

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI**

**BANKALARIN DEĞERİNİN ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT
AKIMLARI YÖNTEMİ İLE TESPİTİ VE İMKB UYGULAMASI**

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan

İlhan KÜÇÜKKAPLAN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

Ankara–2008

ONAY

İlhan KÜÇÜKKAPLAN tarafından hazırlanan “BANKALARIN DEĞERİNİN ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE TESPİTİ VE İMKB UYGULAMASI” başlıklı bu çalışma, 17/06/2008 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Muhasebe-Finansman Anabilim dalında Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Kamil BÜYÜKMİRZA
(Başkan)

Prof. Dr. Ahmet AKSOY
(Üye)

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN
(Danışman)

Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN
(Üye)

Prof. Dr. Nevzat AYPEK
(Üye)

ÖNSÖZ

Bir yatırım aracının değerlemesinden kasıt fiyatının tespit edilmesidir. Piyasa fiyatı her zaman varlığın gerçek değerini yansıtmamaktadır. Yatırımcılar için olması gereken değerinin bulunması önem arz etmektedir. Değerleme süreci için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Literatürde bu yöntemler üretim ve ticari işletmeler için kolayca kullanılırken finansal kurumlar için daha zor uygulanabilmektedir. Özellikle indirgenmiş nakit akımları yaklaşımının finansal kurumlara (banka, sigorta, leasing, factoring şirketleri, özel finans kurumları vb...) uygulanması çok daha zordur. Bu zorluk öncelikle bu tip firmaların mali tablolarının yapılarının farklılığından ve makro ekonomik kararlara da aşırı duyarlı olmalarından kaynaklanmaktadır.

Türkiye’de bankaların değerlemesi özellikle yaşanan son krizlerden (Kasım 2000-Şubat 2001) sonra daha önemli hale gelmiştir. Durumu kötü olan bankaların tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilmesi ve bunun ardından bu bankaların diğer bankalarla birleştirilmek veya satılmak istenmesi bankaların gerçek değerlerinin tespit edilmesi açısından önem kazanmıştır.

Bankaları değerlemek hem teorik hem de pratik olarak oldukça zordur. Banka dışından birinin bankaları değerlerken gereken verilere ulaşması hiç de kolay değildir. Kredi portföyünün kalitesinin yada fon arz ve talebinden doğan vade farklılığından ortaya çıkabilecek karları tahmin etmekte kolay değildir. Çalışmanın amacı tüm bu zorluklara rağmen bankaların teoride ve pratikte kabul edilmiş bir yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile olması gereken değerini bulmaktır. Bu tezden amaçlanan diğer bir nokta ise bu yöntemin Türkiye’de uygulanmasını kolaylaştıracak bir model ortaya koymaya çalışmaktır.

Çalışmaya katkılarından dolayı sayın hocam Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN’a, istatistiksel analiz çalışmalarında öneri, yorum ve yön verici katkılarından dolayı Yrd. Doç. Dr. Murat ATAN’a ve son olarak çalışmada Excel çalışmalarına verdiği katkıdan dolayı Arş. Gör. E. Savaş BAŞÇI’ya teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLolar.....	viii
ŞEKİLLER.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1 DEĞER KAVRAMI	3
1.1.1 DEĞER VE FİRMA AMACI.....	4
1.1.2 DEĞERLEME YAPMA NEDENLERİ.....	6
1.1.3 DEĞERLEMEYE İLİŞKİN HATALI ÖNYARGILAR	7
1.1.3.1 Değerleme Modelleri Kantitatif Olduğundan Değerleme Objektif Temele Dayanmaktadır.....	7
1.1.3.2 İyi Araştırılan ve İyi Yapılan Değerleme Zamanla Sınırlı Değildir.	7
1.1.3.3 İyi Bir Değerleme Kesin Bir Değer Tahmini Sağlar.....	8
1.1.3.4 Bir Model Ne Kadar Kantitatif İse Yapılan Değerleme O Kadar İyidir	8
1.1.3.5 Değerlemede Süreç Değil Sonuç Önemlidir.....	8
1.1.3.6 Değerleme İle Ancak Etkin Olmayan Piyasalarda Kazanç Elde Edilebilir	8
1.1.4 BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI.....	9
1.1.4.1 Nominal Değer	9
1.1.4.2 Defter Değeri.....	10
1.1.4.3 Tasfiye (Likiditasyon) Değeri.....	11
1.1.4.4 Piyasa (Borsa) Değeri.....	11
1.1.4.5 İşleyen Teşebbüs Değeri	12
1.1.4.6 Gerçek (Olması Gereken) Değer	12
1.1.4.7 Makul Piyasa Değeri	12
1.1.4.8 Aktif Değeri	13
1.1.4.9 Net Aktif Değeri.....	13
1.1.4.10 Hurda Değer	13

