındaki fark net faiz gelirini oluşturur. Fakat bir bankanın değerinin tamamını net faiz gelirinin oluşturmadığı aşikârdır. Bir banka, kredi verip mevduat toplamının yanı sıra verdikleri hizmetlerden topladıkları komisyonlar ve ücretler, kur farklarından doğan gelirler gibi gelir kalemlerine de sahiptir. Çoğu banka kısa vadeli mevduatlarla uzun vadeli krediler vermesinin sonucu olarak vade uyumsuzluğu problemi ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu durumda kazandığı faiz gelirinden daha fazla faiz gideri ödemek zorunda kalır.

**Komisyon Geliri:** Birçok banka, banka işlemleri nedeniyle yapılan danışmanlık, menkul kıymet yatırımı ve aracılığı, yatırım yapılan varlıkların yönetimi gibi hizmetlerinin karşılığında müşterilerinden bir ücret talep eder. Yatırım bankaları ve yatırım bankacılığı faaliyetlerine ağırlık veren uluslararası bankalar (UBS, Credit Suisse, Deutsche Bank gibi) için bu gelir, net gelirinin neredeyse yarısını oluşturur. Komisyon

gelirinin mantığını anlamak net faiz gelirine göre daha kolaydır. Çünkü komisyon geliri banka için fonlamadan bağımsız olarak oluşan bir gelirdir.

**Ticari gelir:** Özsermaye ile yapılan bankacılık son 10 yılda bankanın sağladığı gelirlere bir üçüncü kategori olarak eklenmiştir. Söz konusu kavram bankanın müşterilerine kazanç sağlamak için aracılık yüklenerek yaptığı işlemleri kendi özsermayesini artırmak için piyasada kendi adına işlem yapmasıyla ortaya çıkmıştır. Bu tür gelir banka için sadece tezgahüstü piyasalar ve dövizden sağladığı geliri değil tezgahüstü piyasada işlem gören egzotik ürünler, CDS ve varlığa dayalı borçlanma kâğıtlarından elde ettiği gelirleri de içerir. Ticari gelir oldukça yüksek değişkenliğe sahiptir. Goldman Sachs ve Lehman Brothers gibi yatırım bankalarının birçoğu için son beş yıldır bu kalem toplam net gelirleri içinde oldukça büyük bir paya sahiptir.

**Diğer Gelir:** Bazı bankalar gayrimenkul danışmanlığı, endüstri şirketlerine yapılan yatırımlar, emeklilik ve sigorta ürünleri ile üçüncü şahıslara verilen hizmetlerden de gelir sağlarlar. Bu gelirler bankanın ana faaliyetlerinin dışında elde ettiği gelirlerdir ve banka gelirlerinin çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır.<sup>12</sup>

Bankanın faaliyet yapısı anlatıldıktan sonra bankanın yapısını daha iyi anlamak için bir sonraki başlıkta banka mali tabloları hakkında önemli bilgilere değinilecektir.

## **2.2 Banka Mali Tabloları ve Özellikleri**

Bir bankanın nasıl çalıştığını anlamanın en iyi yolu bankanın aktifleri ile pasiflerini özetleyen bilançosunu incelemektir. Bilindiği üzere bilançonun yapısı temel bir özdeşliğe dayanır:

---

<sup>12</sup> COPELAND Tom, COLLER Tim and MURRIN Jack; **VALUATION Measuring and The Value of Companies**, John Wiley Sons Ltd., New York, Third Edition, 2010, s.765-768

$$\underbrace{\text{Varlıklar}}_{\text{Aktifler}} = \underbrace{\text{Borçlar} + \text{Özsermaye}}_{\text{Pasifler}}$$

Bu temel özdeşlikte bilançonun pasifi bu işletme için fon kaynaklarını gösterirken, bilançonun aktifi çeşitli kaynaklardan toplanan fonların nasıl kullanıldığını gösterir. Fon kaynakları öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki farklı türdedir.

Bir banka para ticareti yapan bir kurum olarak, öz kaynaklarını değil, yabancı kaynaklarını temel fon kaynağı olarak kullanan bir kuruluştur. Bu bağlamda bankalar mevduat satarak ve borçlanarak fon toplarlar. Toplanan bu fonlar varlık elde edilerek kullanılır. Toplanan fonlarla elde edilen varlıklar arasında en önemlileri krediler ve menkul kıymetlerdir. Bankalar söz konusu kaynakların maliyetine oranla, varlıkları aracılığı ile daha fazla gelir yaratarak kâr elde ederler.

### **2.2.1 Aktifler**

Kaynaklardan elde edilen fonlar, banka tarafından gelir getirici varlıkların satın alınmasında kullanılır. Bu nedenle banka bilançolarının aktif kısmı bankanın fon kullanım yapısını gösterir. Söz konusu varlıklardan elde edilen gelir ile pasifler nedeniyle katlanılan fon maliyetleri arasındaki olumlu fark bankanın kârını oluşturmaktadır. Bankacılık sisteminin fon kullanım yapısının şekillenmesinde ülkedeki bankacılık sistemini düzenleyen yasaların büyük etkisi vardır. Örneğin, ülkemizde söz konusu fon kullanım alanları arasında rezervler, krediler, menkul kıymetler ve diğer varlıklar şeklinde bir genelleme yapmak mümkündür. Açıklamak gerekirse, banka bilançolarının aktif kısmında rezervler, krediler, menkul kıymetler ve diğer varlıklar kalemlerinin büyük tutarlarda olduğu söylenebilir.



### **2.2.1.1 Rezervler**

Tüm bankalar çeşitli kaynaklardan elde ettikleri fonların bir kısmını nakit veya nakde kolayca çevrilebilen varlıklarda tutarlar. Bankaların bu şekilde davranmalarının iki nedeni vardır. Öncelikle, yasa gereği bankalar topladıkları mevduatın belirli bir oranına karşılık gelen kısmını merkez bankasındaki bir hesapta tutmakla yükümlüdürler. Zorunlu rezervler adı verilen bu tür rezervlerin hesaplanmasında esas olan zorunlu rezerv oranı ise merkez bankası tarafından belirlenmektedir. İkinci olarak, bankalar serbest rezervler adı altında ek rezerv bulundurmaktadırlar. Bankalar, acil nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve piyasada karşılaşılabilecekleri kârlı fırsatları değerlendirebilmek için, topladıkları fonların bir kısmını nakit veya nakde kolayca çevrilebilen varlıklarda kullanmayı tercih ederler. Serbest rezervlerin toplam kaynaklara oranının ne olacağına banka kendisi karar vermektedir.

### **2.2.1.2 Krediler**

Bankalar, finansal sistemde üstlendikleri temel fonksiyon olan fon transferi fonksiyonunu, fon fazlası olanlardan topladıkları fonları, fon açığı olan ekonomik birimlere aktararak yerine getirirler. Bu aktarma mekanizmalarından bir tanesi, fon ihtiyacı olan birimlerin çıkarttıkları menkul kıymetleri satın almak, diğeri de bunlara kredi açmaktır. Dolayısıyla kredi, kullanan kişi veya kurum açısından bir borç niteliğinde iken, banka açısından bir alacak veya varlık niteliğindedir. Krediler, tüm varlık içerisinde likiditesi en düşük olan varlık niteliğindedir. Öte yandan krediler, tüm varlıklar içerisinde geri ödenmeme riski en yüksek varlık olma özelliğine de sahiptir.

### **2.2.1.3 Menkul Kıymetler**

Bankanın gelir getirici varlıkları arasında yer alan kredilerden sonraki ikinci tür varlık, bankanın portföyünde yer alan menkul kıymetlerdir. Burada sözü edilen menkul kıymetlerin tamamı borç ifade eden tahvil ve bono türü menkul kıymetlerdir. Hisse

senetleri mülkiyet ifade eden menkul kıymet kategorisinde oldukları için bankanın menkul kıymetleri içerisinde değil, bankanın iştirakleri arasında değerlendirilmektedir.

Bankaların varlıkları arasında yer alan ve borç ifade eden menkul kıymetleri iki grupta incelemek mümkündür: Kamu kesimine ve özel kesime ait tahvil ve bonolar. Bankalar daha çok kamu kesimine ait tahvil ve bonolara yatırım yapmaktadırlar.

#### **2.2.1.4 Diğer Varlıklar**

Bankaların aktifleri sadece menkul kıymet ve kredilerden ibaret değildir. Bunların dışında kalan bankanın maddi ve maddi olmayan duran varlıkları ve iştirakleri gibi varlıkları bu kalem içinde bulunmaktadır. Maddi duran varlıklar, bankanın hizmet üretiminde kullanmak veya idari amaçlar çerçevesinde kullanmak üzere elinde tuttuğu ve bir değerlendirme döneminden daha uzun süre elinde tutmasının beklendiği varlıklardır. Maddi olmayan duran varlıklar, bankanın hizmet üretiminde kullanmak veya idari amaçlar çerçevesinde kullanmak üzere elinde tuttuğu fiziki olmayan varlıklardır. İştirakler; bankanın, sermaye ve yönetim kontrolü bulunmamakla birlikte, üzerlerinde önemli etkinliğe sahip oldukları ortaklıklarındaki paylardır. Bağlı ortaklıklar; bankanın, sermayesi ve yönetimi üzerinde kontrol gücüne sahip buldukları ortaklıklardaki paylardır.

**Tablo 2.1 - Banka Bilançosu Aktif Kalemler**

<b><u>AKTİF KALEMLER (BİN TL)</u></b>	<b><u>CARİ DÖNEM</u></b>	<b><u>ÖNCEKİ DÖNEM</u></b>
I. NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI		
II. GERÇEĞE UYGUN DEĞER FARKI KAR/ZARARA YANSITILAN FV		
III. BANKALAR		
IV. PARA PİYASALARINDAN ALACAKLAR		
V. SATILMAYA HAZIR FİNANSAL VARLIKLAR (Net)		
VI. KREDİLER		
<i>Krediler</i>		
<i>Takipteki krediler</i>		
<i>Özel karşılıklar (-)</i>		
VII. FAKTORİNG ALACAKLARI		
VIII. VADEYE KADAR ELDE TUTULACAK YATIRIMLAR (Net)		
IX. İŞTİRAKLER (Net)		
X. BAĞLI ORTAKLIKLAR (Net)		
XII. KİRALAMA İŞLEMLERİNDEN ALACAKLAR		
XIII. RİSKTEN KORUNMA AMAÇLI TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR		
XIV. MADDİ DURAN VARLIKLAR (Net)		
XV. MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (Net)		
XVII. VERGİ VARLIĞI		
SATIŞ AMAÇLI ELDE TUTULAN VE DURDURULAN		
XVIII. FAALİYETLERE İLİŞKİN DURAN VARLIKLAR (Net)		
XIX. DİĞER AKTİFLER		
<b><u>AKTİF TOPLAMI</u></b>		

### **2.2.2 Pasifler**

Bir banka yükümlülük satarak fon ihraç eder ve bu nedenle banka bilançosunun pasifleri bize fon kaynaklarını gösterir. Pasif yaratarak ya da yükümlülük satarak elde edilen bu fonlar gelir getirici varlıkların (kredi ve menkul kıymet gibi) satın alınmasında kullanılır.

### 2.2.2.1 Mevduatlar

Mevduat, istendiği zaman veya belirli bir vade sonunda geri alınmak üzere bankaya yatırılan fonlardır. Banka açısından değerlendirildiğinde mevduat, bankanın mevduat sahiplerinden aldığı borcu ifade eder. Mevduat sahipleri açısından değerlendirildiğinde ise mevduat, mevduat sahibinin bankaya vermiş olduğu kredi olarak düşünülebilir. Bir ülkedeki yasal düzenlemeler mevduatın farklı biçimlerde sınıflandırılmasına neden olabilir. Örneğin ülkemizdeki sınıflandırmaya göre mevduat dörde ayrılmaktadır: Tasarruf mevduatı, ticari mevduat, resmi mevduat ve bankalar mevduatı. Genel anlamda tasarruf mevduatı gerçek kişilere ait olan mevduatları, ticari mevduat gerçek kişilerin ticari işletmelerine ait mevduatları, resmi mevduat kamu kurumlarına ve kamusal hizmet sunan tüzel kişiliklere ait mevduatları, bankalar mevduatı ise bankaların birbirlerine yatırdıkları mevduatı ifade eder.

Mevduatları vadeleri açısından vadesiz ve vadeli mevduat şeklinde sınıflandırmak da mümkündür. Bankalara istendiği zaman çekilmek üzere yatırılan mevduatlara vadesiz mevduat, belirli bir vade sonunda geri alınmak üzere belli bir faiz karşılığında yatırılan mevduatlara ise vadeli mevduat denir. Bu tanımlamalara göre, vadesiz mevduatlar genellikle işlem amacıyla bankacılık sisteminde bulundurulan mevduatlardır. Kaldı ki bu mevduatlar üzerine çek yazılabilmesi bunların likiditesini nakde yaklaştırmaktadır. Bu nedenle, bankalar açısından vadesiz mevduatlar akışkan ve ucuz maliyetli bir kaynaktır. Son yıllarda, ticari bankalar, mevduat sahiplerine sundukları hizmetleri çeşitlendirerek (otomatik fatura ödeme, kredi kartları, ATM ağının yaygınlaştırılması gibi) daha çok vadesiz mevduatı bankalarına çekmeye çalışmaktadırlar. Dikkat edilirse buradaki amaç kaynak maliyetini düşürebilmektir. Çünkü vadeli mevduat yapısı gereği, maliyetinin vadesiz mevduatlara göre daha yüksek olması nedeniyle, bankalar açısından pahalı bir kaynağı ifade eder.

Genel olarak, vadeli mevduatların bankacılık sisteminde bulundurulma nedeni tasarruftur. Belirli bir süre sonunda geri alınabilecek olması nedeni ile vadeli mevduatlar likiditeden vazgeçmenin bedelini yansıtacak biçimde daha fazla faiz ödemesine konu olurlar. Mevduatların açılacak kredilere de kaynak teşkil ettiğini hatırlarsak, bu durum pahalı bir kaynak maliyetini ifade etmektedir.

Son yıllarda vadesiz mevduatlar içerisinde değerlendirilebilecek bir başka fon kaynağı da yüzen fon adı verilen kaynaktır. Yüzen fonlar, bankaların kasalarına giren ve birkaç gün bekleyen fonlardır. Bu şekilde bankalar çok düşük maliyetle önemli miktarda fon toplamış olurlar. Örneğin; çalışanların maaş ve ücretlerinin banka hesaplarına yatırılması, bankaların elektrik, telefon, doğalgaz gibi periyodik fatura ödemelerini tahsil etmeleri gibi hizmetler aslında bankalara önemli miktarda yüzen fon sağlamakta ve ortalama kaynak maliyetini azaltıcı yönde etki yaratmaktadır.

#### **2.2.2.2 Mevduat Dışı Kaynaklar**

Bankaların kullanabileceği bir diğer yabancı kaynak, borçlanarak elde ettikleri fonlardır. Bankalar bunu dört farklı biçimde yapabilmektedir. Öncelikle, tahvil ve bono ihracı yoluyla banka borçlanabilir. Ancak ülkemizde uzun yıllar yaşanan yüksek enflasyon nedeniyle Türk bankacılık sisteminin bu yöntemle sağladığı fonların toplam kaynaklar içindeki payı yok denecek kadar azdır. Bankalar açısından borçlanarak kaynak sağlamanın bir diğer yolu, merkez bankasından borçlanmaktır. Reeskont kredisi olarak adlandırılan bu fon kaynağının Türk bankacılık sisteminin toplam kaynakları içindeki payı oldukça düşüktür. TC. Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen para politikası araçlarının kullanımına ilişkin değişiklikler sonucu, bankaların toplam kaynakları içerisinde TC. Merkez Bankası'ndan kullanılan kaynakların oranı yok denecek kadar azdır.

Bankaların kaynak sağlamada kullanabilecekleri bir diğer yol, sistemdeki diğer bankalardan borçlanmaktır. Bankalararası (interbank) piyasalar aracılığı ile sağlanan bu

kaynaklar genellikle kısa vadeli kaynaklardır. Bu kaynaktan sağlanan fonları, açılacak krediler için kaynak oluşturmadan çok, bankaların rezerv açıklarını ve acil nakit ihtiyaçlarını karşılamada kullanılan kaynaklar olarak değerlendirmek gerekir.

Bankalar açısından son yıllarda ön plana çıkan mevduat dışı en önemli kaynak uluslararası piyasalardan sağlanan kredilerdir. Alınan bu kredilerin çok büyük bir bölümü sendikasyon kredilerinden meydana gelmektedir. Sendikasyon kredisi, uluslararası piyasalarda çeşitli büyüklükteki bankaların, bir konsorsiyum lideri banka öncülüğünde bir araya gelmesiyle oluşturulan bankalar grubunun bir bankaya verdiği kredidir. Türk bankacılığında dışa açılma eğiliminin güçlenmesi, sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması ve nihayet tüm dünyada yaşanan globalleşme eğilimi bu tür kredilerin yaygınlaşmasındaki en önemli faktörlerdir. Fakat bu durumun Türk bankacılık sistemi üzerindeki kur riskinin de artmasına yol açtığını göz ardı etmemek gerekir.

Bu başlık altındaki sınıflandırmaya dâhil edilemeyen kaynaklar ve ödenecek vergiler, diğer karşılıklar gibi kaynaklar bankanın *diğer pasifleri* olarak adlandırılır.