1.1.5	FİRMA DEĞERİNİN YÖNETİMİ	13
1.1.6	HISSEDAR DEĞERİ	14
1.2	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	17
1.2.1	FİRMA DEĞERİNİN İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE TESPİTİ.....	19
1.2.1.1	<i>Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi</i>	24
1.2.1.2	<i>Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi</i>	26
1.2.2	FİRMA DEĞERİNİN GÖRECELİ DEĞERLEME YÖNTEMİ İLE TESPİTİ	28
1.2.2.1	<i>Göreceli Değerlemenin Avantajları Ve Dezavantajları</i>	31
1.2.2.1.1	<i>Göreceli Değerleme Yönteminin Avantajları</i>	31
1.2.2.1.2	<i>Göreceli Değerleme Yönteminin Dezavantajları</i>	32
1.2.2.2	<i>Göreceli Değerleme Yönteminin Aşamaları</i>	33
1.2.2.3	<i>Göreceli Değerleme Yönteminde Kullanılan Oranlar</i>	35
1.2.2.3.1	<i>Kazanç Oranları</i>	35
1.2.2.3.1.1	<i>Fiyat/Kazanç Oranı</i>	36
1.2.2.3.1.2	<i>(Fiyat/Kazanç Oranı)/Beklenen Büyüme Oranı (P/E)/g_e</i>	37
1.2.2.3.2	<i>Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı</i>	39
1.2.2.3.2.1	<i>Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranını Etkileyen Temel Değişkenler.....</i>	41
1.2.3	FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE OPSİYON FİYATLAMA MODELLERİNİN KULLANILMASI	45
1.2.3.1	<i>Alım Opsiyonları.....</i>	46
1.2.3.2	<i>Satım Opsiyonları.....</i>	48
1.2.3.3	<i>Opsiyon Değerini Etkileyen Değişkenler</i>	50
1.2.3.4	<i>Opsiyon Fiyatlama (Değerleme) Modelleri.....</i>	52
1.2.3.4.1	<i>Black-Scholes Modeli.....</i>	53
1.2.3.4.2	<i>Binomial Modeli.....</i>	58

İKİNCİ BÖLÜM

BANKACILIK SİSTEMİ

2.1 BANKA VE BANKACILIK SİSTEMİ	64
2.1.1 BANKA TANIMI.....	64
2.1.2 BANKACILIĞIN TARİHİ GELİŞİMİ	67
2.1.2.1 <i>Dünyada Bankacılığın Tarihi Gelişimi</i>	68
2.1.2.2 <i>Türkiye’de Bankacılığın Tarihi Gelişimi</i>	70
2.1.3 BANKACILIK SİSTEMİNİN YAPISI VE BANKA TÜRLERİ.....	82
2.1.3.1 <i>Mali Sistem ve Bankacılık Sistemi.....</i>	82
2.1.3.2 <i>Bankacılık Sisteminde Yer Alan Bankacılık Türleri</i>	87
2.1.3.2.1 Merkez Bankası	87
2.1.3.2.2 Ticari Bankalar	88
2.1.3.2.3 Kalkınma ve Yatırım Bankaları.....	88
2.1.3.2.4 Ziraat Bankaları.....	89
2.1.3.2.5 Halk Bankaları.....	89
2.1.3.2.6 Kooperatif Bankası.....	89
2.1.3.2.7 Özel Katılım Bankaları	89
2.1.3.3 <i>Türkiye’de Bankacılık Sektörünün İncelenmesi.....</i>	90
2.1.4 TİCARİ BANKACILIK.....	93
2.1.4.1 <i>Ticari Bankaların Amacı, Önemi ve Fonksiyonları.....</i>	94
2.1.4.1.1 Ticari Bankaların Amacı	94
2.1.4.1.2 Ticari Bankaların Önemi	94
2.1.4.1.3 Ticari Bankaların Fonksiyonları	94
2.1.4.1.3.1 Fon Sağlama Fonksiyonu	95
2.1.4.1.3.2 Fon Kullanma Fonksiyonu	96
2.1.4.1.3.3 Kaydi Para Yaratma Fonksiyonu	96
2.1.4.1.3. Hizmet Fonksiyonu	96
2.1.4.2 <i>Ticari Bankaların Piyasalarda Üstlendiği Roller</i>	97
2.1.4.3 <i>Ticari Bankaların Fon Kaynak ve Kullanımları</i>	98
2.1.4.3.1 Ticari Bankaların Fon Kaynakları	98
2.1.4.3.1.1 Özkaynak Niteliğindeki Fonlar	98

2.1.4.3.1.2Yabancı Kaynak Niteliğindeki Fonlar	99
2.1.4.3.1.3Türkiye’de Bankaların Fon Kaynaklarının İncelenmesi	101
2.1.4.3.2Bankaların Fon Kullanımları.....	104
2.1.4.3.2.1Krediler	104
2.1.4.3.2.2Menkul Kıymet Alımları	105
2.1.4.3.2.3İştirakler	106
2.1.4.3.2.4 Türkiye’de Bankaların Fon Kullanımlarının İncelenmesi ..	106
2.1.4.4 Ticari Bankaların Mali Tabloları İle İlgili Genel Bilgiler.....	110

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BANKA DEĞERLEMESİ VE ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

3.1 BANKA DEĞERLEMESİ.....	114
3.1.1 BANKA DEĞERLEMESİ KAVRAMI	114
3.1.2 BANKA DEĞERLEMENİN ZORLUĞU	117
3.1.3 BANKA DEĞERLEMESİNİ AYIRT EDEN TEMEL UNSURLAR	120
3.1.3.1 Bankacılık Sektöründe Borç ve Özsermaye Ayrımı.....	120
3.1.3.2 Bankacılık Sektöründe Düzenleyici Uygulamalar.....	121
3.1.3.3 Bankacılık Sektöründe Yeniden Yatırım.....	122
3.1.4 BANKA DEĞERLEMESİNDE GENEL ÇERÇEVE.....	123
3.1.5 BANKA DEĞERLEMESİ İLE İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI	125
3.1.6 BANKA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	132
3.1.6.1 Göreceli Değerleme Yöntemi ve Bankalarda Uygulanması	133
3.1.6.1.1 Bankaların Göreceli Değerleme Yönteminde Kullanılacak Oranlarının Belirlenmesi.....	133
3.1.6.1.2Fiyat/Kazanç Oranları	135
3.1.6.1.3Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları	135
3.1.6.1.4 Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları.....	137

3.2 ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE BANKA DEĞERİNİN TESPİTİ	139
3.2.1 ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİYLE BANKA DEĞERLEME AŞAMALARI	139
3.2.1.1 <i>Geçmiş Dönem Performansının Analizi</i>	140
3.2.1.1.1 Performansların Analizi	142
3.2.1.1.2 Performans Analizinin Örnek Banka Üzerinde Uygulaması	145
3.2.1.2 <i>Bilânço ve Gelir Tablosu Kalemlerinin Projeksiyonu (Proforma Tabloların Hazırlanması).....</i>	149
3.2.1.2.1 Projeksiyon Kriterleri	152
3.2.1.2.1.1 Dönem Sayısı	152
3.2.1.2.1.2 Aktif Büyüme Oranı.....	153
3.2.1.2.1.3 Mevduat / Pasif Oranı	154
3.2.1.2.1.4 Kredi / Mevduat Oranı.....	154
3.2.1.2.1.5 Net Faiz Marjı	155
3.2.1.2.1.6 Kurumlar Vergisi Yüğü	160
3.2.1.2.2 Projeksiyon Kriterlerinin Örnek Banka Üzerinde Uygulanması	160
3.2.2 ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI HESAPLAMASININ BANKA İÇİN DÜZENLENMESİ	163
3.2.2.1 <i>Net Kar</i>	164
3.2.2.2 <i>Amortismanlar</i>	164
3.2.2.3 <i>Sermaye Harcamaları</i>	164
3.2.2.4 <i>Δ Net İşletme Sermayesi</i>	165
3.2.2.5 <i>Anapara Geri Ödemeleri</i>	165
3.2.2.6 <i>Yeni Borçlar</i>	166
3.2.3 ÖZSERMAYE MALİYETİ	168
3.2.4 DEĞERİN TESPİTİ	169