### **2.2.3 Özsermaye**

Özsermayeyi bankanın varlıkları ile borçları arasındaki farkı ifade eden net değer olarak ele alabiliriz. Özsermaye, kuruluş aşamasında kurucular tarafından taahhüt edilen ve/veya ödenen, daha sonra halka arz, dağıtılmayan kârlar, sermaye yedekleri, kâr yedekleri, geçmiş yıllar kârları yoluyla artırılabilen bir kalemdir. Özsermaye, bankanın varlıklarının değerindeki herhangi bir düşüğe karşı güvence olma özelliği taşımaktadır. Bankanın varlıklarındaki düşüş, banka eğer yeterli özsermayeye sahip değilse bankanın iflasına neden olabilir. Özellikle finansal krizlerde ve batık kredi sorunuyla karşılaşıldığında, bu kalem son derece önemli bir kaynak haline gelmektedir. Tersine, bankanın özsermayesinin olması gerekenden fazla olması da likidite fazlalığı ve atıl bir fonun oluşmasına neden olabilir. Kısaca özsermaye kalemlerine değinelim:

**Hisse Senetleri:** Hisse senetleri, elinde bulundurulanlar için ortaklık ifade eder. Temettü dönemlerinde firmanın kâr dağıtım politikasına göre alınacak kâr paylarının yanında, piyasadaki fiyat değişikliklerinden yararlanılarak yapılan alım satımlarla hisse senetlerinden kazanç elde edilebilir. Hisse senedinin piyasa fiyatı, banka değerliliği hakkında önemli bilgiler verir. Firmanın finansal, hukuki, sosyal anlamda verdiği her karar ve gösterdiği her faaliyet doğrudan hisse senedi değerine yansır. Bu nedenle güçlü ve güvenilir bankaların hisse senetleri primli satılmaktadır.

**Yedek Akçeler:** Yedek akçe bir bankada ileride ortaya çıkabilecek zararları karşılamak, pay sahiplerine düzenli kâr dağıtmak, bankanın gelişmesine katkı sağlamak gibi amaçlarla banka kazançlarından ayrılan tutardır.

**Dağıtılmayan Kârlar:** Bankanın dağıtılmayan kârları, birikmiş net kâr, kazançlar ve yedek akçelere aktarılan tutardır. Dağıtılmayan kârlar hesabı olağanüstü kârlarla artış, olağanüstü gider ve zararlarla azalış gösterir. Hisse senedi ihracı ya da toplanması bu kalemi etkilemez.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> **Finansal Ekonomi**, Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları, 1999

**Tablo 2.2 - Banka Bilançosu Pasif Kalemler**

<b><i>PASİF KALEMLER (BİN TL)</i></b>	<b><i>CARİ DÖNEM</i></b>	<b><i>ÖNCEKİ DÖNEM</i></b>
I. MEVDUAT		
II. ALIM SATIM AMAÇLI TÜREV FİNANSAL BORÇLAR		
III. ALINAN KREDİLER		
IV. PARA PİYASALARINA BORÇLAR		
VII. MUHTELİF BORÇLAR		
VIII. DİĞER YABANCI KAYNAKLAR		
IX. FAKTÖRİNG BORÇLARI		
X. KİRALAMA İŞLEMLERİNDEN BORÇLAR		
XI. RİSKTEN KORUNMA AMAÇLI TÜREV FİNANSAL BORÇLAR		
XII. KARŞILIKLAR		
XIII. VERGİ BORCU		
XV. SERMAYE BENZERİ KREDİLER		
XVI. ÖZKAYNAKLAR		
<b><i>PASİF TOPLAMI</i></b>		

#### **2.2.4 Gelir Tablosu**

Banka gelir tablosunun en önemli kalemleri faizi geliri ve faiz gideri kalemleridir. Banka faaliyetleri gereği bütün kazancını bu iki rakam arasındaki farka bağlı olarak oluşturur. Bankanın verdiği krediler ve menkul kıymetlerinden elde ettiği gelirler faiz geliri kaleminde takip edilir. Mevduat sahiplerine ödediği faiz ve bankanın kendisinin kullandığı kredilere ödediği faiz de faiz gideri kaleminde takip edilir. Faiz gelirin faiz giderinden çıkarılmasıyla elde edilen rakam net faiz geliri ya da gideridir.

Banka gelir tablosundaki net ücret ve komisyon gelirleri kalemi, bankanın verdiği ek hizmetlerin karşılığı olarak aldığı ve faiz nitelikli olmayan gelirlerin kaydedildiği kalemdir. Kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı kalemi ise, krediler ve diğer



alacaklardan doğmuş veya doğması beklenen ancak miktarı kesin olarak belli olmayan zararların karşılanması amacıyla gelir tablosunda gider olarak yazılan bir kalemdir.

Temettü geliri kalemi, aktifinde yer alan finansal varlıklardan bankanın elde ettiği temettü gelirlerinin toplamını ifade eder. Ticari kâr /zarar kalemi, sermaye piyasasında, türev finansal ürünlerde ve döviz pozisyonuna göre bankanın elde ettiği kâr /zarar tutarıdır. Banka için diğer faaliyet giderleri genelde, önceki yıllarda özel karşılık yoluyla gider hesaplarına intikal ettirilen tutarlardan yapılan tahsilât ya da iptallerden, müşterilerden tahsil edilen işlem maliyetlerinden ve saklama hizmet gelirlerinden oluşmaktadır.

**Tablo 2.3 - Banka Gelir Tablosu Kalemleri**

<b>GELİR TABLOSU (BİN TL)</b>		<b><u>CARİ</u> <u>DÖNEM</u></b>	<b><u>ÖNCEKİ</u> <u>DÖNEM</u></b>
<b>I.</b>	<b>FAİZ GELİRLERİ</b>		
<b>II.</b>	<b>FAİZ GİDERLERİ</b>		
<b>III.</b>	<i>NET FAİZ GELİRİ/GİDERİ (I - II)</i>		
<b>IV.</b>	<b>NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ/GİDERLERİ</b>		
<b>V.</b>	<b>TEMETTÜ GELİRLERİ</b>		
<b>VI.</b>	<b>TİCARİ KÂR / ZARAR (Net)</b>		
<b>VII.</b>	<b>DİĞER FAALİYET GELİRLERİ</b>		
<b>VIII.</b>	<i>FAALİYET GELİRLERİ/GİDERLERİ TOPLAMI (III+IV+V+VI+VII)</i>		
<b>IX.</b>	<b>KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR DEĞER DÜŞÜŞ KARŞILIĞI (-)</b>		
<b>X.</b>	<b>DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)</b>		
<b>XI.</b>	<i>NET FAALİYET KÂRİ/ZARARI (VIII-IX-X)</i>		
<b>XII.</b>	<b>BİRLEŞME İŞLEMİ SONRASINDA GELİR OLARAK KAYDEDİLEN FAZLALIK TUTARI</b>		
<b>XIII.</b>	<b>ÖZKAYNAK YÖNTEMİ UYGULANAN ORTAKLIKLARDAN KÂR/ZARAR</b>		
<b>XIV.</b>	<b>NET PARASAL POZİSYON KÂRİ/ZARARI</b>		
<b>XV.</b>	<i>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K/Z (XI+...+XIV)</i>		
<b>XVI.</b>	<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ KARŞILIĞI (±)</b>		
<b>XVII.</b>	<b>VERGİ SONRASI FAALİYET KÂR/ZARARI (XVI±XVII)</b>		
<b>XVIII.</b>	<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET K/Z (XV±XVI)</b>		
<b>XIX.</b>	<b>DURDURULAN FAALİYETLERDEN GELİRLER</b>		
<b>XX.</b>	<b>DURDURULAN FAALİYETLERDEN GİDERLER (-)</b>		
<b>XXI.</b>	<b>DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K/Z (XVIII-XIX)</b>		
<b>XXII.</b>	<b>DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ KARŞILIĞI (±)</b>		
<b>XXIII.</b>	<b>DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM NET K/Z (XX±XXI)</b>		
<b>XXIV.</b>	<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI (XVII+XXII)</b>		

### **2.3 Banka Değerleme Yöntemleri**

Bu başlık altında değerlendirilen yöntemlerden en çok kullanılan yöntemler olan indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve temettü iskonto yöntemine değinilecek olup yöntemlerin bankaya uyarlanmasındaki farklılıklara ilişkin bilgiler verilecektir.

### 2.3.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Firmaların değerinin hesaplanmasında en yaygın kullanım alanı bulan yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi firmanın değerini, nakit akımlarını tahmin ederek belirlemeye çalışmaktadır ve firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının şimdiki değerleri ifade edilmektedir. Dolayısıyla bu yöntemde, firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden değerlendirme tarihi itibarıyla bugünkü değere indirgenmesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla firma değeri, nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Bu yöntemde gelecekteki nakit akımlarını bugüne indirmek için kullanılan iskonto oranı, firmanın gelecekte hedeflediği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak alınmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firmanın geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Firma değeri başlıca beş faktörden etkilenebilir. Bunlar, mevcut varlıkların nakit akışı yaratma kapasitesi, bu nakit akışlarının beklenen büyüme oranı, istikrarlı büyüme oranı, tahmin dönemi ve sermaye maliyetidir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin firmanın gelecekteki performansını firma değerine yansıtan en iyi yöntem olması, nakit yaratma potansiyeline odaklanması, yatırım ve finanslama politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtması, yöntemin en önemli avantajlarını oluşturmaktadır. Ayrıca indirgenmiş nakit akımları yönteminde diğer yöntemlere göre daha fazla bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun yanında, uygulanmasının nispeten karmaşık olması ve geleceğe yönelik çok sayıda belirsizliğin firma değerini etkileyebilmesi de yöntemin dezavantajlarını oluşturmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmaların değerlendirilmesinde kullanılması durumunda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, yatırımcı haklarının yetersizliği, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin nakit akımlarının tahmininde kullanılacak iskonto oranında dikkate alınması gerekmektedir. Nitekim ülkemizdeki yüksek enflasyon dönemlerinde yapılan değerlendirmelerde enflasyona göre çeşitli düzenlemeler yapılmaktaydı. Fakat son dönemlerde enflasyondaki istikrarlılık durumuyla bu tür bir düzenlemeye gerek duyulmamaya başlanmıştır.

Bilindiği üzere firmanın ömrü sonsuz kabul edilir. Bir firmanın nakit akımlarını sonsuza kadar tahmin etmek mümkün olmadığından bir tahmin süresi belirlenmektedir. Firmanın tahmin edilen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değerinin bulunabilmesi için ise *devam eden değer* hesaplanması ve bu değer de bugüne indirgenmesi gerekmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle firma değerinin hesaplanması aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$\frac{\text{Firma Değeri}}{=} \sum_{t=0}^{\infty} \frac{NA_t}{(1+k)^t}$$

*NA = t yılında elde edilecek toplam nakit miktarı*

*k = İskonto Oranı*

*t = Yıl cinsinden süreyi ifade etmektedir.*

Devam eden satırlarda indirgenmiş nakit akımı yöntemi ile değerlendirme süreci açıklanmıştır. Öncelikle firmanın nakit akımları geçmiş yılların mali tablolarından yararlanılarak incelenir. Değer belirleyicinin hesaplanması ile geçmişe ait bütünleştirilmiş bir perspektif oluşturulur. İkinci aşamada işletmenin geleceğe ilişkin performans beklentilerine uygun olarak nakit akımını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır. Üçüncü aşamada, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanır.

Dördüncü aşamada, nakit akımlarının tahmin döneminden sonra sahip olacağı devam eden değeri belirlenir ve bu değer bugüne indirgenir. Son aşamada ise, iskonto edilmiş gelecek nakit akımlarının değeri ve iskonto edilmiş devam eden değer toplanarak işletme değerine ulaşılır. Elde edilen sonuçlar, değerlemede kullanılan diğer yöntemler sonucunda elde edilen değerlerle karşılaştırılır ve yorumlanır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, cari dönemde nakit akımı pozitif olan, gelecek dönemlerdeki nakit akımları kolaylıkla tahmin edilebilen ve uygun iskonto oranının belirlenmesinde risk değişkenlerini kullanabilen firmalar için daha anlamlı sonuçlar verebilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin, firmaya indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemi olarak iki farklı şekilde yorumu mevcuttur. Bu iki farklı yorum, değerlendirme yapan analist tarafından amacına uygun olarak seçilerek uygulamaya konmaktadır.

Aşağıdaki satırlarda indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile ilgili yukarıda kısaca özetlenen noktalara ayrıntılı olarak değinilmiştir.

### **2.3.1.1 Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi**

Firmaya serbest nakit akımları kavramı ile firmanın temel kaynak sağlayıcıları olan hissedarlara ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları ifade edilmektedir. Firmaya serbest nakit akımları yöntemi genellikle imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır.

Firmaya serbest nakit akımları yöntemi ile firma değerinin tespitinde firma bir bütün olarak değerlendirilmekte, sonsuza kadar özsermaye sahipleri ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları tahmin edilmekte, bunların bugünkü değerleri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmakta ve bu değerden firmanın uzun vadeli borçlarının bugünkü değeri düşülerek özsermayenin olması gereken değeri

bulunmaktadır. Bu yöntemde firma değeri olarak hesaplanan tutar, borç sahiplerine de olan nakit akımını içermektedir.

Firmaya serbest nakit akımlarını aşağıdaki şekilde hesaplayabiliriz:

$$NA = FVÖK * (1 - T) + \text{Amortismanlar} - \text{Sermaye Harcamaları} - \Delta \text{İşletme Sermayesi}$$

*Burada;*

*FVÖK = Firmanın faiz ve vergi öncesi kârını,*

*T = Firmanın kurumlar vergisi oranını,*

*$\Delta$ İşletme Sermayesi = Net işletme sermayesi üzerindeki değişimi ifade etmektedir.*

“g” firmaya serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilen sabit büyüme oranı ve “k” firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade ederse, firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

$$\text{Firma Değeri} = \frac{NA}{(k - g)}$$

Firmanın büyümesi  $n$  yılına kadar değişkenlik gösteriyor,  $n$  yılından itibaren sonsuza kadar sabit büyümeye geçiyor ise, bu durumda firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{NA_t}{(1+k)^t} + \dots + \frac{NA_{n+1}}{(1+k)^t} * \frac{1}{(1+k_{sbt})}$$

*Burada;*

*$NA_t = n$  yılına kadar her bir  $t$  döneminde beklenen firmaya serbest nakit akımını,*

*$g = n$  yılından itibaren sonsuza kadar olan sabit büyüme oranını,*

*$k =$  Yüksek büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,*

*$k_{sbt} =$  Sabit büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir.*

Eğer bir firmanın her bir dönem için özsermayeye serbest nakit akım tutarları bilinmekte ise, buradan hareketle her bir döneme ait firmaya serbest nakit akımlarını da hesaplamak mümkün olabilmektedir.

$$FCFF = FCFE + \text{Faiz Giderleri} * (1 - T) + \text{Ana Para Geri Ödemeleri} \\ - \text{Yeni Borçlar} + \text{Hisse Senedi Kâr Payları}$$

*Burada;*

*FCFF = Firmaya serbest nakit akımları*

*FCFE = Özsermayeye serbest nakit akımlarını ifade etmektedir.*

### **2.3.1.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi**

Özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle firmanın değeri bulunurken; firmaya serbest nakit akımları yönteminde olduğu gibi borç ve özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları değil, sadece özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate alınmaktadır. Bu yöntem genellikle banka ve sigorta şirketleri ile diğer finansal hizmet kuruluşlarının değerlemesinde kullanılmaktadır.

Beklenen nakit akımları sadece özsermaye sahiplerine olduğundan, bu nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak firmanın özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmiş tutarlarının toplamı, firmanın özsermayesinin olması gereken değerini göstermektedir. Özsermaye toplamının firmanın hisse senedi sayısına bölünmesi ile her bir hisse senedinin bu yöntemle göre olması gereken fiyatı bulunmaktadır.

Bu yöntemle hesaplanan olması gereken fiyat ile borsada oluşan fiyat karşılaştırılarak, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirildiği kanaatine varılmakta ve alım-satım kararları buna göre verilmektedir.

Özsermayeye serbest nakit akımlarını aşağıdaki şekilde hesaplayabiliriz:

$$NA = FVÖK * (1 - T) + Amortismanlar - Sermaye Harcamaları - \Delta İşletme Sermayesi - Anapara Geri Ödemeleri + Yeni Borçlar$$

Burada sermaye harcamalarının ve işletme sermayesindeki değişikliğin hedef borç rasyosu  $\lambda$  'ya göre finanse edildiği kabul edilmekte, böylece hedef sermaye yapısı bozulmamaktadır. Burada  $\lambda$  ile,  $\frac{(uzun vadeli borç)}{(uzun vadeli borç + özsermaye)}$  oranı ifade edilmektedir. Bu hesaplamalarda borç anapara geri ödemelerinin de yeni borçlanmalarla yapılmakta olduğu kabul edilmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımı hesaplaması ile ilgili yukarıdaki ifadenin  $\lambda$  'yı da içerir biçimde yeniden düzenlenmiş hali aşağıdaki gibidir:<sup>14</sup>

$$NA = FVÖK * (1 - T) - (1 - \lambda) * (Sermaye Harcamaları - Amortismanlar) - (1 - \lambda) * \Delta İşletme Sermayesi$$

### 2.3.1.3 Özsermayeye İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Banka İçin Uyarlaması

Uluslararası Muhasebe Standartları'na göre bankalar, finansal varlıklarını; alım satım amaçlı finansal varlıklar, satılmaya hazır finansal varlıklar, vadeye kadar elde

---

<sup>14</sup> ERCAN M.Kamil, ÖZTÜRK Başaran, KÜÇÜKKAPLAN İlhan, BAŞÇI E.Savaş, DEMİRGÜNEŞ Kartal; **FİRMA DEĞERLEMESİ: Banka Uygulaması**; Literatür Yayıncılık; 2006; s.25-36



tutulacak finansal varlıklar olarak sınıflandırmaktadır. Bu sınıflandırma firmalarda alt hesaplar bazında takip edilirken, bu sınıflandırmanın bankalarda faaliyet konusunda önemli bir yer tutması açısından ana hesap olarak takip edilmesi gerekmektedir.

Alım satım amaçlı finansal varlıklar, piyasada kısa dönemde oluşan fiyat ve benzeri unsurlardaki dalgalanmalardan kâr sağlamak amacıyla elde edilen veya elde edilme nedeninden bağımsız olarak, kısa dönemde kâr sağlamaya yönelik portföyün parçası olan menkul kıymettir.

Vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar, vadesine kadar saklama amacıyla elde tutulan ve fonlama kabiliyeti dâhil olmak üzere vade sonuna kadar elde tutulabilmesi için gerekli koşullar sağlanmış olduğu, sabit veya belirlenebilir ödemeleri ile sabit vadesi bulunan banka kaynaklı krediler ve alacaklar dışında kalan menkul kıymettir.