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB UYGULAMASI

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI	170
4.2 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI.....	171
4.3 ARAŞTIRMADA KULLANILAN TEMEL VERİLER	171
4.4 ARAŞTIRMANIN METODU	171
4.1.1 İMKB’DE FAALİYET GÖSTEREN BANKALARIN ÖZSERMAYEYE NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİYLE BULUNAN DEĞERLERİNİN PİYASA DEĞERİNİ AÇIKLAMA GÜCÜ	172
4.1.1.1 <i>İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankaların Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerleri</i>	<i>172</i>
4.1.2.1 <i>Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Piyasa Değerlerini Açıklama Gücü.....</i>	<i>176</i>
4.2.1 BANKA DEĞERİNİ ETKİLEYEN ANA UNSURLARDAKİ DEĞİŞİMİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ	180
4.3.1 İMKB’DE İŞLEM GÖREN BANKALARIN MALİ ORANLARI İLE PİYASA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TEST EDİLMESİ.....	182
4.3.1.1 <i>Araştırma Sonuçları</i>	<i>185</i>
SONUÇ.....	193
KAYNAKÇA.....	200
EKLER.....	206
ÖZET.....	227
ABSTRACT.....	228

TABLOLAR

Tablo 1.1: Alım ve Satım Opsiyonlarını Etkileyen Değişkenler	52
Tablo 1.2: Black-Scholes Modeli İle Opsiyon Değerleme Uygulama Örneği 56	
Tablo 2.2: Ticari Banka ve Yatırım Bankalarının Karşılaştırılması	86
Tablo 2.3: Bankacılık Sektöründe Seçilmiş Yapısal Göstergeler	90
Tablo 2.4: Banka Grupları İtibarıyla Seçilmiş Bazı Yapısal Göstergeler	91
Tablo 2.5: Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yapısının Analizi	92
Tablo 2.6: Ticari Banka Bilanço Örneği.....	111
Tablo 2.7: Ticari Banka Gelir Tablosu Örneği	112
Tablo 3-1: Banka Değerleme Üzerine Yapılan Çalışmaların Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi	129
Tablo 3-2: Banka Hissedar Değeri Üzerine Yapılan Uygulamalı Çalışmalar	131
Tablo 3.3: Sektörler İtibarıyla Kullanılabilecek Olan Göreceli Değerleme Katsayıları	134
Tablo 3-4: Türkiye’de İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları Hesaplanabilmesi İçin Gereken Bilgiler.....	137
Tablo 3-5: Türkiye’de İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları	138
Tablo 3.6: 1999 – 2006 Yılları Arasında Kullanılan Dolar Kurları	144
Tablo 3.7: Örnek Banka İçin Yapılan Analiz Sonuçları.....	144
Tablo 3.8: Örnek Banka İçin Yapılan Analiz Sonuçları-Devamı	145
Tablo 3.9: Bankacılık Sistemi Bilânço Kalemlerinin Tahmininde Kullanılabilecek Projeksiyon Yaklaşımları	149
Tablo 3.10: Örnek Banka İçin Faiz Marjları ve Gelir Tablosu İçindeki Paylarının Hesaplanması	154
Tablo 3.11: Net Faiz Marjı Faiz Gelirlerinin Hesaplanmasının Detayları	155
Tablo 3.12: Net Faiz Marjı Faiz Giderlerinin Hesaplanmasının Detayları...	156

Tablo 3.13: Örnek Banka İçin Faiz Marjları ve Gelir Tablosundaki Paylarının Dağılımı	157
Tablo 3.14: Örnek Banka İçin Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması	165
Tablo 4.1: İMKB’de Faaliyet Gösteren Bazı Ticari Bankaların Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Toplu Gösterimi	171
Tablo 4.2: Bankaların FCFE Yöntemine Göre Bulunan Değeri / Özsermayenin Defter Değeri Oranı.....	175
Tablo 4.3: Bankaların PD/DD ve FCFE/DD Oranların Gösterimi	175
Tablo 4.4: Bankaların Piyasa Değerinin FCFE/DD ile Açıklama Gücünün Anlamlılığının Test Edilmesi.....	176
Tablo 4.5: Bankaların Piyasa Değerinin FCFE/DD ile Açıklama Gücünün Anlamlılığının Test Edilmesi (Devamı)	177
Tablo 4.6: Banka Değerini Etkileyen Ana Unsurların Banka Değerine Etkileri	179
Tablo 4.7: Çalışmada Kullanılan Bağımsız Değişkenler (Mali Oranlar).....	182
Tablo 4.8: Bankaların PD/DD ile Yıllık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu	184
Tablo 4.9: Regresyon Katsayılarının Oranlara Uygulanması Sonucu Bulunan Değerlerin Karşılaştırılması.....	186
Tablo 4.10: Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Dönemler Sabit Etki Modeli).....	187
Tablo 4.11: Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Bankalar Sabit Etki Modeli)	189

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER

Şekil 1.1: İndirgenmiş Nakit Akımı İle Değerleme Süreci	22
Şekil 1.2: Alım Opsiyonundan Kaynaklanan Kazançlar	48
Şekil 1.3: Satım Opsiyonundan Kaynaklanan Kazançlar	50
Şekil 1.4: Genel Olarak Binomial Ağacı Örneği.....	60
Grafik 2.1: Finans Sektörünün Bilânço Büyüklüğünün Dağılımı.....	84
Grafik 2.2: Türk Bankacılık Sisteminin Pasif Yapısı	101
Grafik 2.3: Türk Bankacılık Sisteminde Mevduatın Dağılımı	102
Grafik 2.4: Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat Dışı Kaynakların Dağılımı	103
Grafik 2.5: Türk Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı	106
Grafik 2.6: Menkul Değer Portföyünün Yapısı.....	108
Grafik 2.7: Kredilerin Türler İtibariyle Dağılımı	109
Grafik 3.1: Örnek Bankanın Aktif Büyüme Hızı	159
Grafik 3.2: Örnek Bankanın Mevduat Pasif Oranı	159
Grafik 3.3: Örnek Bankanın Kredi Mevduat Oranı.....	160
Grafik 3.4: Örnek Banka için ROA ve ROE Hesaplamaları	160
Grafik 4.1: Bankaların PD/DD ve FCFE/DD Oranların Grafik Üzerindeki Gösterimi	178

GİRİŞ

Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenilirliğin sağlanmasındaki en önemli noktaların başında firma değerinin doğru tespit edilmesi gelmektedir. Firmanın değerinin doğru tespit edilmesi ilk defa halka arz işlemlerinde ve borsada işlem gören hisse senetlerini satın alma kararını verirken gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın gerçek değeri ne kadar yansıttığı yatırımcılar için çok önemlidir. Diğer taraftan özelleştirme kapsamında olan firmalar içinde değerın doğru tespit edilmesi önem arz etmektedir.

Değerleme, yabancı literatürdeki yerini ve önemini 1960'lı yıllarda elde etmiş olup firmaların amaçlarının kar maksimizasyonu değil de değerlerini maksimize etmeleri olması gerektiği ile de sloganlaşmıştır. Değerlemenin önemine 1990 yıllardan itibaren Türkiye'de de hem akademik hem de uygulamaya yönelik yapılan çalışmalarda ağırlık verilmeye başlanmıştır.