Satılmaya hazır finansal varlıklar ise tüm bu menkul kıymetler dışında kalan menkul kıymetlerden oluşmaktadır.

Bankalar dağıttıkları kredilerden veya menkul kıymetlerden elde ettikleri gelirleri faiz gelirlerinde, mevduatlara ve kullandıkları kredilere ödedikleri faizi de faiz giderlerinde takip etmektedir. Faiz gelirlerinden faiz giderlerinin çıkartılmasıyla net faiz geliri bulunmaktadır. Bankalar için net faiz geliri bir yerde üretim firmaları için hesaplanan faaliyet kârının karşılığı olmaktadır. En basit biçimiyle net faiz marjı, net faiz gelirinin ortalama aktiflere bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Banka değerlemede, net faiz marjının alt hesaplara bağlı olarak ayrı ayrı ve detaylı hesaplanması, geleceğe yönelik tahminlerin güvenilirliği açısından önemlidir. Detaylı hesaplama ile ifade edilmek istenen, faiz gelirlerinin ve faiz giderlerinin detaylarının bilançodaki ilgili hesaplarla ilişkilendirilmesidir.

Bir üretim işletmesinde firmanın sermayesi denildiğinde uzun vadeli borç ve özsermaye anlaşılmaktadır. Finansal hizmet sağlayan firmalar söz konusu olduğunda, borç farklı bir yapısal özellik göstermektedir. Birçok finansal hizmet firması borcu sermaye kaynağı olarak görmekten çok hammadde olarak algılamaktadır. Bir başka deyişle bankalarda sermaye, borcu içermeyen sadece özsermayeyi içeren dar kapsamlı bir tanımdır.

Bankalar için sermayenin borcu da kapsayan tanımı diğer firmalara göre daha belirsizdir. Bir müşterinin banka hesabına yatırdığı paranın, banka tarafından nasıl algılanacağı muallâktır. Mevduat açısından bakıldığında, mevduat ile bankanın kendisinin borçlanması arasında ayırım vardır. Eğer faize tabi mevduat borç olarak nitelendirilirse, üretim işletmelerinde nasıl finansman giderleri faaliyet kârından sonra dikkate alınmakta ise, bankada da faaliyet geliri mevduat sahiplerine faiz ödemesi yapılmadan önce hesaplanmalıdır. Faiz giderleri bankalar için, faaliyetleri ile ilgili en büyük harcama kalemidir. Bu durum üretim firmaları için satılan malın maliyetinin karşılığıdır. Sonuç olarak, banka değeri tespit edilirken mevduat ve mevduat benzeri banka borçları faaliyetlerden kaynaklanan borçlar olarak dikkate alınıp bankanın sermaye yapısı ile ilişkilendirilmemelidir. Mevduat ve mevduat benzeri borçların vade yapılarına bakılmaksızın bu biçimde yorumlanması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle, indirgenmiş nakit akımlarına göre banka değerlemesi yapılırken, bankanın sermaye yapısının %100 özsermayeden oluştuğunu kabul etmek mantıklı olacaktır. Bu noktadan hareketle banka değerlemesinde, indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılırken iskonto oranı olarak özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> ERCAN M.Kamil, ÖZTÜRK Başaran, KÜÇÜKKAPLAN İlhan, BAŞÇI E.Savaş, DEMİRGÜNEŞ Kartal; **FİRMA DEĞERLEMESİ: Banka Uygulaması**; Literatür Yayıncılık; 2006; s.100-102

### Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Bankalar İçin Düzenlenmesi

Özsermayeye serbest nakit akımlarını aşağıdaki iki formatta hesaplamak mümkündür. Bunlar;

$$\begin{aligned} \text{Özsermayeye Serbest Nakit Akımı} &= FVÖK * (1 - T) + \text{Amortismanlar} \\ &\quad - \text{Sermaye Harcamaları} \\ &\quad - \Delta \text{Net İşletme Sermayesi} \quad \dots(1) \\ &\quad - \text{Anapara Geri Ödemeleri} \\ &\quad + \text{Yeni Borçlar} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ÖSNA} &= FVÖK * (1 - T) \\ &\quad - (1 - \lambda) * (\text{Sermaye Harcamaları} - \text{Amortismanlar}) \dots(2) \\ &\quad - (1 - \lambda) \Delta \text{Net İşletme Sermayesi} \end{aligned}$$

şeklindedir.

Yukarıdaki formülde geçen “ $\lambda$ ” işareti firmanın sermaye yapısı içerisindeki borç oranıdır. Bankalar için borç sıfır kabul edildiğinden (2) numaralı formül aşağıdaki şeklini alır:

$$\begin{aligned} \text{ÖSNA} &= FVÖK * (1 - T) \\ &\quad - (\text{Sermaye Harcamaları} - \text{Amortismanlar}) \\ &\quad - \Delta \text{Net İşletme Sermayesi} \end{aligned}$$

Formülde yer alan kelimeler aşağıda açıklanmıştır. <sup>16</sup>

**Net kâr:** Net kâr, özsermayeye serbest nakit akımlarının hesaplanmasında ilk kalemi oluşturur. Net kâr rakamı banka gelir tablosunun “Net Dönem

---

<sup>16</sup>A.g.e. , s.102-105

Kârı/Zararı” hesabı olarak alınmaktadır. Bu hesabı etkileyen temel değişken net faiz geliridir.

**Amortismanlar:** Amortismanlar, maddi ve maddi olmayan duran varlıkların ilgili döneme ait amortisman giderleridir. Üretim işletmelerinden farklı olmamakla birlikte, bankalarda duran varlıkların toplam aktifler içindeki payı düşük olduğundan amortisman miktarı da düşük olmaktadır.

**Sermaye Harcamaları:** Bankalar için sermaye harcamalarının hesaplaması aşağıdaki formülde verilmiştir. Bu kalemler için dönem sonu rakamdan dönem başı rakamlar çıkarılarak kalemlerin dönem içindeki değişim rakamı formüle yazılmalıdır.

$$\begin{aligned} \text{Sermaye Harcamaları} = & \text{Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar} \\ & + \text{İştirakler} + \text{Bağlı Ortaklıklar} + \text{Krediler} \\ & + \text{Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Kıymetler} \\ & + \text{Personel Giderleri} \end{aligned}$$

**Net İşletme Sermayesi:** Bankalar için net işletme sermayesi anlamlı olmadığından bu kalem sıfır kabul edilmektedir.

**Anapara Geri Ödemeleri:** Bu kalem yoruma açık ve söz konusu bilgiye ulaşılması zor olduğundan sıfır kabul edilmektedir. Örneğin; niteliği itibariyle diğer borçlardan farklı özellikteki borçların kaydedildiği hesap olan “Muhtelif Borçlar” hesabında dönem sonu ve dönem başı arasındaki fark alındığında bunun ne kadarının yeniden borçlanmadan kaynaklandığının, dönem içerisinde ne kadar ödeme yapıldığının tespit edilmesi oldukça güçtür. Bu nedenle bu kalem sıfır kabul edilir.

**Yeni Borçlar:** Bankalar için yeni borçlar kaleminin hesaplaması aşağıdaki formülde verilmiştir. Bu kalemler için dönem sonu rakamdan dönem başı rakamlar çıkarılarak kalemlerin dönem içindeki değişim rakamı formüle yazılmalıdır.

$$\begin{aligned} \text{Yeni Borçlar} = & \text{Mevduat} + \text{Alınan Krediler} \\ & + \text{İhraç Edilen Menkul Kıymetler} \\ & + \text{Muhtelif Borçlar} \\ & + \text{Diğer Yabancı Kıymetler} \\ & + \text{Finansal Kiralama Borçları} \\ & + \text{Sermaye Benzeri Krediler} \end{aligned}$$

### 2.3.2 Temettü İskonto Modeli

Kullanılan en eski indirgenmiş nakit akımları yöntemi temettü iskonto modelidir. Bu model, firmanın gelecekte dağıtacağı temettülerin tahmin edilip bugüne indirgenerek firmaya ait bir değer bulunmasını amaçlar. Bazı analistler fazla kısıtlayıcı olduğu düşüncesiyle temettü iskonto modelini kullanmayı çok uygun görmemesine rağmen, diğer nakit akım modellerine bakıldığında aslında bu modellerin temettü iskonto modelinden türediği görülmektedir.

Yatırımcılar halka açık şirketlerin hisse senetlerini alırken iki noktaya dikkat ederler. Bunlar; hisse senedinin elde tutulduğu süre boyunca dağıttığı temettüler ve bu süre sonunda söz konusu hisse senedinin değeridir.

Bir hisse senedinin değeri, sonsuza giden temettü ödemelerinin bugünkü değeridir. Bu modelde iki temel bileşen vardır: Ödenecek temettü, özsermaye maliyeti. Dağıtılması beklenen temettüleri tahmin etmek için bazı tahminler yapılması gereklidir. Bu tahminler kar dağıtım oranı ve büyüme oranıdır.

### 2.3.2.1 Temettü İskonto Modeli Çeşitleri

Gelecekteki büyüme tahminlerinin çeşitliliğine göre 3 çeşit temettü iskonto modeli geliştirilmiştir.

#### 2.3.2.1.1 Gordon Büyüme Modeli

Gordon büyüme modeli, gelecekte firmanın dağıtması beklenen temettülerin sabit bir büyüme oranı ile tahmin edilip özsermaye maliyeti ile iskonto edilerek firmanın değerinin bulunmasını amaçlar.

$$V = \frac{D_1}{k_e - g}$$

*V = Firmanın bugünkü değeri*

*k<sub>e</sub> = Özsermaye Maliyeti*

*g = Firmanın temettülerinin sonsuz büyüme oranı*

Gordon modeli firma değerini belirlemede kuvvetli ve basit bir yaklaşım olmasına rağmen, firmaya ait temettü tahmini için sabit büyüme oranı kullanılması nedeniyle kullanımı yaygın değildir.<sup>17</sup>

#### 2.3.2.1.2 İki Basamaklı Temettü İskonto Modeli

Değerlemeyi yaparken iki farklı aşamada büyüme tahmini yapılmasına olanak sağlayan bir modeldir. İlk aşamada önceden tahmin yapılması uygun görülen süre için bir temettü dağıtım oranı belirlenir ve bu oran sabit bir oran olmak zorunda değildir. İkinci aşamada ise sonsuza kadar bu oranla büyüyeceğinin varsayıldığı sabit bir büyüme oranı bulunur.

---

<sup>17</sup> DAMODARAN Ashwath, **Damodaran On Valuation Security Analysis for investment and corporate finance**, John Willey&Sons Inc, 2006, s.207

Çoğu durumda başlangıçta tahmin edilen büyüme oranının sabit büyüme oranından büyük olması beklenir. Fakat bu bir zorunluluk değildir. Bu model başlangıçta büyüme oranı düşük olan ve sonrasında daha hızlı büyüyeceği öngörülen firmalara da uyarlanabilir. Formülü aşağıdaki şekildedir:

$$\left( \begin{array}{l} \text{Firmanın} \\ \text{bugünkü değeri} \end{array} \right) = \left( \begin{array}{l} \text{Başlangıçtaki süre boyunca} \\ \text{dağıtılması beklenen temettülerin} \\ \text{bugünkü değeri} \end{array} \right) + \left( \begin{array}{l} \text{Devam eden değer} \\ \text{bugünkü değeri} \end{array} \right)$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{V_n}{(1+k_e)^n} \Rightarrow V_n = \frac{D_{n+1}}{(k_e - g_n)}$$

$D_t = t$  yılında dağıtılması beklenen temettü

$k_e =$  Özsermaye maliyeti

$V_n = n$  yılında firmanın değeri

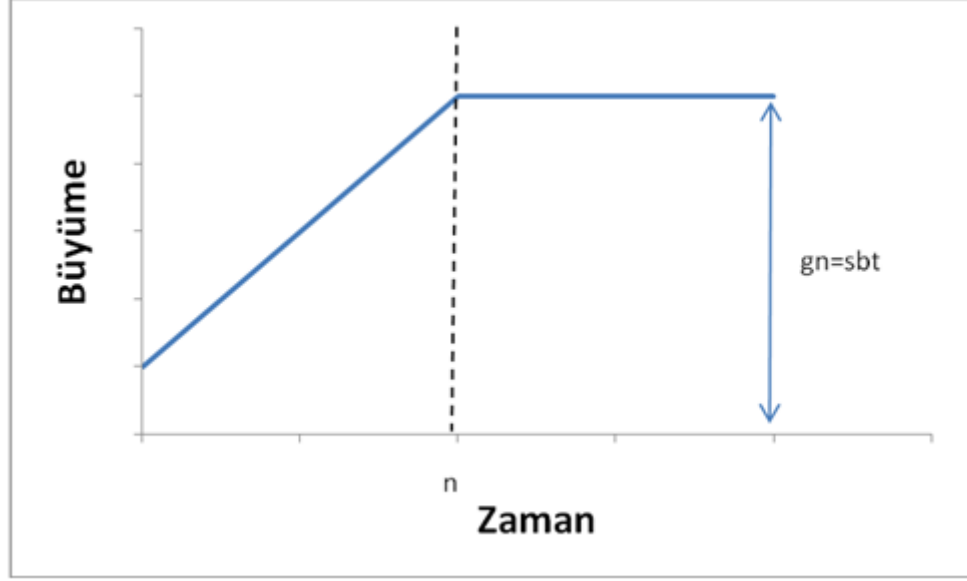
$g =$  Başlangıçtaki büyüme oranı

$g_n =$  Sabit büyüme oranı

Bu formül başlangıçtaki büyüme oranının başlangıç süresi boyunca( n yıl boyunca) sabit kalması veya değişken olması durumuna göre yeniden düzenlenebilir.

İki basamaklı temettü iskonto modelinde firmanın zaman içindeki büyüme tahminleri aşağıdaki grafikte görülmektedir:

**Grafik 2.1 - İki Basamaklı Temettü İskonto Modeli**



İki basamaklı temettü iskonto modeli başlangıçta yüksek büyüme gösterip daha sonra sabit bir oranda büyüyeceği varsayılan firmaların değerlemesi için uygun bir model olacaktır.

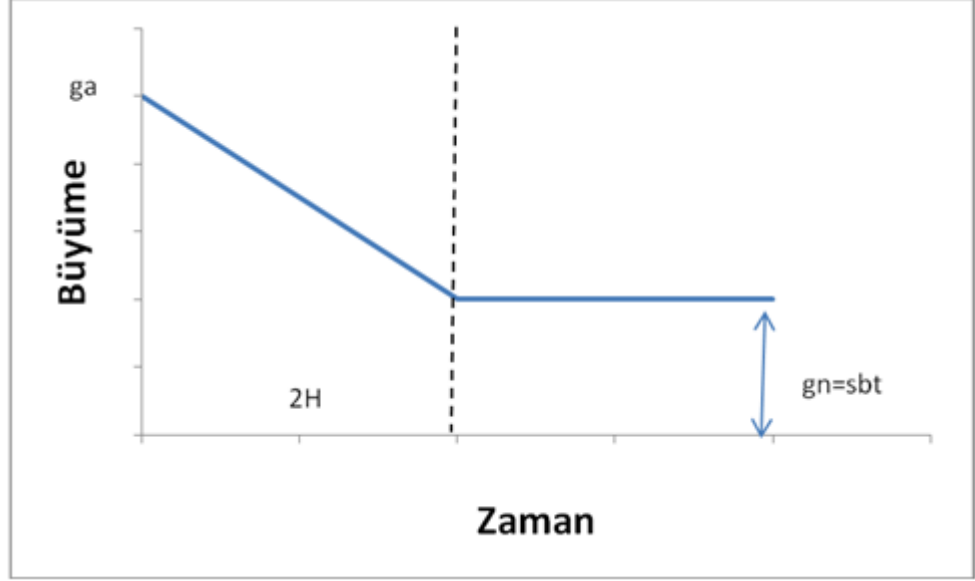
Ayrıca tüm temettü iskonto modeli çeşitlerinde büyümekte olan bir firmanın, büyümesi durağanlaşmış olan bir firmaya göre daha az temettü dağıtacağını göz önünde bulundurmakta fayda olacaktır.

### **2.3.2.1.3 H Modeli**

H modeli olarak adlandırılan ve iki basamaklı temettü iskonto modelinin değişik bir versiyonu olan bu model, firmanın başlangıçta yüksek bir büyüme oranına sahip olduğunu, zamanla bu oranın azalarak bir noktadan sonra sabit kalıp bu sabit oran ile firmanın büyümeye devam edeceğini varsayar.



**Grafik 2.2 - H Modeli**



$$V_0 = \frac{D_0(1+g_n)}{(k_e - g_n)} + \frac{D_0 * H * (g_a - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

$D_t$  = t yılında dağıtılması beklenen temettü

$k_e$  = Özsermaye maliyeti

$H$  = Firmanın büyümesinin azalacağı süre (yıl)

$V_0$  = Firmanın bugünkü değeri

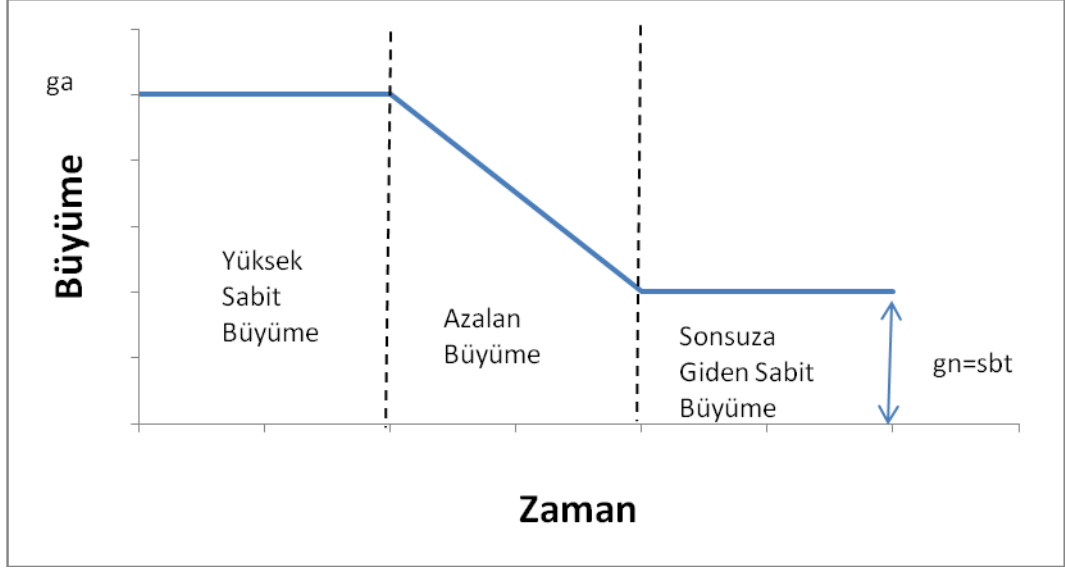
$g_a$  = Başlangıçtaki büyüme oranı

$g_n$  = 2H yıl sonraki sabit büyüme oranı

#### 2.3.2.1.4 Üç Basamaklı Temettü İskonto Modeli

Bu model iki basamaklı temettü iskonto modelinin ve H modelinin birleşiminden oluşturulmuştur. En esnek temettü iskonto modelidir. Firma büyümesinin aşağıdaki şekilde seyredeceğinin öngörüldüğü durumlarda kullanılabilen bir modeldir.