Fakat yapılan çalışmalar daha çok sanayi ve ticaret işletmelerine yönelik olması ve finansal kurumlara yönelik olarak yapılan değerleme çalışmalarının az olması bu tezin önemini bir kat daha artırmaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi finansal kurumların değerlemesinin zorluğundan dolayı yabancı literatürde de model arayışları devam etmektedir. Çalışmanın aynı zamanda bu alandaki çalışmalara da katkıda bulunacağı beklenmektedir.

Çalışmanın diğer bir önemi de özellikle Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan finansal krizler sonucu Türkiye'de bankalar üzerinde düzenlemelerin yapılması neticesinde çoğu bankaların düzenleyici kurumlar bünyesine alındığı gözlenmiştir. Bu kurumlar için düşünülen çözüm önerilerinin en başında bankaların satışı veya daha güçlü bankalarla birleştirilmesi gündeme gelmiştir. Bu birleşme ve satın almalarda bankaların değerinin doğru tespit

edilmesi çok önemlidir. Bu tezin en büyük katkısı ise özellikli bir değerlendirme işlemi olan finansal kurumların özellikle bankaların değerlemesi için özsermayeye serbest nakit akımları yönteminin uygulanmasını detayları ile ele almış olmasıdır.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak değerlemeye ve başlıca değer kavramları anlatıldıktan sonra indirgenmiş nakit akımları, göreceli ve opsiyon değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise bankacılık sistemi ve ticari bankacılık anlatılmıştır. Bankacılığın tanımı, tarihi gelişimi, bankacılık sistemi, bankacılık türleri banka ve bankacılık sistemi ana başlığı altında incelenen konular arasında yer almaktadır. Ticari bankacılık ve ticari bankaların mali tablolarına ait bilgilerde yine bu bölümde incelenen konular arasında yer almaktadır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde banka değerlendirme ve özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle banka değerlendirme konuları detaylı olarak incelenmiştir. Banka değerlendirme kavramı ve zorluğu anlatılmış ve banka değerlemesini diğer firmaların değerlemesinden ayırt eden unsurlar üzerinde durulduktan sonra ayrıntılı olarak literatür taraması yapılmıştır. Çalışmanın bu kısmında özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle banka değerlemenin aşamaları örnek olarak seçilen banka baz alınarak detaylarıyla incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise İMKB’de işlem gören diğer 6 bankanın değeri bulunmuş ve bankaların bulunan değerlerinin piyasa değerini açıklama gücü araştırılmıştır. Bu bölümde örnek banka bazında seçilen değer sürücüleri ve özsermaye maliyetinin banka değeri üzerindeki etkisi duyarlılık analizi ile incelenmiştir. Son olarak bankaların kamuya düzenli olarak açıklanan mali oranları ile piyasa değeri arasındaki ilişki istatistiksel olarak analiz edilerek çalışma tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1 DEĞER KAVRAMI

Değer, sadece beş harfli olan bu kelime, kendi içinde pek çok anlam içermektedir. İsim olarak kullanıldığında “istenilebilirlik” ve “fayda”; fiil olarak kullanıldığında ise “değer biçmek” veya “iyi fikre sahip olmak” anlamlarına gelmektedir. Firma sahipleri ya da yatırımcılar değerden bahsettikleri zaman bu ya Hissedar Değeri (HD) ya da diğer işletme performansını ölçen değer esaslı kavramlar manasına gelmektedir. Diğer bir anlatımla değer firma ya da kurumların yönetim şekillerinin analiz ve oryante edilebildiği bir tekniktir.¹

Literatürde değer ve değerlendirme kavramlarının birlikte kullanılması dikkat çekmektedir. Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine teçhizat vb. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdiri ve tahmini şeklinde tanımlanabilmektedir.² Değerleme (evaluation) “malların parayla ifade edilmesi, vergi matrahının saptanması amacıyla ekonomik değer tahmin ve takdiri, işletme varlıkları değer tahmini ve takdiri” gibi çeşitli tanımları yapılırken bankaların kayıtlarına sabit kur üzerinden geçirilen dövizlerin her ay sonunda geçerli cari kura göre düzenlemesini de ifade etmektedir. Bununla birlikte değer (value) “herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda”

¹ BLACK, Andrew ve Diğerleri; Hissedar Değeri Arayışı, Dünya Yayınları, İstanbul, Ekim 1998,s.8