**Grafik 2.3 - Üç Basamaklı Temettü İskonto Modeli**



Bu grafikte firmanın bir süre için sabit yüksek bir oranla büyüyeceği sonra bir süre düşüşe geçeceği ve en sonunda bir oranda sabit kalıp bu oranla büyüyeceği varsayılır. Formülü aşağıdaki şekildedir:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{E_0 (1+g_a)^t \Pi_a}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{E_{n_2} * \Pi_n * (1+g_n)}{(k_e - g_n)(1+k_e)^{n_2}}$$

$D_t$  =  $t$  yılında dağıtılması beklenen temettü

$E_t$  =  $t$  yılındaki kazanç

$k_e$  = Özsermaye maliyeti

$\Pi_a$  = Yüksek büyüme dönemindeki kar dağıtım oranı

$\Pi_n$  = Sabit büyüme dönemindeki kar dağıtım oranı

$V_0$  = Firmanın bugünkü değeri

$g_a$  =  $n_1$  periyodu için büyüme oranı

$g_n$  = Sabit büyüme oranı

$$\Pi = 1 - \frac{\text{Beklenen büyüme oranı}}{\text{Özsermaye karlılığı}}$$

### 2.3.2.2 Temettü İskonto Modelinin Uygulanabilirliği

Bazı analistler sadece temettülere bakılarak değerlendirilmesinin sakıncalı sonuçlar doğurabileceği düşüncesinden dolayı temettü iskonto modelinin kullanılmamaktadır. Bu düşüncelere rağmen modelin savunucuları da mevcuttur.

**Modelin güçlü yönleri:** Modelin en güçlü yanı basit ve kolay uygulanabilir olmasıdır. Diğer bir avantaj modeli kullanmak için yapılan tahminlerin diğer firma değerlendirme modellerine göre oldukça az sayıda olmasıdır. Firmanın son yıl ödediği temettü ve temettülerdeki büyüme tahmini ile istenilen tahminler yapılabilir

Modelin bir diğer avantajı ise şöyledir: Firmanın nakit akımları yıllar itibariyle dalgalı bir görünüm sergilese bile, bir yönetici firmasının temettülerinin nakit akımlarında olduğu gibi dalgalı olmasını istemez. Dolayısıyla firmanın temettülerindeki dalgalanmanın, nakit akımlarındaki dalgalanmaya göre daima daha azdır. Bu da firma değerini belirleme açısından bir avantaj oluşturur.

**Modelin Zayıf Yönleri:** Pek çok firma kazancının büyük bir kısmını temettü olarak dağıtmak yerine elde tutmayı tercih eder. Bu da firmaya ait nakit akımları ile temettüler arasında bir fark doğurur. Bu durum firmanın gerçeğin altında bir değer almasına neden olabilir. Diğer yandan bazı firmalar da oluşturdukları nakit akımdan daha fazla temettü dağıtma yoluna gidebilir. Bu durumda temettü iskonto modelini kullanmak firma değerinin olduğundan fazla gösterilmesine neden olur.

Bu olumsuz yönlere rağmen temettü iskonto modelinin kullanılmasının fayda sağladığı durumlar vardır:

- Firmanın dağıttığı temettüler ile nakit akımları arasında büyük bir fark varsa, temettü iskonto modeli ile oluşturulan değer bir taban değer oluşturur. Firmanın yatırım ve faaliyetlerinden kazanç elde edilemediği

gibi bir izlenim oluştuğu durumlarda, firmanın gerçek değerinin altında da olsa bir değer elde edilmesini sağlar.

- Buyumesini tamamlamış firmaların sabit gelirleri vardır. Bu firmaların dağıttıkları temettü tutarları nakit akımlarıyla karşılaştırıldığında uyumlu tutarlarda olduğu görülür. Böyle durumlarda temettü iskonto modeli avantaj sağlayabilir. Bu firmalar genelde kamu hizmeti veren devlet kuruluşlarıdır.
- Nakit akım tahmininin zor veya imknsız olduğu, tahmini en güvenli şekilde yapılabilecek tek nakit akımın temettü olduğu sektörlerdeki firmaları değerlerken temettü iskonto modeli kullanmak faydalı olabilir. Bankalar da bu kapsamdadır. Bankaları değerlerken temettü iskonto modelinin kullanılmasının iki nedeni vardır: Bunlardan ilki, bir banka için nakit akımın hesaplanmasının zorluğudur. Bunun nedeni bir banka için sermaye harcamaları ve net işletme sermayesinin hesaplanamamasıdır. nk bankaların en önemli varlığı beşeri sermayesidir. Bir başka deyişle, çalıştırdığı insan gücü ve bu insan gücüne yapılan yatırımlar bankanın en önemli varlıkları arasındadır. Eğitim, işe alım gibi beşeri sermaye harcamaları muhasebe standartlarına göre faaliyet harcamaları olarak belirlenir. Banka bilançosunun çoğunu kısa vadeli varlık ve yükümlülükler oluşturduğu için işletme sermayesi bir banka için anlamsızdır. İkinci neden ise, bankalar için düzenleyici sermaye oranları hesaplanırken sermayenin defter değerinin baz alınması ve bunun sonucu olarak dağıtılmamış karların ve zsermayenin bankalar için gerçek sonuçlara sahip olmasıdır.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> A.g.e., s.220-222

### **2.3.3 Temettü İskonto ve İndirgenmiş Nakit Akımları Modellerinin Karşılaştırılması**

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, temettü iskonto modeline alternatif bir model olarak görülebilir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemini temettü iskonto modeli ile karşılaştırmak daha doğru olacaktır. Çünkü her iki modelde de firmanın özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate alınmaktadır.

Özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve temettü iskonto modelini kullanarak aynı sonuca ulaşılabilecek durum, hesaplanan nakit akımları ile temettülerin yıllar itibariyle birbirine eşit olduğu durumdur. Bazı firmalar önceden bir temettü dağıtım politikası belirlediği için ya da hissedarlarının beklentilerini karşılamak adına yarattığı nakit akım miktarı kadar temettü dağıtma yoluna gidebilir. Böyle bir durumda firmanın oluşturduğu nakit akım miktarı ile temettü aynı olacağından bulunan firma değeri aynı olacaktır.

Firmanın dağıttığı temettünün oluşturduğu nakit akımdan fazla veya az olması durumuna göre ise, özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile bulunan değer ve temettü iskonto modeli ile bulunan değer birbirinden farklı olacaktır. Yıllar itibariyle firmanın oluşturduğu nakit akımlarından daha az temettü ödenmesi durumunda, temettü iskonto modelini kullanarak yapılan değerlendirme yanlış sonuç verecektir. Firmanın oluşturduğu nakit akımlarından fazla temettü ödemesi durumunda ise firmanın geleceği bakımından tehlikeli sonuçlar ortaya çıkabilir. Firma her yıl kazandığı tutardan fazlasını hissedarlara dağıtabilmek için borçlanma yoluna gidebilir ki, bu da firmayı yüksek riskli bir konuma iter.

Özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak bulunan değer ile temettü iskonto modeli kullanılarak bulunan değer birbirinden farklı sonuçlar verdiği bir diğer durum ise nakit akımlar ve temettüler için tahmin yapılırken aynı büyüme oranının kullanılmasıdır. Özsermayeye nakit akımları hesaplanırken firmanın hisse sahiplerine ödeme yapıldığı varsayılır. Yatırım harcamaları kalemini etkiler.

Firmaların temettü ödeme politikaları firma değerini etkileyen önemli faktörlerden biridir. Yıllar itibariyle sağladığı nakit akımlara göre az veya fazla temettü dağıtması durumuna göre firmanın değeri farklılıklar gösterir.

Sonuç olarak bu iki yöntem ile ilgili bir genelleme yapmak gerekirse, karlılığı fazla olan firmalar için özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullanmak gerçeğe en yakın değer bulunmasını sağlayacaktır. Karlılığı ön planda olmayan ya da bankalarda olduğu gibi yatırımları otoritelerce sürekli kontrol altında tutulan firmalar için temettü iskonto modeli daha anlamlı olacaktır.<sup>19</sup>

#### **2.3.4 Değerlemede Bankaya Özgü Yapısal Nitelikler**

Bankalar, firmalar ile birçok ortak noktaya sahiptir. Bankalar da firmalar gibi kâr etmeyi amaçlar, rekabet etmek zorundadır ve zaman içinde hızla büyümeyi isterler. Eğer halka arz edilmiş iseler, hakla arz edilmiş firmalarda olduğu gibi hissedarları tarafından kazançları yakından takip edilir.

Banka değerlerken ön plana çıkan üç konu vardır: Bunlar banka için borç kavramı, bankalara uygulanan yasal düzenlemeler ve bankaların yatırım faaliyetleridir.

**Borç Kavramı:** Firmalar için sermayeden bahsederken özsermaye ve borç aklı gelen iki unsurdur. Bir başka deyişle, bir firma faaliyetlerini borç ya da özsermayesi ile

---

<sup>19</sup> A.g.e., s.242-245

finans eder. Bu nedenle bir firmayı değerlerken sadece firmanın özsermayesinin değil firmanın sahip olduğu varlıkların da değerlemesi esastır.

Borç kavramı banka için firmalara göre daha farklı bir anlam ifade eder. Banka için borç sermaye olarak değil de bir hammadde olarak görülür. Bir banka faaliyetleri gereği topladığı mevduatları vadelerine uygun şekilde finansal varlıklara ya da çeşitli bankacılık ürünlerine çevirir. Dolayısıyla bankanın hammaddesi topladığı mevduatlar yani paradır denebilir. Mevduat olarak topladığı parayı satarak kazanç sağlar ve mevduatı elinde tutup kullandığı zaman diliminin karşılığı olarak mevduat sahiplerine faiz ödemesinde bulunur. Bu noktada eğer mevduat borç olarak kabul edilirse mevduat sahiplerine ödenen faiz de finansman gideri olarak kabul edilmek zorundadır. Bu da banka faaliyetlerinin yapısına aykırıdır. Çünkü mevduat sahiplerine ödenen faiz banka gelir tablosunda finansman gideri olarak değil banka gelir tablosunun en büyük gider kalemi olan faiz gideri olarak yazılır. Banka gelir tablosundaki faiz gideri kalemi diğer firmaların gelir tablosundaki satılan malın maliyeti kalemi olarak düşünülebilir. Dolayısıyla mevduat sahiplerinden toplanan faizi finansman gideri kalemine yazmak banka faaliyetlerini gelir tablosuna yanlış yansıtmak anlamına gelir. Bu nedenle, bir banka için mevduat borç olarak kabul edilemez. Bunun sonucu olarak da bankanın borç kavramının olmadığı görülür. Bir başka deyişle, diğer firmaları değerlerken borç ve özsermaye kavramının birlikte göz önüne alınması gerekirken bir banka için sadece özsermayenin değerlendirilmesi gerekecektir. Bu sermaye tanımı, bankalar için özsermaye oranlarını düzenleyici kurumlar tarafından da desteklenen bir olgudur.

**Yasal Düzenlemeler:** Ükelere göre farklılık göstermekle birlikte dünyadaki bütün bankalar ağır yasal düzenlemelerle kontrol altına alınmıştır. Genel itibariyle bu düzenlemeler iki şekildedir. İlki, mevduat sahiplerinin riskini korumak ve bankanın varlıklarına karşılık gelen riski ölçmek için sermaye yeterlilik oranı oluşturulmasıdır. İkincisi, bankaların yaptığı yatırımlara yönelik düzenlemelerdir. Bankaların yaptığı

yatırımlar bu bankaların bazı bankacılık faaliyetlerinin sınırlandırılmasını beraberinde getirebilir.

Bütün bu düzenlemelerin banka değer tespitine etkisine bakıldığında, büyüme tahminlerinin yapılması için geleceğe yönelik yatırım tahminlerine ihtiyaç vardır. Özellikle bankaların yatırım tahminleri çeşitli düzenlemelerle kontrol altına alındığından yatırım tahminlerini yapmak oldukça güçtür.

**Yatırım Faaliyetleri:** Bir önceki başlıkta bahsedildiği üzere bankaların nereye, ne zaman ve ne kadar yatırım yaptığı çeşitli yasal düzenlemelerle kontrol edilmeye çalışılan bir konudur. Yatırım faaliyeti denince akla iki kalem gelir: Sermaye harcamaları ve net işletme sermayesi. Fakat bir banka için bu iki kalemin bulunması neredeyse imkânsızdır.

İlk olarak sermaye harcamaları kalemi ele alınsın. Üretim yapan firmaların aksine bankaların tesisler, makineler ve duran varlıklar gibi maddi varlıkları yoktur. Bankalar için marka ismi ve beşeri sermaye gibi maddi olmayan varlıklar en önemli varlıklardır. Bu maddi olmayan varlıklar da banka gelir tablosunda faaliyet gideri olarak görülür. Dolayısıyla bankanın yaptığı yatırımlar maddi bir varlık olmadığından yaptığı yatırımları izleyebileceğimiz bir kalem bulunmamaktadır. Bu durum geleceğe yönelik bir büyüme tahmini yapmak için bu verilerin kullanılmasını olumsuz hale getirir. Bununla birlikte, bankanın nakit akışında sermaye harcamaları çok küçük bir tutarda ya da sıfır olarak görülür. Buna bağlı olarak da amortisman tutarı da yok denecek kadar azdır.

Net işletme sermayesi kaleminde de ayrı bir problem söz konusudur. Eğer net işletme sermayesini dönen varlıklar ile kısa vadeli yükümlülükler arasındaki fark olarak tanımlarsak, banka bilançosunun büyük bir kısmı ya uzun vadede ya da kısa vadede kalacaktır. Bir başka deyişle, bulacağımız rakamlar yıllar itibariyle bilançonun o anki



durumuna göre oldukça değişken olacak ve anlamlı bir sonuç vermeyecektir. Bu da geleceğe yönelik tahminleri bankanın gerçek durumundan saptıracaktır.<sup>20</sup>

Sonuç itibariyle, bir bankayı değerlerken iki önemli problemle karşı karşıya kalınmaktadır. Banka için gelecekteki yatırım faaliyetlerinin tespitinin zorluğu ve buna bağlı olarak geleceğe yönelik anlamlı bir büyüme oranının bulunamamasıdır.

### **2.3.5 Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yönteminin Banka İçin Uyarlaması**

Banka değerlemesi yapılırken özsermayeye yönelik değerleme yapılması nedeniyle, piyasa yaklaşımına göre değerleme yapılırken seçilecek yöntemlerde de özsermayeye özgü oranların kullanılması uygun olacaktır. Piyasa yaklaşımına göre banka değerlemesinde en çok kullanılan oranlar “*Fiyat/Kazanç*” ve “*Piyasa Değeri/Defter Değeri*” oranlarıdır. Bu çalışmada da bu oranlara yer verilerek banka değeri tespit edilecektir.<sup>21</sup>

#### **2.3.5.1 Banka Değerlemesi Açısından Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi**

Bankalar için de Fiyat/Kazanç oranı bir önceki bölümde belirttiğimiz gibi firmaların Fiyat/Kazanç oranlarıyla benzer şekilde hesaplanır.

$$F / K = \text{Hisse senedi piyasa fiyatı} / \text{Hisse başına net kâr}$$

$$\text{Banka Değeri} = F / K \text{ oranı} * \text{Banka net kârı}$$

---

<sup>20</sup> DAMODARAN Aswath, **Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, John Willey&Sons Inc. New York, 2002, s.802-804

<sup>21</sup> ERCAN M.Kamil, ÖZTÜRK Başaran, KÜÇÜKKAPLAN İlhan, BAŞÇI E.Savaş, DEMİRGÜNEŞ Kartal; **FİRMA DEĞERLEMESİ: Banka Uygulaması**; Literatür Yayıncılık; 2006; s.78-79

Fiyat/Kazanç oranı, kazançlarda beklenen büyüme oranının, kâr payı dağıtım oranının ve özsermaye maliyetinin bir fonksiyonudur. Firmalarda olduğu gibi, kazançlardaki beklenen büyüme oranı ile kâr payı dağıtım oranının yüksek, özsermaye maliyetinin düşük olduğu bankalarda Fiyat/Kazanç oranı nispeten yüksek olmaktadır.

Burada dikkat edilmesi gereken önemli konulardan biri bankaların batık kredileri için düzenli olarak ayırdıkları karşılıklardır. Bu karşılıklar bankanın gelirinin azalmasına neden olmakta, dolayısıyla da Fiyat/Kazanç oranı bu durumdan etkilenmektedir. Batık kredilerin sınıflandırılmasında daha muhafazakâr davranan bankalar daha düşük gelir beyan ettiklerinden Fiyat/Kazanç oranı bu bankalar için daha yüksek olabilmektedir.

Farklı alanlarda yatırım yapan bankalar yatırım yaptıkları alanlarla ilgili olarak farklı risk düzeylerine, büyüme oranlarına ve getiri karakteristiklerine sahip olduklarından bu bankaların piyasa yaklaşımı ile değerlemesi pek sağlıklı olmayabilmektedir. Bir başka deyişle, bankaların ticari faaliyetleri genel itibarıyla aynı olmasına rağmen bankaların kendine özgü olan yatırım tercihleri, bankaların aynı risklilik ile değerlendirilmesini pek mümkün kılmamaktadır.

### **2.3.5.2 Banka Değerlemesi Açısından Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi**

Bir bankanın Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı herhangi bir Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ile benzer şekilde hesaplanır.

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

$$\text{Banka Değeri} = \text{PD / DD oranı} * \text{Banka özsermaye tutarı}$$

Bankanın Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranını etkileyen değişkenler; hisse başına beklenen kazançtaki büyüme oranı, kâr dağıtım oranı, özsermaye maliyeti ve

özsermayenin kazanma gücü olmaktadır. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla; hisse başına beklenen kazançtaki büyüme ve kâr dağıtım oranı yüksek, özsermaye maliyeti düşük ve özsermayenin kazanma gücü yüksek olan bankaların PD/DD oranı da yüksek olmaktadır.

## **2.4 İskonto Oranının Hesaplanması**

Firma değerlemesinde kullanılan iskonto oranı için önemli yeri olan sermaye maliyeti kavramına bu bölümde değinilecektir. Sermaye maliyetinin nasıl hesaplandığına dair açıklamalara yer verilecektir.

Firmaların yatırım kararlarında iskonto oranı olarak sermaye maliyetinin kullanılması, nakit akımlarının, işletmenin sahip olduğu tüm varlıklarla ilgili olarak ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır. Bu sebeple, firma değeri ve sermaye maliyeti arasında oldukça yakın bir ilişki bulunmaktadır. Firmalar uzun vadeli ihtiyaçlarını özsermaye veya uzun vadeli borçlarla sağladıklarından, bu kaynakların hesaplanabilir bir maliyeti olmaktadır. Sermaye maliyeti, özsermaye ve uzun vadeli borçların kendi toplamları içerisindeki ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

Firma değerinin tespit edilmesinde en önemli unsurlardan biri ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin doğru ya da doğruya en yakın şekilde hesaplanmasıdır.

### **2.4.1 Borç Maliyeti**

Sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan borcun maliyeti en basit ifade ile borcun faizi oluşturmaktadır. Borcun maliyeti, firmanın uzun vadeli borçlarının maliyeti olup, firmanın yatırımları bu kaynaklarla finanse edilmektedir. Kısa vadeli borçlar firmanın günlük faaliyetlerindeki sürekliliği sağlamak için gerektiğinde başvurulmuş kaynaklar olup, yatırımların finansmanında kullanılmamasından dolayı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır.

Firmaların başlıca uzun vadeli borçlanma araçları, banka kredileri ve tahvillerdir.

## 2.4.2 Özsermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin iki temel unsurundan biri olan özsermaye maliyetinin hesaplanması borç maliyetine göre daha subjektif unsurlar içermektedir. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında farklı modeller kullanılmaktadır. Bu çalışmada sermaye varlıkları fiyatlama modelinden yararlanarak özsermaye maliyetini hesaplanacaktır. Bu nedenle, bu bölümde bu konuya değinilecektir.

William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilen sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (Capital Assets Pricing Model-CAPM), hisse senedinin fiyatının, özsermaye maliyetinin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılan kolay, anlaşılır ve uygulanabilir bir modeldir. Bu model ile risksiz getiri oranı, pazarın risk primi ve hisse senedinin beta katsayısı kullanılarak özsermaye maliyetini hesaplamak mümkündür.

*Modelin genel ifadesi;*

$$k_e = k_{rf} + \beta * (k_m - k_{rf}) \text{ olup,}$$

$k_e$  = Özsermaye maliyetini,

$k_{rf}$  = Risksiz faiz oranını,

$k_m$  = Pazarın beklenen getirisini,

$(k_m - k_{rf})$  = Pazar risk primini,

$\beta$  = Hisse senedinin beta katsayısını (sistemik riskini) ifade etmektedir.

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, teoride bir takım eleştirilere maruz kalmasına rağmen, kolay uygulanabilirliği bakımından kabul gören bir yöntem olup, özellikle kâr payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bu

modele göre, özsermaye maliyeti hesaplamalarında risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve hisse senedinin betasının doğru olarak belirlenmesi gerekmektedir.

Risksiz faiz oranı olarak, kısa vade için mevcut durumda vadesi en uzun hazine bonusu faiz oranını; uzun vade için de kullanım amacına yönelik olarak 2-5-10-20 yıl ve üzeri vadeli devlet tahvili faiz oranlarını kabul etmek mümkündür.

Pazar risk primi, pazar portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olup, genellikle hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri kullanılarak geçmişe dönük olarak hesaplanabilmektedir.

Model, sistematik olmayan riskin iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile dağıtılabileceği varsayımından hareketle sadece sistematik riski dikkate almaktadır. Beta katsayısı, hisse senedinin pazar portföy getirisine olan duyarlılığını göstermektedir. Bir başka deyişle, hisse senedinin pazar ile birlikte hareket etme eğilimini göstermekte olup pazarın betası 1'dir. Gelecekteki beta katsayısı belirlenirken, geçmişe yönelik bilgilerin kullanılması sebebiyle, bu bilgiler ekonomik koşullardaki değişmelere bağlı olarak farklılık gösterebilmekte ve bunun bir sonucu olarak da geleceği temsil etme gücü zayıflayabilmektedir.

Firmanın hisse senetlerinin borsada işlem görmesi durumunda, beta katsayısının hesaplanması oldukça kolaydır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların beta katsayılarının belirlenmesinde uygulanan yöntem ise, borsada işlem gören ve aynı sektördeki benzer firmaların beta katsayılarının kullanılmasıdır.

Bir hisse senedinin betası 1 ise, pazar portföyüne eşit bir riske sahiptir. Betası 1 olan hisse senedi, pazar portföyünün ortalama getirisinde meydana gelecek artış ya da azalış oranına bağlı olarak, pazar ile aynı oranda ve aynı yönde etkilenmektedir. Hisse

senedinin betasının 1'den büyük olması bu varlığın beklenen getirisinin buna bağlı olarak risk priminin yüksek olduğunu ifade etmektedir.

### 2.4.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Farklı kaynaklardan sağlanan sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyetleri bulunmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın herhangi bir tarihteki bilançosunun pasifinde yer alan uzun vadeli borçlarının ve özsermayesinin piyasa değerlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır. Önce her bir sermaye unsurunun sermaye içindeki payı hesaplanır. Sonra her bir sermaye unsurunun maliyeti hesaplanır ve sermaye unsurlarının toplam içerisindeki ağırlıkları ile sermaye maliyetleri çarpılır. Bu değerlerin toplamı da ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini verir.

$$k_{WACC} = \left[ W_d * k_d * (1-T) \right] + \left[ W_e * k_e \right]$$

*Burada;*

$W_d$  = Uzun vadeli borçların ağırlığını,

$W_e$  = Özsermayenin ağırlığını,

$k_d$  = Uzun vadeli borçların vergi öncesi faiz oranını,

$k_e$  = Özsermaye maliyetini,

$k_{WACC}$  = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

$T$  = Kurumlar vergisi oranını göstermektedir.

Buradan bulunan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, indirgenmiş nakit akımları yöntemini uygularken ihtiyacımız olan iskonto oranı olarak kullanılır.

### 2.5 Devam Eden Değer Kavramı ve Hesaplanması

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değerlemesi sürecinde firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tahmininin tam anlamıyla yapılamamasından

dolayı, firmanın gelecek nakit akımları, öngörülen dönem ve ön görülen dönem sonrası olmak üzere iki döneme ayrıştırılır.

$$\text{Firma değeri} = \frac{\text{Öngörülen dönemdeki nakit akışlarının bugünkü değeri}}{\text{Öngörülen dönemden sonraki nakit akışlarının bugünkü değeri}}$$

Öngörülen dönem, firma değerlemesinde genellikle 5-10 yıl arası olarak alınır. Çünkü nakit akımların tahmin edilen dönemi ne kadar fazla olursa, değerlendirme sonuçlarının güvenilirliği ve gerçekleştirilebilirliği o kadar düşük olacaktır. Nakit akımlarının büyüme oranının, öngörülen dönem süresince tespitinde firmanın gelecek yıllara ait oluşturduğu bütçelerden yararlanabileceği gibi, firmanın önceki dönemlerdeki büyüme oranlarının ortalaması alınarak, nakit akımların tahmini yapılabilir. Öngörülen dönem sonrasındaki dönemde firmanın yaratacağı nakit akımlarının büyüme oranları tahmin edilmez, sadece nakit akımlarının sabit bir oranda büyüyeceği varsayılır. Sabit büyüme varsayımının arkasında, firmanın nakit akımlarının belirli bir dönem sonrasında istikrara kavuşacağı düşüncesi yatmaktadır.

Öngörülen dönem sonrasında nakit akışlarını her yıl için ayrıntılı biçimde belirlemeye çalışmak yerine, planlama dönemi sonrasındaki nakit akışlarının değerini temsil eden tek değer hesaplanır. Bu değere *devam eden değer* (terminal value - continuing value - residual value) denir. Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımların bugünkü değerinin bulunabilmesi için öncelikle firmanın devam eden değerinin bulunması gerekmektedir. Devam eden değer bulunduktan sonra bulunan bu değer bugüne indirgenir. Aksi takdirde, devam eden değer firmaya sağlayacağı katkı göz ardı edilerek yanlış değerlendirmeler yapılabilecektir. Dolayısıyla bu yöntemle firma değerinin hesaplanması sürecinde firmanın devam eden değeri önem kazanmaktadır. Firmanın devam eden değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$DED = \frac{NA_{t+1}}{(k - g) * (1 + k)^t}$$

*NA = Nakit akımı*

*k = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti*

*t = Nakit akımlarının süresi*

*g = Planlanan dönem sonrasındaki nakit akışlarının büyüme oranı*

Yukarıdaki formülde ifade edilen ve “g” sembolü ile gösterilen planlanan dönem sonrasındaki nakit akımlarının büyüme oranının hesaplanması değerlendirme açısından yüksek önem arz eden bir konudur. Devam eden değerlerin hesaplanmasında kullanılan sabit büyüme oranı, firma satışlarının ve firma kârının büyüme oranından farklıdır. Sabit büyüme oranı ile ilgili bir diğer önemli konu ise sabit büyümenin ne zaman başlayacağıdır. Sabit büyüme oranının çok yüksek tespit edilmiş olması, sabit büyümeye geçilmediği halde, sabit büyümeye geçilmiş gibi hesaplama yapıldığını gösterir. Sabit büyümeye geçilen dönemin doğru tespit edilmesi, devam eden değerlerin doğru hesaplanması bakımından kritik bir öneme sahiptir.

Sabit büyüme ile milli gelir arasındaki ilişki de tartışılması gereken bir noktadır. Bazı görüşlere göre, milli gelir ile sabit büyüme birbirine eşit olarak kabul edilebilir. Diğer bir yaklaşıma göre ise, sabit büyüme oranı, milli gelir büyüme oranını aşamaz. Bu durumda, zaman içinde firmanın milli ekonomiden daha büyük hale gelmesi teorik olarak mümkün olamamaktadır.

## **2.6 Değerlemede Kullanılacak Para Birimi ve Değerlemenin Tahmin Dönemi**

Enflasyonun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu da içeren yerel para cinsinden tahminlerin anlamsız olduğu açıktır. Amerikan doları ya da istikrarlı bir başka yabancı paraya dayanan tahminler ise bu ülkelerde dalgalı kur uygulaması varsa çok yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir. Bu nedenle en sağlıklı yöntem, sabit yerel para



tahminlerinin yapılması ve ulaşılan sonuçların anlaşılabilirlik bakımından bir başka yabancı paraya çevrilmesi olacaktır.

Bilindiği üzere firmanın ömrü sonsuz kabul edilir. Fakat firmanın nakit akımlarını sonsuza kadar tahmin etmek mümkün olmadığından bir tahmin süresi belirlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde çoğunlukla 10 yıllık bir dönem alınırken, ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde bu süre 5-7 yıldır.

## **2.7 Banka Değerine Etki Eden Faktörler**

Banka değerine etki eden unsurların başında, bankanın kârlılığına ilişkin geleceğe dönük beklentiler yer alır. Gelecekte oluşması beklenen kazançtan yarar sağlama, değerlemenin temel ilkelerinden biridir ve yatırım kararlarında önemli rol oynar. Kârlılığa ilişkin kararlar da, net kâr, aktif kalemler, gelir getiren kalemler kullanılarak bulunan belli oranların analizi sonucu verilebilir. Bunun yanında, değerlendirilecek bankanın içinde bulunduğu ülkenin ekonomik şartları, sektörel yapısı, devletle ilgili düzenlemeler de önemlidir. Örneğin, vergisel düzenlemeler, faiz oranları, enflasyon, bankaların kârlılıklarını etkilemektedir. Yine aktif kalemler, mevduat ve kârlılıktaki artışın düzenli olması da önemlidir. Çünkü bunlar banka ölçeği ve büyüme hızı ile ilgili önemli oranlardır. Kârlılığın doğrudan etkilendiği bir oran olarak bankanın hisse senetlerinin piyasa değeri ve fiyat / kazanç oranı da banka değerini doğrudan etkilemektedir. Fiyat / kazanç oranı kâr dağıtma potansiyelini ve aktif değerini birebir yansıtır.

Kârlılığın yanında likidite de önemli bir unsurdur. Likiditenin yüksek olması yatırımcılara güven vermektedir. Aynı zamanda yabancı kaynak bulma kapasitesine de doğrudan etki ettiği için kârlılığa olumlu etki edebileceği düşünülebilir. Bankanın kârlılığı, likiditesi, finansal yapısı gibi unsurlarla ilgili oranlar, banka değeri ile yakından ilişkilidir.

Finansal sektörde globalleşme ve rekabetin artmasıyla bankaların personel kalitesi, şube ağı, yönetim politikaları, derecelendirme kuruluşlarınca verilen puanlar da en az sayısal veriler kadar önemli hale gelmiştir. Özellikle birleşme ve devralmalarda fiziki olarak organizasyonun yanında, insan kaynağı, bankanın saygınlığı, hizmet kitlesi de devralınmaktadır. Dolayısıyla yönetim kalitesi, yeterli kadro, yeterli şube ağı banka değerine birebir etki edecektir.

Uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından verilen puanlar da, yerli ve yabancı yatırımcıların, bir bankaya yatırım yapmaya yönelmesi açısından oldukça önemlidir. Derecelendirme kuruluşları, uluslararası piyasada edindikleri tecrübelerle yatırımcıların talebine istinaden derecelendirme yapmaktadırlar. Ayrıca sermaye piyasalarının şeffaflığı gereğince herhangi bir talep olmaksızın da derecelendirme yapabilirler.

## **2.8 Banka Değerlemede Yaşanan Zorluklar**

Bankalar kredi kartları, kurumsal krediler ve diğer kredi türleri gibi faiz getirisine sahip birçok iş kolunu barındırır. Bankalar nasıl ki, verdikleri kredileri tek ve çok çeşitli olarak bünyelerinde barındırıyorsa, müşteri mevduatlarını da birden çok şekilde bünyelerinde barındırabilir. Ayrıca toplam varlıkları içinde küçük miktarda yer kaplamasına rağmen bankaların da işletme sermayesi, çeşitli taşınmazlar, teçhizatlar ve demirbaşlara yatırım yapmaya gereksinimleri vardır. Bankaların yapısındaki bu çeşitlilik banka analizini karmaşık hale getirir. Bu başlık altında banka değerlendirme ile ilgili bu zorluklara değinilecektir.

Banka değerlemesinde karşılaşılan sorunlardan biri banka değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılmasının endüstriyel sektöre göre farklılıklar göstermesidir. Bu nedenle, bankanın nakit yaratan kalemlerinin göz önüne alınması gerekmektedir. Nakit yaratan kalemlerin büyüme oranları, geçmiş bilanço ve gelir tabloları kullanılarak hesaplanmaktadır. Bankacılık sektörü büyüme oranları, yurt

içi ve yurt dışı piyasalar için hesaplanarak yayımlanmaktadır. Bu oranlar değerlemesi yapılacak banka için baz teşkil edebilir. Bunun yanı sıra nakit akışlarının tahmini ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin tahmini de zorluk yaratabilecek konulardan olabilir. Bu durumda özsermaye değerinin, direkt olarak özsermayeye nakit akışlarının indirgenmesi ile ölçülmesi daha doğru olacaktır.<sup>22</sup>

Karşılaşılan bir diğer sorun ise vade uyumsuzluğudur. Açıklamak gerekirse, bankanın uzun vadeli kredileri fonlamak için kısa vadeli mevduatları kullanması vade uyumsuzluğu doğurur ve bundan dolayı bir faiz geliri oluşturur. Faiz gelirin oluşması ilk bakışta olumlu olarak gözükse de bu aldatıcı bir durumdur. Bir banka fonlarını 3 yıl vadeli kredi olarak kullanırsa ve bu kullanımın finansmanını 1 vadeli mevduat toplayarak yaparsa, kısa ve uzun dönem faiz oranları arasındaki vade uyumsuzluğundan kaynaklanan bir kazanç elde eder. Bu durumun aldatıcı olmasının sebebi, mevduat için verilecek olan faiz oranının 1 yıllık süre için geçerli olması fakat verilen kredi için alınacak faiz oranının 3 yıl boyunca geçerli olmasındandır. Mevduat için verilecek faiz oranı her yıl için düzenlenecektir. Fakat kredi için verilen faiz oranı 3 yıl geçerli olacaktır. Bu durumda ikinci yıl için mevduata verilecek faiz oranının piyasa şartlarına göre krediden alınacak faiz oranından yüksek olması, banka için vade uyumsuzluğundan dolayı zarar doğuracaktır. Vade uyumsuzluğunun bankaya zarar oluşturmayacak şekilde sürdürülebilmesi aşağıdaki durumlarda mümkün olabilmektedir.<sup>23</sup>

- Faiz marjlarının, faiz oranları seyrine göre ayarlanabilmesi mümkün olduğunda,

---

<sup>22</sup> DAMODARAN Aswath, **Dark Side of Valuation**, Financial Times Prentice Hall, 2002, s.590

<sup>23</sup> COPELAND Tom, COLLIER Tim and MURRIN Jack; **VALUATION Measuring and The Value of Companies**, John Wiley Sons Ltd., New York, Third Edition, 2000, s.438-440

- Kredilerden sağlanan nakit akışları piyasadaki cari faiz oranlarıyla yeniden yatırımlarda kullanıldığında ve fonlaması faiz marjı politikası çerçevesinde devam ettirildiğinde,
- Faiz oranlarının değişmesi durumunda faizli mevduatlarla faizsiz mevduatlar arasında denge sağlanabilme esnekliği olduğunda.