² SEYİDOĞLU, Halil; Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara,1992,s.142

veya “herhangi bir nesnenin başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı” olarak tanımlanmaktadır.³

Değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığını ifade eden tutar olarak tanımlanabilmektedir. Firma açısından değerlendirme, firmanın sahip olduğu varlık ve kaynakların belirli bir tarihteki cari değerlerinin herhangi bir para birimi ile ifadesidir. Ayrıca değer, firmaların yönetim şekillerinin analiz edilmesinde ve yönlendirilmesinde kullanılabilecek bir araçtır. Firma değeri ve firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen, firmanın borç ve öz kaynaklarının cari tutarlarının (aktiflerin) toplam değeridir. Hissedarlar açısından firma değeri kavramı, firmanın varlıklarının cari değerinden, borçların cari değerinin düşülmesi ile bulunan özsermayenin değeridir.⁴

1.1.1 Değer ve Firma Amacı

1900 'lü yılların başından itibaren firmanın karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı 21. yüzyılın ikinci yarısından itibaren tartışma konusu olmuştur. Finans alanında dünya finans eğitiminin merkezi olarak kabul edilen Amerika Birleşik Devletleri'nde en çok okutulan beş finans kitabında, firmanın amacında temel ilkenin karın maksimizasyonu olduğu ifade edilmektedir. Bu noktadan hareket eden Robert Antony Harvard Business Review'ın Aralık 1960 sayısında yayınlanan “The Trouble with Profit Maximization” adlı makalesinde, kar kavramının tek başına bir anlam ifade etmediği, maksimum yapılmaya çalışılan karın, kısa vadeli kar mı? uzun vadeli kar mı? karlılık oranı mı?, kar tutarı mı? olduğu dolayısıyla da karın subjektif bir anlam taşıdığı ifade edilmektedir. Günümüzde firmanın amacı “Firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmaktadır.⁵ Araştırmacılar “Neden Firma Değeri

³ AYPEK, Nevzat ve Ünsal BAN; **Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2002, s.105–106

⁴ ERCAN, Metin Kamil ve Diğerleri; **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Gazi Kitapevi, Ankara, Ekim–2003, s.1

⁵ ERCAN, Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN; **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2000, s.1

Maksimizasyonu” sorusuna cevap aramış ve aşağıdaki ortak sonuçlara ulaşmıştır.⁶

- İnsanlar genellikle harcayabilecekleri daha çok paraya sahip olduklarında daha mutlu olmaktadır. Ne kadar ve nereye harcayacakları önemli değildir.

- Hisse senedi fiyatları genellikle hisse senedini ihraç eden firmanın gelecekteki durumunu yansıtır. Firmanın gelecekteki durumunun daha iyi olması beklentisi, hisse senedi fiyatlarını artırmaktadır.

- Yatırımcılar ellerinde tuttıkları hisse senedi ve diğer menkul kıymetleri istedikleri an ellerinden çıkartıp nakde çevirmek istemektedir.

- Eğer yöneticiler firmanın hisse senetlerinin değerini maksimum yapacak kararlar alırlarsa, yatırımcılar bundan memnun olacaktır.

Firma amacının hissedar değerini maksimum kılmak olarak tanımlanması, performansın ölçülmesinde değer kavramını ön plana çıkarmaktadır.⁷ Firma değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve gerçeğe yakın değerinin tespit edilmesidir. Firma ile ilgili taraflar (ortaklar, hisse senedi yatırımcıları, borç verenler) açısından bakıldığında, firmanın değerinin tespit edilmesi her biri açısından ayrı önem taşımaktadır. Günümüzde artık finansal tabloların verdiği bilgiler ile yöneticilerin, ortakların, hissedarların vb. tarafların ihtiyaç duyduğu bilgiler çok farklılaşmıştır. Firmanın entelektüel sermayesi, kurumsal yönetim uygulamalarının sonuçları ve firmanın değeri ile ilgili bilgiler yatırımcıların bir firma hakkında elde etmeyi istedikleri bilgilerin başında gelmektedir. Bugün bir firmanın ortağı ya da hissedarı firmanın bilançodaki öz kaynak tutarından çok firmanın hisse senetlerinin ya da gerçek değeri ile ilgilenmektedir. Bununla birlikte değerlendirme yapma isteğinin ardında diğer başka nedenler de olabilir.