Bilindiği gibi günümüzde bankalar birden çok bankacılık türüyle hizmet vermektedir. Hatta büyük müşterileri için kişiye özel bankacılık hizmeti bile verebilmektedirler. Ne yazık ki bu farklı türlerdeki hizmetlerinin hepsini detaylı olarak bilanço ve gelir tablosuna yansıtamamaktadır. Bu da değerlendirme açısından sıkıntı yaratabilmektedir.

Banka mali tabloları firmalara göre farklı yapıdadır. Firmaların bilançosunda olduğu gibi kısa ve uzun vadeli varlık ve yükümlülük kavramı, banka bilançosunda yoktur. Ayrıca bir bankanın faaliyetleri için gerekli hammadde para olduğundan, bu göz önünde bulundurarak değerlendirme yapılması gerekmektedir. Bu da firma değerlendirme ile banka değerlendirme arasında önemli farklılıkların doğmasına neden olur.

Banka değerlendirirken kullanılacak modelin seçimi de banka değerlendirilmede yaşanan bir diğer zorluktur. Bankanın değerini doğru yansıtacak modelin hangi model olduğuna karar verebilmek için banka faaliyetleri ve değerlendirme modellerinin içeriğine hakim olmak gereklidir. Model seçimi ile ilgili sıkıntılar giderildikten sonra bu modelin banka mali tablolarının ve banka faaliyetlerinin yapısını göz önüne alarak uyarlaması zorlu bir süreçtir. Ayrıca uygulama aşamasında başvurulacak kaynakların kıt olması da analistlerin banka değerlendirirken karşılaştığı en önemli sıkıntılardandır.

Banka değerlendirme konusunda teorik kaynaklara ulaşmak güç olmasa da, uygulama aşamasında teorik bilgileri değerlendirilecek bankanın karakteristik özelliklerine ve

değerlemenin yapıldığı ülkenin ekonomik şartlarına uyarlamak güçlükler doğurmaktadır. Teorik bilgileri uygulama aşamasında zorlukların aşılabilmesi için banka faaliyetlerinin iyi anlaşılması ve değerlendirme konusuna yönelik uygulamaların incelenmesi gereklidir.

Bir diğer önemli nokta ise, bankanın değer yaratan kalemlerinin modelde kullanılarak analizin yapılmasıdır. Bu değer yaratan faktörleri gözden kaçırmamak için daha önce de bahsedildiği üzere bankanın faaliyet yapısının doğru anlaşılması şarttır.

Bu çalışmada, bankaların bilgilerinin önemli bir bölümünün gizli bilgi olarak saklanması dolayısıyla, bankaların dışarıdan hisse senetlerine yatırım yapacak bir yatırımcı açısından değerlemesi üzerinde durulacaktır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3 BANKA DEĞERLEME İMKB UYGULAMASI

#### 3.1 Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmada İMKB’de işlem görmekte olan bir ticari bankanın 2007-2011 yılları arasındaki verileri kullanılarak Temettü İskonto Modeli ile banka değerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Bu çalışmaya söz konusu olan banka Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ‘dir. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’ye ait geleceğe yönelik temettü tahmini yapılması için geçmiş yılların mali tablo verileri kullanılacaktır. Bu mali tablolardan elde edilecek bazı finansal oranlar ve sektöre yönelik gelecek tahminleri ile çalışma desteklenerek, tahmin için temettü iskonto modeliyle bir değer oluşturulacaktır.

Ayrıca söz konusu bankanın değerinin tespit edilmesinde tek bir yönteme bağlı kalmamak açısından Piyasa Değeri(PD)/ Defter Değeri (DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemleriyle de bir uygulama yapılacaktır. Söz konusu yöntemler kullanılarak elde edilecek değerlerden Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için 31.12.2011 tarihi itibarıyla tespit edilen bir değer aralığına ulaşılabacaktır.

#### 3.2 Araştırmada Kullanılan Veriler

Çalışmada Temettü İskonto Modeli ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin bugünkü değeri bulunurken 2007-2011 yılları arasındaki bilanço ve gelir tablosu verileri esas alınmıştır. Bazı verilerde bu bilanço ve gelir tablolarına ait dipnotlardan da yararlanılmıştır.

Temettü İskonto Modeli'nde geleceğe yönelik tahmin yaparken anlamlı sonuçlar elde edilebilmesi adına Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu ve Kalkınma Bakanlığı'nın yayınladığı raporlardaki bazı tahminlerden yararlanılmıştır.

Piyasa Değeri(PD)/Defter Değeri(DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemleriyle değerlendirme yaparken ise, İMKB'de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın bazı mali tablo kalemlerinden yararlanılmıştır. Ayrıca İMKB'nin bu bankalar için 31.12.2011 tarihi itibarıyla açıklamış olduğu piyasa değerleri çalışmada kullanılmıştır.

### **3.3 Araştırmada Kullanılan Yöntemler ve Sonuçlar**

Çalışmada daha önce de belirtildiği üzere Temettü İskonto Modeli ile Piyasa Değeri(PD)/ Defter Değeri (DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemleri kullanılmıştır. Bu modelin seçilmesi ile ilgili nedenlere, çalışma esnasında izlenen yöntem, özsermaye maliyeti ve devam eden değer hesaplanması konularına bu başlık altında değinilecektir. Uygulanan her adım detaylı bir şekilde anlatılacak ve nedenleri ele alınacaktır.

#### **3.3.1 Kullanılan Modeller ve Tercih Edilmesinin Nedenleri**

Çalışmanın önceki bölümlerinde de temettü iskonto modelinin kullanılmasının bir bankanın değerini tespit ederken daha uygun olacağına değinilmişti. Değerlemede en sık kullanılan yöntemlerden olan firmaya veya özsermayeye indirgenmiş nakit akımları yöntemleri ile temettü iskonto modeli arasında banka için bir seçim yapmak gerektiğinde, temettü iskonto modelinin seçilmesinin daha uygun olacağı düşünülmüştür. Bunun iki nedeni vardır:

- İndirgenmiş nakit akımları yönteminin temel amacı firmaya yönelik nakit akımlarını bularak firma değerini tespit etmektir. Bu nakit akımlarının tespit edilmesi için firmaya ait net kâr, amortisman tutarı, sermaye

harcamaları ve işletme sermayesi kalemlerini bilmek gereklidir.<sup>24</sup>Fakat önceki bölümde de açıklandığı üzere, bankalar için sermaye harcamaları ve amortisman kalemleri oldukça düşük tutarlı olduğundan, net işletme sermayesi de anlamsız ve yıllar itibariyle değişken sonuçlar vereceğinden hesaplanması değerlendirme açısından anlamlı olmayacaktır. Sağlam temeller üzerine oluşturulmamış bir nakit akım serisi ile geleceğe yönelik tahminler yapıp bir değer bulmak da çok doğru sonuç vermeyecektir.

- Bir diğer neden bankanın faaliyet konusu ile alakalıdır. Bankanın temel faaliyeti, mevduat sahiplerinden topladığı parayı talep eden ihtiyaç sahiplerine kazanç sağlayacak şekilde satmaktır. Bankanın temel faaliyeti böyle iken, topladığı mevduatı satmayarak nakit fazlası oluşturması bankanın faaliyetlerini yürütemediğinin göstergesi olacaktır. Bir başka deyişle, bir bankayı değerlemek üzere nakit akım oluşturduğumuzda bu nakit akımların negatif çıkması beklenir. Bu durum bir banka için olağan bir durumdur. Dolayısıyla sürekli nakit açığı veren bir firmayı indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile değerlemek çok anlamlı sonuç vermeyecektir.

Yukarıda sıralanan nedenler ışığında bu çalışmada Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için değer tespiti yapılırken temettü iskonto modeli kullanılmasının daha doğru sonuç vereceğine karar verilmiştir. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin 2007-2011 yılları arasındaki mali tabloları ile temettü ödemeleri incelenmiş ve bazı varsayımlarla birlikte çeşitli raporlardan elde edilen tahminler yardımıyla değer tespiti yapılmıştır.

---

<sup>24</sup>  $NA = FVÖK * (1 - T) + Amortismanlar - Sermaye Harcamaları - \Delta İşletme Sermayesi$   
nakit akım hesaplanırken kullanılan formüle önceki bölümlerde değinilmişti.



Ayrıca Piyasa Değeri(PD)/ Defter Değeri (DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemleriyle de değer tespitleri yapılarak Temettü İskonto Modeli ile bulunan değere alternatif nitelikte Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için değer bulunması amaçlanmıştır.

### **3.3.2 Kullanılan Yöntemler İçin Yapılan Varsayımlar ve Yöntemlerin Uygulanması**

Bu başlık altında çalışmanın uygulama aşamasındaki basamaklar anlatılacaktır. Banka değerleme konusunda temettü iskonto modeli kullanılarak, bu çalışmaya özgü olarak izlenen yöntemle detaylı olarak değinilecektir. Daha sonra özsermaye maliyetinin ve devam eden değerin hesaplanması ile ilgili ayrıntılara yer verilecektir. Son olarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için bir değer tespiti yapılmış olacaktır.

#### **3.3.2.1 Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Mali Tablolar ve Dağıtılan Temettü Tutarları**

Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değerlemesine esas alınan mali tablolar ve dağıtılan temettü tutarları aşağıdaki gibidir:

**Tablo 4.1-** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Özet Bilanço – Aktif Kalemler

<b>(BİN TL)</b>					
<b><u>AKTİF KALEMLER</u></b>	<b><u>2007</u></b>	<b><u>2008</u></b>	<b><u>2009</u></b>	<b><u>2010</u></b>	<b><u>2011</u></b>
NAKİT DEĞERLER	12.818.805	12.640.804	17.945.456	17.117.557	25.035.765
FİNANSAL VARLIKLAR	18.883.427	27.385.925	38.478.692	41.511.256	37.915.703
<i>Brüt Krediler</i>	<i>38.694.984</i>	<i>52.299.554</i>	<i>53.049.778</i>	<i>69.728.606</i>	<i>90.329.108</i>
<i>Takipteki krediler</i>	<i>852.314</i>	<i>1.264.824</i>	<i>2.295.198</i>	<i>2.233.111</i>	<i>1.933.533</i>
<i>Özel karşılıklar (-)</i>	<i>545.274</i>	<i>814.678</i>	<i>1.868.340</i>	<i>1.804.175</i>	<i>1.528.532</i>
NET KREDİLER	39.002.024	52.749.700	53.476.636	70.157.542	90.734.109
DİĞER AKTİFLER	5.444.237	6.261.984	6.433.682	8.008.578	9.789.746
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>76.148.493</b>	<b>99.038.413</b>	<b>116.334.466</b>	<b>136.794.933</b>	<b>163.475.323</b>

**Tablo 4.2 -** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Özet Bilanço – Pasif Kalemler

<b>(BİN TL)</b>					
<b><u>PASİF KALEMLER</u></b>	<b><u>2007</u></b>	<b><u>2008</u></b>	<b><u>2009</u></b>	<b><u>2010</u></b>	<b><u>2011</u></b>
MEVDUAT	43.689.530	57.959.957	68.781.713	79.070.241	93.236.315
BORÇLAR	19.492.698	24.626.559	26.231.080	31.599.231	35.913.194
DİĞER PASİFLER	5.840.588	6.709.317	7.635.889	9.450.043	16.426.027
ÖZKAYNAKLAR	7.125.677	9.742.580	13.685.784	16.675.418	17.899.787
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>76.148.493</b>	<b>99.038.413</b>	<b>116.334.466</b>	<b>136.794.933</b>	<b>163.475.323</b>

**Tablo 4.3-** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 2007-2011 Gelir Tablosu ve Dağıtılan Temettü

(BİN TL)	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
<b>GELİR TABLOSU</b>					
FAİZ GELİRİ	7.886.063	10.066.076	11.138.986	10.177.131	11.407.836
FAİZ GİDERİ	4.788.111	6.635.372	5.733.146	5.006.816	6.149.372
<b>NET FAİZ GELİRİ</b>	<b>3.097.952</b>	<b>3.430.704</b>	<b>5.405.840</b>	<b>5.170.315</b>	<b>5.258.464</b>
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRİ	1.288.569	1.578.335	1.854.479	1.910.015	2.129.434
DİĞER FAALİYET GELİRİ	986.336	720.780	1.337.672	1.290.662	1.512.335
<b>TOPLAM FAALİYET GELİRİ</b>	<b>5.372.857</b>	<b>5.729.819</b>	<b>8.597.991</b>	<b>8.370.992</b>	<b>8.900.233</b>
KREDİ VE DİĞ.ALAC.DEĞ.DÜŞ. KARŞ.(-)	349.695	617.955	1.715.819	696.092	920.395
DİĞER FAALİYET GİDERİ(-)	2.108.356	2.775.746	2.952.039	3.382.041	3.709.690
BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLERDEN KAR/ZARAR	4.098	10.657	9.221	9.974	6.261
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR</b>	<b>2.918.904</b>	<b>2.346.775</b>	<b>3.939.354</b>	<b>4.302.833</b>	<b>4.276.409</b>
VERGİ KARŞILIĞI(-)	497.148	455.597	839.753	900.847	930.603
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>2.421.756</b>	<b>1.891.178</b>	<b>3.099.601</b>	<b>3.401.986</b>	<b>3.345.806</b>
	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
<b>DAĞITILAN TEMETTÜ</b>	<b>219.474</b>	<b>0</b>	<b>275.000</b>	<b>350.000</b>	<b>570.000</b>

### 3.3.2.2 Değerleme İçin Yapılan Varsayımlar

Türkiye Garanti Bankası A.Ş. 'nin Temettü İskonto Modeli kullanılarak değer tespitinin yapılması için bazı varsayımlar yapılmış ve bunlara bağlı olarak bazı finansal oranlar hesaplanmıştır. Temettü İskonto Modeli için yapılan bu varsayımlar ve finansal

oranlar sayesinde geleceğe yönelik projeksiyon yapılmış ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2012-2016 yılları arasında dağıtması öngörülen temettülere ulaşılmıştır. Bu varsayımlara ve kullanılan finansal oranlara aşağıda kısaca değinilecek ve izlenecek yöntemdeki kullanım amaçları açıklanacaktır.

- Temettü tahminine sektördeki bankaların toplam kredi tutarlarının 2011-2016 yılları arasında izleyeceği değişim ile başlanmıştır. Bu değişimin ne yönde olacağı ile ilgili tahminler Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun her yıl yayınlamış olduğu “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler” raporundan temin edilmiştir. Raporda önümüzdeki yıllarda banka sektöründeki toplam kredi tutarları ile ilgili açıklamalar şu şekildedir:

”Uluslararası kuruluşların da öngördüğü çerçevede gelişmekte olan ekonomilerin orta vadede yıllık ortalama %6-%8 aralığında bir büyüme performansı göstermeleri öngörülmektedir. Bu çerçevede (II) numaralı temel senaryoda, Türkiye’nin de 2023 perspektifinde söz konusu ortalama büyüme rakamlarını yakalayacağı biçiminde ele alınmıştır.

Görece güçlü senaryo olan (I) numaralı senaryoda ise, büyüme performansının, iş ortamındaki hızlı olumlulaşma, küresel düzenleyici yapıdaki değişimlerin olumlu yansımaları, üniversite-sanayi işbirliğindeki artışların olumlu yansımaları gibi unsurlarla, diğer gelişmekte olan ekonomilerin de üzerinde yıllık ortalama %9 civarında olacağı durumlar incelenmiştir.

Görece daha düşük büyüme içeren senaryo olan (III) numaralı senaryoda (ortalama senaryo), Türkiye’nin 2004-2010 dönemi ortalama büyümesini sürdüreceği ve mevcut performansında ek bir iyileşmenin olmayacağı varsayılmaktadır. Ancak bu varsayımda da makroekonomik ve finansal istikrarın korunduğu bir ortamda büyümeye devam edeceği durumu ele alınmıştır. Bu

senaryolar çerçevesinde 2011-2023 döneminde kredi hacminin, temel senaryoda yıllık ortalama %31,8, ortalama senaryoda %22,8 ve güçlü senaryoda %35,3 oranında artacağı öngörülmektedir.

**Tablo 4.4 – BDDK raporu Kredi Hacmi Tahmin Sonuçları**

Uzun Vadeli Kredi Hacmi Genişleme Senaryoları					
(%)	2011	2015	2020	2023	2011-2023 Ortalama
Kredi Artışı Hızı Senaryo (I) [Güçlü Senaryo]	31,5	40,5	36,0	40,5	35,3
Kredi Artışı Hızı Senaryo (II) [Temel Senaryo]	31,5	36,0	31,5	36,0	31,8
Kredi Artışı Hızı Senaryo (III) [Ortalama Senaryo]	31,5	21,6	21,6	21,6	22,8

Bu uzun vadeli bakış ile 2023 yılında Türk Bankacılık sektörünün kredi büyüklüğünün 17,5 trilyon lirayı aşması olası görünmektedir. Bu büyüklük finansal derinleşmede çok hızlı bir gelişimi ifade etmektedir. Bu gelişim için Türk bankacılık sektörünün sadece ulusal ölçekte değil uluslar arası ölçekte de faaliyet gösterebilen bir sektör olması gerekmektedir.”<sup>25</sup>

Yukarıdaki bilgiler yardımıyla bu çalışma için 2012-2016 yılları arasında bankacılık sektöründe toplam kredilerdeki büyüme 35% olarak kabul edilmiştir.

- Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2012-2016 yılları arasındaki toplam net kredilerinin tahmini için Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin bankacılık sektöründeki pazar payından yararlanılmıştır.
- Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2012-2016 yılları arasındaki toplam aktiflerinin tahmini için 2007-2011 yılları arasındaki Toplam “Net Krediler/ Toplam Aktif” oranından yararlanılmıştır.

<sup>25</sup> Bankacılıkta Yapısal Düzenlemeler, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, Sayı:5, 2010, s.149-150

- Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2012-2016 yılları arasındaki net kâr tahmini için 2007-2011 yılları arasındaki Toplam “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranından yararlanılmıştır.
- Sonuç olarak 2012-2016 yılları arasında dağıtılması öngörülen temettü tutarları için “Temettü/ Net Kâr” oranından yararlanılmıştır.

### 3.3.2.3 Temettü İskonto Modeli İle Banka Değerleme Uygulaması

Bir önceki bölümde bahsedilen varsayımlar altında Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için 2012-2016 yılları arasındaki dağıtılması öngörülen temettü tutarlarına ulaşılmıştır. Varsayımların ve hesaplanan finansal oranların ne şekilde kullanıldığı, nasıl bir matematiksel yöntem izlenerek dağıtılması öngörülen temettü tutarlarına ulaşıldığı bu başlık altında detaylı olarak, adım adım anlatılmıştır. Burada izlenecek matematiksel yöntem bu çalışmaya özel oluşturulmuştur. Temettü iskonto modeli kullanılıp farklı yollar izlenerek de temettü tutarlarına ulaşılması mümkündür.

**1.adım:** İlk olarak BDDK’nın yayınlamış olduğu rapordan yararlanılarak bankacılık sektöründe 2012-2016 yılları arasında toplam kredi tutarları hesaplanmıştır. 2007-2011 yılları arasında bankacılık sektörü toplam kredi tutarları aşağıdaki gibidir:

**Tablo 4.5–** Bankacılık Sektörü 2007-2011 Toplam Krediler, Garanti Bankası Pazar Payı

(BİN TL)	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Toplam Krediler	280.453.091	366.900.914	381.012.568	508.862.117	664.289.489
Krediler Değişim	28,64%	30,82%	3,85%	33,56%	30,54%
Garanti Bankası Pazar Payı	13,80%	14,25%	13,92%	13,70%	13,60%

Bu çalışma için 2012-2016 yılları arasında bankacılık sektöründe toplam kredilerdeki büyüme 35% olarak kabul edilmiştir. Dolayısıyla 2012-2016 yılları için bankacılık sektörü toplam kredi tutarları aşağıdaki şekilde olacaktır:

**Tablo 4.6** - Bankacılık Sektörü 2012-2016 Toplam Krediler, Garanti Bankası Pazar Payı Projeksiyonu

(BİN TL)	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
Toplam Krediler	896.790.810	1.210.667.594	1.634.401.251	2.206.441.690	2.978.696.281
Krediler Değişim **	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Garanti Bankası Pazar Payı	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%

(\*\*): BDDK raporunda kullanılan kredi büyüme oranı tahmininden

Yukarıdaki tabloda geleceğe yönelik kredi tutarları bulunurken bir önceki yılın kredi tutarı üzerinden 2016 yılına kadar sürekli olarak 35% büyüme oranı kullanılmıştır.

**2.adım:** Tablo 4.5'te 2007-2011 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin bankacılık sektörü toplam kredilerdeki payı verilmiştir. Bu oran;

$$\text{Garanti Bankası Pazar Payı} = \frac{\text{Garanti Bankası Toplam Krediler}}{\text{Bankacılık Sektörü Toplam Krediler}}$$

formülü ile hesaplanmıştır.

2012- 2016 yılları arasındaki pazar payını bulmak için 2007-2011 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin pazar payının aritmetik ortalaması alınmıştır. Bu ortalama 13,86% olarak bulunmuştur. Bu çalışmada geçmiş 5 yıl için bulunan bu ortalama değer gelecekteki 5 yıl içinde sürdürüleceği kabul edilmiştir. Bu nedenle 2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin bankacılık sektörü toplam kredilerindeki pazar payının bulunan ortalama değerden faydalanılarak 14% olacağı varsayılmıştır. Bu değerler Tablo 4.6'da görülmektedir.

**3.adım:** 1.ve 2. adımda 2012-2016 yılları için bulunan bankacılık sektörü toplam kredi tutarlarından ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin krediler içindeki pazar payından yararlanarak söz konusu yıllarda Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için toplam kredi tutarı hesaplanacaktır. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin 2007-2011 yılları arasındaki toplam kredi tutarları Tablo 4.7’deki özet bilançoda net krediler kaleminde görülmektedir.

2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin toplam kredi tutarını bulmak amacıyla Tablo 4.6’da görülen sektör için tahmin edilen “Toplam Krediler” kalemi ile “Garanti Bankası Pazar Payı” kalemleri çarpılmalıdır. Bu çarpım sonucunda Türkiye Garanti Bankası A.Ş.için aşağıdaki değerler elde edilecektir:

**Tablo 4.7 – Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Krediler Projeksiyonu**

(BİN TL)	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
<b>NET KREDİLER</b>	125.550.713	169.493.463	228.816.175	308.901.837	417.017.479

**4.adım:** Bir önceki adımda Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için tahmin edilen toplam kredi tutarları kullanılarak toplam aktifleri tahmin edilecektir. Bunun için öncelikle “Toplam Kredi/Toplam Aktif” oranı hesaplanmalıdır. 2007-2011 yılları için “Toplam Kredi/Toplam Aktif” oranı aşağıdaki gibidir:

**Tablo 4.8 – Garanti Bankası 2007-2011 Toplam Kredi/Toplam Aktif Oranı**

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
<b>Net Krediler /Toplam Aktif</b>	51,22%	53,26%	45,97%	51,29%	55,50%

Çalışmada Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için “Toplam Kredi/Toplam Aktif” oranının 2012-2016 yılları arasında 2011 yılı oranına yaklaşık bir oranda kalacağı varsayılmıştır. Daha açık söylemek gerekirse, bu çalışmada 2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için “Toplam Kredi/Toplam Aktif” oranı 56% alınacaktır.



**Tablo 4.9–** Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Kredi/Toplam Aktif Oranı Projeksiyonu

	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
<b>Net krediler /Toplam Aktif</b>	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%

**5.adım:** 2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin “Toplam Kredi/Toplam Aktif” oranı 56% olacağı varsayımı altında söz konusu yıllar için toplam aktif tutarları tahmin edilmiştir.

$$\text{Toplam Aktif Tutarı} = \frac{\text{Toplam Kredi Tutarı}}{\text{Toplam Kredi/Toplam Aktif Oranı}}$$

formülünden 2012-2016 yılları için toplam aktif tutarları aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

**Tablo 4.10–** Garanti Bankası 2012-2016 Toplam Aktif Toplamı Projeksiyonu

(BİN TL)	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	224.197.703	302.666.898	408.600.313	551.610.422	744.674.070

**6.adım:** Yıllar itibariyle toplam aktif tutarlarını tahmin ettikten sonra net kâr tahmini için 2007-2011 arasındaki “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranı bulunmuştur.

**Tablo 4.11 –** Garanti Bankası 2007-2011 Net Kâr /Toplam Aktif Oranı

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
<b>Kârlılık (Net Kâr/Toplam Aktif)</b>	3,18%	1,91%	2,66%	2,49%	2,05%

2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin net kâr tutarlarını bulmak için 2007-2011 yılları arasındaki “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranının aritmetik ortalaması alınmış ve bu çalışmada “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranının 2012-2016 yılları

arasında sürekli olarak aynı kalacağı varsayılmıştır. Açıklamak gerekirse, 2007-2011 yılları arasındaki “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranının aritmetik ortalaması 2,46% bulunmuş ve bu orandan yararlanarak 2012-2016 yıllarının “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranı 2,5% olarak kabul edilmiştir.

**Tablo 4.12** – Garanti Bankası 2012-2016 Net Kâr /Toplam Aktif Oranı Projeksiyonu

	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
<b>Karlılık (Net Kar/toplam aktif)</b>	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%

**7.adım:** 2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin “Net Kâr/ Toplam Aktif” oranı 2,50% olacağı varsayımı altında söz konusu yıllar için net kâr tutarları tahmin edilmiştir.

$$Net\ Kâr\ Tutarı = \frac{Toplam\ Kredi}{Toplam\ Aktif} Oranı * Toplam\ Aktif\ Tutarı \quad \text{formülünden}$$

2012-2016 yılları için net kâr tutarları aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

**Tablo 4.13** – Garanti Bankası 2012-2016 Net Kâr Projeksiyonu

<b>(BİN TL)</b>	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
<b>NET DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	5.604.943	7.566.672	10.215.008	13.790.261	18.616.852

**8.adım:** Yıllar itibariyle net kâr tutarlarını tahmin ettikten sonra çalışmamızın amacı olan temettü tahmini için 2007-2011 arasındaki “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranı bulunmuştur.

**Tablo 4.14** – Garanti Bankası 2007-2011 Dağıtılan temettü/Net Kâr Oranı

	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Dağıtılan Temettü/Net Kar	9,06%	0,00%	8,87%	10,34%	17,04%

2012-2016 yılları arasında Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin temettü tutarlarını bulmak için 2007-2011 yılları arasındaki “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının aritmetik ortalaması alınmıştır. Fakat Tablo 4.14’te de görüldüğü üzere 2008 yılı için temettü dağıtımı olmadığından bu oran sıfır olarak görülmektedir. Bu nedenle aritmetik ortalama alınırken 5 yıl üzerinden değil de 4 yıl üzerinden hesaplama yapılmış gibi işlem yapılmıştır. Bu işlemler neticesine 2007-2011 yılları için “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının aritmetik ortalaması 11,33% olarak hesaplanmıştır. 2012 yılı “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranı 11,33% olarak alınmıştır. 2013-2016 yılları için ise bir önceki yıla göre “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının 5% büyüyeceği varsayılmıştır. Bu varsayım yapılırken bankacılık sektörünün 2002-2011 yılları arasındaki net kâr marjları incelenmiştir. 2002 yılından 2011 yılına kadar bankacılık sektörü için net kâr marjları bulunmuş ve söz konusu yıllar için yıllar itibariyle bu marjlardaki değişim hesaplanmıştır. Bankacılık sektörü yapısı itibariyle düşük kâr marjlarına sahip bir sektör olduğundan, bulunan değişim oranları da oldukça değişken bir görünüm sergilemiştir. Bu değişimin yıllar itibariyle bir ortalaması alınıp bulunan ortalama ile bu çalışmada kullanılacak olan “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının 2013-2016 yılları için bir artış miktarı belirlenmesi amaçlanmıştır. Fakat daha öncede bahsedildiği üzere bankacılık sektörü düşük kâr marjlarına sahip bir sektör olduğundan bulunan değişim oranlarındaki aşırı uç değerleri elimine edebilmek için geometrik ortalama kullanılmıştır. Yukarıda anlatılan çalışmalar tabloda mevcuttur:

**Tablo 4.15 – Bankacılık Sektörü 2002-2011 Net Kâr Marjı**

	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Bankacılık Sektörü Net Kâr Marjı	1,11%	2,25%	2,11%	1,44%	2,26%	2,55%	1,81%	2,44%	2,22%	1,64%
Bankacılık Sektörü Net Kâr Marjı Değişimi		1,03	-0,06	-0,32	0,57	0,13	-0,29	0,35	-0,09	-0,26

“Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının 2013-2016 yıllarındaki bir artış miktarının belirlenmesi için Tablo 4.15’te görülen “Bankacılık Sektörü Net Kar Marjı Değişimi” satırında bulunmuş olan sonuçların geometrik ortalaması alınmış ve 4,5% olarak bulunmuştur. Dolayısıyla 2013-2016 yılları arasında “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının bir önceki yıla göre 4,5% artacağı kabul edilecektir. Bu çalışma için bu oran tamsayıya yuvarlanarak 5% olarak kabul edilmiştir. 2013-2016 yılları arasında “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranının bir önceki yıla göre 5% artacağı varsayımı altında aşağıdaki tabloya ulaşılmaktadır:

**Tablo 4.16 – Garanti Bankası 2012-2016 Dağıtılan Temettü/Net Kâr Projeksiyonu**

	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
Dağıtılan Temettü/Net Kâr	11,33%	11,89%	12,49%	13,11%	13,77%

**9.adım:** 2012-2016 yılları için bulunan “Dağıtılan Temettü/Net Kâr” oranı ile temettü tahmini yapılmıştır.

$Dağıtılan\ Temettü\ Tutarı = \frac{Dağıtılan\ Temettü}{Net\ Kâr} Oranı * Net\ Kâr$  formülünden 2012-2016 yılları için dağıtılan temettü tutarları aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

**Tablo 4.17 – Garanti Bankası 2012-2016 Dağıtılan Temettü Projeksiyonu**

<b>BİN TL</b>	<b><u>2012*</u></b>	<b><u>2013*</u></b>	<b><u>2014*</u></b>	<b><u>2015*</u></b>	<b><u>2016*</u></b>
<b>DAĞITILAN TEMETTÜ</b>	<b>634.922</b>	<b>900.002</b>	<b>1.275.752</b>	<b>1.808.379</b>	<b>2.563.377</b>

Tablo 4.16’da bulunan temettü tutarları çalışmanın en önemli bölümünü oluşturmaktadır. Temettü tahmininden sonra özsermaye maliyeti ve devam eden değer tahmini yapılacak ve son aşamada Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değerine ulaşılacaktır.

#### **3.3.2.4 PD/ DD ve F/K Yöntemleri İle Banka Değerleme Uygulaması**

Piyasa Değeri(PD)/ Defter Değeri (DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemleriyle Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değerinin hesaplanırken, İMKB’de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın 31.12.2011 tarihindeki toplam özsermaye tutarları, net kâr tutarlarından faydalanılmıştır. İMKB’nin bu bankalar için 31.12.2011 tarihi itibarıyla açıklamış olduğu piyasa değerleri Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranında piyasa değeri olarak, Fiyat/Kazanç oranında fiyat olarak kullanılmıştır. Ayrıca Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranında defter değeri bankanın 31.12.2011 tarihi itibarıyla toplam özsermaye tutarıdır. Fiyat/Kazanç oranındaki kazanç ise 31.12.2011 tarihi itibarıyla bankanın net kârıdır. Bu tanımlamalar yardımıyla piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankaya ait Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranları aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

**Tablo 4.18** – Piyasa Değeri En Yüksek Olan İlk 4 Banka İçin Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranları

BİN TL	31.12.2011 tarihindeki Piyasa Değeri	31.12.2011 tarihindeki Defter Değeri (Toplam Özsermaye)	31.12.2011 tarihindeki Kazanç (Net Kar)	PD/DD	F/K
Akbank	24.080.000	18.122.000	2.536.000	1,3288	9,4953
İşbankası	14.894.901	17.840.000	2.272.000	0,8349	6,5559
Halkbank	12.375.000	8.554.000	2.027.000	1,4467	6,1051

Tablo 4.17’den de görüldüğü üzere piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranları hesaplanmıştır. Daha sonra bu oranların aritmetik ortalaması alınmıştır. Sonuç olarak, İMKB’de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın ortalama “*Piyasa Değeri/ Defter Değeri*” oranı **1,1352** ve “*Fiyat/Kazanç*” oranı **6,8184** olarak hesaplanmıştır.

### 3.3.3 İskonto Oranının Hesaplanması

Çalışmada Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin Temettü İskonto Modeli ile değerine ulaşmak için tahmin edilen temettülerin iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmıştır. Özsermaye maliyetini hesaplamak için ise sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (Capital Assets Pricing Model-CAPM) esas alınmıştır. Bu çalışmada risksiz faiz oranı ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’ye ait beta katsayısı hesaplanmış ve Türkiye için uygun bir risk primi belirlenerek özsermaye maliyeti elde edilmiştir. Bu durumda denklem aşağıdaki şekildedir:

$$Cost\ of\ Equity = k_{rf} + \beta * Country\ Risk\ Premium$$

$$k_e = k_{rf} + \beta_{Garanti} * CRP_{Turkey}$$

**Risksiz Faiz Oranının Hesaplanması ( $k_{rf}$ ):** Risksiz faiz oranı hesaplanırken 01.01.2011-31.12.2011 tarihleri aralığında ihraç edilmiş 12 aylık devlet tahvillerinin faiz oranları kullanılmıştır. Bu verilere Hazine Müsteşarlığı'nın resmi internet sitesinden ulaşılmıştır. Söz konusu tarih aralığında ihraç sonuçları kamuoyuna duyurulan 12 aylık devlet tahvillerinin faiz oranlarının aritmetik ortalaması alınmıştır. Bu aritmetik ortalama 8,67% olarak bulunmuş ve bu çalışma için risksiz faiz oranı olarak kabul edilmiştir.

**Beta Katsayısının Hesaplanması ( $\beta_{Garanti}$ ):** Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'ye ait beta katsayısı hesaplanırken

$$\beta_{Garanti} = \frac{Cov(\dot{IMKB} 100, Garanti)}{Var(\dot{IMKB}100)}$$

*Cov(İMKB 100, Garanti): Garanti bankası ile İMKB100 arasındaki kovaryans*  
*Var(İMKB100): İMKB100'ün varyansı*

formülü kullanılmıştır. Varyans hesaplanırken 01.01.2003-31.12.2011 tarihleri arasındaki İMKB100 kapanış bilgileri bulunmuş ve söz konusu tarih aralığı için günlük getirileri hesaplanmıştır. Hesaplanan bu günlük getiriler üzerinden varyansı elde edilmiştir.

Kovaryans hesaplanırken ise 01.01.2003-31.12.2011 tarihleri arasındaki Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'ye ait kapanış bilgileri bulunmuş ve söz konusu tarih aralığı için günlük getirileri hesaplanmıştır. Daha önce varyans bulurken hesaplanan İMKB100 için günlük getirileri ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin günlük getirileri yardımıyla Pazar ile hisse senedi arasındaki kovaryans elde edilmiştir. Bu hesaplamalar sonucunda

$$\beta_{Garanti} = \frac{Cov(\dot{IMKB} 100, Garanti)}{Var(\dot{IMKB}100)} = \frac{0,00049725}{0,00037978} = 1,30$$

bulunmuştur.

**Risk Priminin Belirlenmesi:** Bu kısımda risk primi hesaplamak için 01.01.2003-31.12.2011 tarihleri arasındaki İMKB100 kapanış bilgileri kullanılmış ve söz konusu tarih aralığı için günlük getirileri hesaplanmıştır. Daha sonra bulunan günlük getiriler 2003-2011 yılları için yıllık getiriye dönüştürülmüştür. Ayrıca yine 2003-2011 yılları için risksiz faiz oranları Hazine Müsteşarlığı'nın resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Risksiz faiz oranı hesaplanırken 2003 yılından 2011 yılına kadar her yıl için ayrı ayrı ihraç edilmiş 12 aylık devlet tahvillerinin faiz oranları bulunmuş ve her yıl için tek tek aritmetik ortalama hesaplanmıştır. 2003-2011 yılları için bulunan yıllık İMKB100 getirisi ile risksiz faiz oranı birbirinden çıkarılarak her yıl için bir  $(k_m - k_{rf})$  risk primi hesaplanmıştır. Her yıl için bulunan risk primlerinin aritmetik ortalaması alınarak özsermaye maliyeti için risk primi hesaplanmaya çalışılmıştır.

**Tablo 4.19** – 2003-2011 Risk Primi

	İMKB 100 Yıllık Getiri ( $k_m$ )	$k_{rf}$	$(k_m - k_{rf})$
<i>2003-2011 Aritmetik Ortalama</i>	34,05%	18,91%	15,15%
2003	89,61%	46,04%	43,57%
2004	39,41%	25,40%	14,01%
2005	65,36%	16,21%	49,15%
2006	2,61%	17,29%	-14,69%
2007	48,27%	18,16%	30,11%
2008	-47,53%	19,41%	-66,93%
2009	98,25%	10,91%	87,33%
2010	29,65%	8,06%	21,59%
2011	-19,17%	8,67%	-27,84%

Tablo 4.17'den de görüldüğü üzere 2003-2011 yılları için hesaplanan  $(k_m - k_{rf})$  risk primi oldukça dalgalı yapıdadır. Bu şartlar altında 2003-2011 yılları için



hesaplanan  $(k_m - k_{rf})$  15,15% olarak bulunmuştur. Dolayısıyla bu risk primini kullanarak hesaplanacak özsermaye maliyeti de oldukça yüksek bir maliyet olacak ve piyasa şartlarını yansıtmayacaktır. Daha sonra son yıllarda ekonomideki istikrar düşünülerek 2009-2011 yılları için hesaplanan  $(k_m - k_{rf})$  hesaplanmıştır. Bu değer de 27,03% olarak bulunmuştur. Bunun sonucu olarak, 2003-2011 ve 2009-2011 yılları için hesaplanan risk primleri anlamlı sonuçlar vermediğinden Türkiye için bir ülke risk primi belirlenerek özsermaye maliyetinin hesaplanması bu çalışma için daha uygun görülmüştür.

Ülke risk primi ile ilgili Aswath Damodaran'ın Ocak 2012 tarihinde yapmış olduğu çalışmada Türkiye için hesaplanan ülke risk primi, özsermaye maliyeti için risk primi olarak kullanılmıştır.

Burada çalışmada kullanılan bu risk primi çalışmasının da çeşitli eleştirilere konu olduğuna değinmekte fayda olacaktır. Bu risk primi hesaplama yönteminde ülkeler için kullanılan reyting notları esas alınmıştır. Bu reyting notlarının ülkelerin gerçek mali durumlarını yansıtıp yansıtmadığı günümüz finans dünyasında tartışılıyor olması, bu risk primi çalışmasını da tartışılır hale getirmektedir.

**Tablo 4.20**– Aswath Damodaran Ocak 2012 Ülke Risk Primleri

<i>Country</i>	<i>Region</i>	<i>Local Currency Rating</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Singapore	Asia	Aaa	6.00%	0.00%
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A1	7.28%	1.28%
Slovenia [1]	Eastern Europe & Russia	A1	7.28%	1.28%
South Africa	Africa	A3	7.73%	1.73%
Spain [1]	Western Europe	A1	7.28%	1.28%
Sri Lanka	Asia	B1	12.00%	6.00%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B1	12.00%	6.00%
Suriname	Caribbean	Ba3	10.88%	4.88%
Sweden	Western Europe	Aaa	6.00%	0.00%
Switzerland	Western Europe	Aaa	6.00%	0.00%
Taiwan	Asia	Aa3	7.05%	1.05%
Thailand	Asia	Baa1	8.25%	2.25%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Baa1	8.25%	2.25%
Tunisia	Africa	Baa3	9.00%	3.00%
<b>Turkey</b>	<b>Asia</b>	<b>Ba2</b>	<b>10.13%</b>	<b>4.13%</b>
Ukraine	Eastern Europe & Russia	B2	13.50%	7.50%
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	6.75%	0.75%
United Kingdom	Western Europe	Aaa	6.00%	0.00%
United States of America	North America	Aaa	6.00%	0.00%
Uruguay	Central and South America	Ba1	9.60%	3.60%
Venezuela	Central and South America	B1	12.00%	6.00%

Tablo 4.20’de görüldüğü üzere Türkiye için ülke risk primi 4,13% olarak belirlenmiştir.

Bu çalışma için Türkiye’nin ülke risk primi 4% olarak alınacak ve özsermaye maliyeti bu varsayım altında hesaplanacaktır.

Sonuç olarak, yukarıda bahsedilen bilgiler ve varsayımlar ışında özsermaye maliyeti

$$k_e = k_{rf} + \beta_{Garanti} * CRP_{Turkey}$$

$$k_e = 8,67\% + 1,30 * 4,00\%$$

$$k_e = 13,91\%$$

olarak bulunur. Bulunan orandan faydalanılarak, bu çalışma için özsermaye maliyeti 14,00% olarak kabul edilmiştir. Tahmin edilen temettüler ve bulunacak olan devam eden değer bu oran ile iskonto edilip bankanın bugünkü değeri bulunacaktır.

### 3.3.4 Devam Eden Değerin Hesaplanması

Temettü İskonto Modeli ile 2007-2011 yılları için tahmin edilen süreden sonra Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin faaliyetlerinin sonsuza kadar devam edeceği varsayıldığından devam eden değer hesaplanması gereklidir. Bunun için bankanın sonsuza kadar sabit bir oranda büyüyeceği varsayımı altında devam eden değer bugünkü değeri bulunacaktır. Bu çalışmada tek bir sabit büyüme oranı kullanmak yerine bir aralık belirlenmiş ve bankanın değeri de bu büyüme aralığındaki değerlere göre minimum ve maksimum olacak şekilde iki değer şeklinde hesaplanmıştır. Bankanın 3% ila 5% arasında büyüyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında bankanın 3% ve 5% büyümesi durumlarına göre bankanın devam eden değeri hesaplanmıştır. Devam eden değer formülü aşağıdaki şekildedir:

$$DED = \frac{NA_t * (1 + g)}{(k_e - g) * (1 + k_e)^t}$$

$NA_t = t$  zamanındaki temettü ödemesi

$k_e =$  Özsermaye maliyeti

$t =$  Temettülerin tahmin süresi

$g =$  Planlanan dönem sonrasındaki temettülerin büyüme oranı

Yukarıdaki formülde bahsedilen “t” zamanındaki temettü ödemesi 2016 yılı için hesaplanan temettü ödemesidir. Bu çalışmadaki tahminler 2012-2016 yılları için yapıldığından buradaki “t” süresi 5 yıl olacaktır.

3% büyümesi varsayımı altında hesaplanan bugün itibariyle devam eden değer ise aşağıdaki gibidir:

$$DED_{3\%} = \frac{NA_t * (1 + g)}{(k_e - g) * (1 + k_e)^t} = \frac{2.563.1377 * (1 + 3\%)}{(14,00\% - 3\%) * (1 + 14,00\%)^5}$$

= 12.466.161 Bin TL

5% büyümesi varsayımı altında hesaplanan bugün itibariyle devam eden değer ise aşağıdaki gibidir:

$$DED_{5\%} = \frac{NA_t * (1 + g)}{(k_e - g) * (1 + k_e)^t} = \frac{2.563.1377 * (1 + 5\%)}{(14,00\% - 5\%) * (1 + 14,00\%)}$$

$$= 15.532.272 \text{ Bin TL}$$

Bulunan devam eden değer 2012-2016 yılı için hesaplanan temettü tutarlarının bugünkü değerlerine eklenecek ve banka değeri bulunacaktır.

### 3.3.5 Temettü İskonto Modeli ile Tespit Edilen Banka Değeri

Temettü İskonto Modeli'ni kullanarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değerini bulmak amacıyla önceki bölümlerde 2012-2016 yılları için temettü tahminleri yapılmıştır. Tahmin edilen bu temettülerin bugünkü değerini bulmak için bir iskonto oranı belirlenmiştir. Daha sonra 3% ila 5% aralığında büyümesi varsayımı altında iki farklı devam eden değer hesaplanmıştır.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin bölümlerde 2012-2016 yılları için tahmin edilen temettülerinin bugünkü değeri aşağıdaki gibidir:

**Tablo 4.21**– Garanti Bankası 2012-2016 Temettü Projeksiyonunun Bugünkü Değeri

(BİN TL)	<u>2012*</u>	<u>2013*</u>	<u>2014*</u>	<u>2015*</u>	<u>2016*</u>
Tahmin Edilen Temettü Ödemeleri	634.922	900.002	1.275.752	1.808.379	2.563.377
İskonto Faktörü	0,8772	0,7695	0,6750	0,5921	0,5194
Temettü Ödemelerinin Bugünkü Değeri	556.949	692.522	861.096	1.070.705	1.331.338

Temettü ödemelerinin bugünkü değerlerini topladığımızda tutar **4.512.610 bin TL** olmaktadır.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değeri 3% ve 5% büyüme varsayımlarına göre aşağıdaki şekildedir:

(Bin TL)	<i>Minimum Değer</i>	<i>Maksimum Değer</i>
	(3% büyüme varsayımı altında)	(5% büyüme varsayımı altında)
Temettü ödemelerinin toplam bugünkü değeri	4.512.610	4.512.610
Devam Eden Değerin Bugünkü değeri	12.466.161	15.532.272
<b>Garanti Bankası Değeri</b>	<b>16.978.771</b>	<b>20.044.882</b>

### 3.3.6 PD/ DD ve F/K Yöntemleri İle Tespit Edilen Banka Değeri

Piyasa Değeri(PD)/ Defter Değeri (DD) ve Fiyat(F)/Kazanç(K) yöntemlerini kullanarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değerini bulmak için önceki bölümlerde Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranları hesaplanmıştır. İMKB’de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın ortalama “*Piyasa Değeri/ Defter Değeri*” oranı **1,1352** ve “*Fiyat/Kazanç*” oranı **6,8184** bulunmuştur. Bulunan bu oranlardan faydalanarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değeri tespit edilecektir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemi ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.’nin değeri aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

$$\begin{aligned} \text{Garanti Bankasının Değeri} &= PD/DD \text{ oranı} * \text{Garanti Bankasının Özsermaye Tutarı}_{2011} \\ &= 1,1352 * 17.900.000 \text{ Bin TL} \\ &= \mathbf{20.320.094 \text{ Bin TL}} \end{aligned}$$

Fiyat/Kazanç yöntemi ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri aşağıdaki şekilde bulunmuştur:

$$\begin{aligned} \text{Garanti Bankasının Değeri} &= F/K \text{ oranı} * \text{Garanti Bankasının Net Kârı}_{2011} \\ &= 6,8184 * 3.346.000 \text{ Bin TL} \\ &= \mathbf{22.814.483 \text{ Bin TL}} \end{aligned}$$

## SONUÇ

Banka değerleme ölkemiz için üzerinde henüz çok fazla akademik çalışmanın yapılmadığı el değmemiş konulardan biridir. Banka değerleme ile ilgili farklı dillerde teorik kaynaklar oldukça yaygın olmasına rağmen Türkiye’de bu konuda yazılmış kitaplar ve yapılan akademik çalışmalar çok fazla değildir. Bu çalışma da banka değerleme açısından bir kaynak oluşturacağı ümit edilerek hazırlanmıştır. Bu nedenle hem teorik hem de uygulama aşamasında konu ile ilgili her ayrıntıya yer verilmeye çalışılmış ve mümkün olduğunca basit bir dille anlatılmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören bir ticari banka olan Türkiye Garanti Bankası A.ř. üzerinde bir banka değerleme uygulaması yapılmıştır. Deęerleme yapılırken Temettü İskonto Modeli ve Fiyat/Kazanç, Piyasa Deęeri/Defter Deęeri yöntemleri kullanılmıştır. Bankanın 31.12.2011 tarihi itibariyle olması gerektiği dūřünülen değer, minimum ve maksimum olacak şekilde değer aralığında tahmin edilmiştir. Ayrıca bankanın 31.12.2011 tarihi itibariyle piyasa değerinin bulunan değer aralığında olup olmadığı gözlemlenmiştir.

Çalışma kapsamında, Temettü İskonto Modeli kullanılırken Türkiye Garanti Bankası A.ř.’nin 2007-2011 yılları arasındaki finansal bilgilerinden yararlanılmış, 2012-2016 yılları için projeksiyon çizilmiştir. Daha sonra 3% ila 5% aralığında büyüyeceği varsayımı altında devam eden değer hesaplanmıştır. Bulunan temettü tutarları ve devam eden değer uygun bir iskonto oranıyla 31.12.2011 tarihine indirgenerek, bankanın söz konusu tarih itibariyle olması beklenen bir değer aralığına ulaşılmıştır Türkiye Garanti Bankası A.ř.’nin Temettü İskonto Modeli’ne göre sonsuza kadar 3% büyüyeceği varsayımı altında ise değeri **16.978.771 Bin TL** olarak bulunmuştur. Türkiye Garanti Bankası A.ř.’nin Temettü İskonto Modeli’ne göre sonsuza kadar 5% büyüyeceği varsayımı altında ise değeri **20.044.882 Bin TL** olarak bulunmuştur.

Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri kullanılarak Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri hesaplanırken, İMKB'de işlem gören ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile benzer faaliyet yapısına sahip piyasa değeri en yüksek olan ilk 4 bankanın ortalama Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç oranları bulunmuştur. Sektördeki benzer faaliyet yapısına sahip bankaların verilerinden yararlanılarak bulunan bu oranlar, firmanın piyasa değerine ulaşmak için uygun bir katsayıdır. Bu sayede, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemi ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri **20.320.094 Bin TL** ve Fiyat/Kazanç yöntemi ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin değeri **22.814.483 Bin TL** olarak tespit edilmiştir.

Temettü İskonto Modeli ve Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri ile Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için hesaplanan değerleri göz önüne aldığımızda tespit edilen minimum değer **14.856.079 Bin TL** maksimum değer **22.814.483 Bin TL** olduğu gözlemlenmektedir. İMKB'nin Türkiye Garanti Bankası A.Ş. için 31.12.2011 tarihi itibarıyla açıklamış olduğu piyasa değeri ise **24.780.000 Bin TL**'dir.

Sonuç itibarıyla, yukarıdaki açıklamalardan da anlaşıldığı üzere Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin piyasa değeri 31.12.2011 tarihi itibarıyla olması bulunan maksimum değere yakındır. Çalışmada görüldüğü üzere, banka değerlerken seçilen yöntem, bankanın değerini belirleyen etmenlerin analizi ve bankanın bölgesel ve yapısal özellikleri bankanın değerine etkileri banka değerinin en doğru şekilde tespit edilmesi için önemli değişkenlerdir.



## KAYNAKÇA

- CHAMBERS Nurgül **Firma Değerlemesi**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın,2005
- ERCAN Metin Kamil,  
ÖZTÜRK M. Başaran,  
KÜÇÜKKAPLAN İlhan,  
BAŞÇI E. Savaş,  
DEMİRGÜNEŞ Kartal **Firma Değerlemesi "Banka Uygulaması"**, İstanbul,  
Literatür Yayıncılık, 2006
- DERMINE Jean **Bank Valuation and Value-Based Management:  
Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation  
and Risk Management**, USA, McGraw Hill, 2009
- KONURALP Gürel **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy  
Yönetimi**, İstanbul 2. basım, Alfa Basım Yayın, 2005
- KARAN Mehmet Baha **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi  
Kitapevi, 2004
- DAMODARAN Ashwath **Damodaran On Valuation Security Analysis for  
Investment and Corporate Finance**, USA, John Wiley  
& Sons Ltd, 1994
- DAMODARAN Ashwath **Investment Valuation Tools and Techniques for**

- Determining the Value of Any Asset**, USA, John Wiley & Sons Ltd, 2002
- DAMODARAN Ashwath      **The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies**, USA, Financial Time Prentice Hall, 2001
- DAMODARAN Ashwath      **Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2011 Edition**, Stern School of Business, 2011
- FROST Stephen M.      **The Bank Analyst’s Handbook Money, risk and conjuring tricks**, John Wiley & Sons Ltd, England, 2004
- KOLLER Tim,  
GOEDHART Marc ,  
WESSELS David      **Valuation:Measuring And Managing The Value of Companies**,USA, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc., 2010
- YILDIRIM Mesut      **Banka Muhasebesi**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2008
- JOHNSON Hazel J.      **The Bank Valuation Handbook:A Market-Based Approach to Valuing a Bank**, USA, Richard D. Irwin, a Times Mirror Higher Education Group, Inc, 1996

- RUBACK Richard S. **Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows**, Graduate School of Business Administration Harvard University, 2000
- YAZICI Kuddusi “Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri Ve Değerleme Kriterler”, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, 1997
- DERMINE Jean **Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits**, INSEAD, Fontainebleau, Invented Tutorial, 2008
- CAPRIO Gerard, LAEVEN Luc , LEVINE Ross “Governance and Bank Valuation”, World Bank Policy Research Working Paper, 2004
- SAYDAR Özlem ÖZARSLAN “Banka Değerlemesi ve Banka Değerini Belirleyen Faktörlerin Analizi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Anabilim Dalı, İstanbul, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2011

### **DİĞER KAYNAKLAR**

“Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler 2010”, (Çevrimiçi)  
[http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta\\_Yapisal\\_Gelismeler/9886bankacilikta\\_yapisal\\_gelismeler\\_sayi5.pdf](http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta_Yapisal_Gelismeler/9886bankacilikta_yapisal_gelismeler_sayi5.pdf)

“Country Default Spreads and Risk Premiums”, January 2012, Aswath Damodaran,  
(Çevrimiçi)

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)