⁶ ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN; **Değere Dayalı İşletme Finansı FİNANSAL YÖNETİM**, Gazi Kitapevi, Ocak–2005,s.14–15

⁷ COPELAND, Tom ve Diğerleri; **VALUATION Measuring and Managing The Value of Companies**, John Willey & Sons Inc., New York,2000,s.3

1.1.2 Değerleme Yapma Nedenleri

Firma değerinin tespit edilmesi, toplumun bir kısmını ilgilendirebileceği gibi toplumun tamamını da ilgilendirebilmektedir. Bu yüzden firmaların değerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Firma değerinin tespit edilmesinin nedenlerini genel olarak aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.⁸

- Mali yapısı iyi olmayan firmalar mali yapılarını düzeltmek için varlıklarının bir kısmını satmak zorunda kalabilmektedir. Bu satış işlemleri için varlıkların değerinin bulunması gerekmektedir.

- Yöneticiler, yüksek getiri sağlanması beklenen yeni yatırımların finansmanı için firmayı yada varlıkları elden çıkararak fon yaratma yoluna başvurabilmektedir.

- Borç karşılığında ipotek yaptırılması gerektiğinde ipotek yapılacak firma yada varlığın değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

- Firmaların büyüme arzuları nedeniyle gerçekleşebilecek firma birleşmeleri ve satın almaları, değerlendirme ihtiyacını ortaya koymaktadır.

- Firmaların yeni ortak yada fon temini amacıyla halka açılmak istekleri değerlemeyi ön plana çıkarmaktadır.

- Ödenecek vergilerin belirlenmesi gerektiğinde firma değerinin bilinmesine ihtiyaç duyulabilecektir.

- Özelleştirme çalışmalarında firma değerinin tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

Yukarıdaki nedenlerin temeline bakıldığında firmaların bir bütün olarak değerlendirilmesinden daha çok firmanın sahip oldukları varlığın veya varlıkların değerlendirilmesinin nedenleri sıralanmaktadır. Firmanın bir bütün olarak değerlendirilmesi halka açılma, birleşme ve firmanın hisse senetlerine yatırım yapılması açısından önem arz etmektedir. Özellikle yatırımcılar satın alacakları ya da yatırım yapacakları firmaların hisse senetlerinin oluşan piyasa fiyatlarının, gerçek değerlerini yansıtıp yansıtmadığını bilmek

⁸ YAZICI, Kuddusi; **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, T.C. Başbakanlık DPT Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ağustos 1997,s.10

isteyeceklerdir. Piyasa değeri ve gerçek değer gibi kavramlar değerlendirme veya fiyatlandırma ile ilgili kavramların gözden geçirilmesini gerektirmektedir.

1.1.3 Değerlemeye İlişkin Hatalı Önyargılar

Zaman içerisinde değerlendirme ile ilgili bir takım hatalı önyargılar oluşmuştur. Bu hatalı önyargıların bazıları aşağıdadır.⁹

1.1.3.1 Değerleme Modelleri Kantitatif Olduğundan Değerleme Objektif Temele Dayanmaktadır

Değerlemede kullanılan modeller kantitatif özellikler taşımakla birlikte, modellerde kullanılan veriler subjektif tahminleri de içermektedir. Değerlemede önemli olan nokta, değerlendirme yapılırken bütün önyargılardan arınabilmektir. Ancak, bunun ifade edilmesi kolay, uygulanabilmesi ise oldukça zordur.

Değerleme yapılırken önyargıları azaltmanın başlıca iki yolu bulunmaktadır. Bunlar, değerlendirme süreci tamamlanmadan, değerlendirme yapanın değerlemesi yapılan firmanın kamuoyu nezdindeki pozisyonundan etkilenmemesi ve değerlendirme yapan kişi ya da grubun ilgili firmada payının olmaması ya da düşük düzeyde olmasıdır.

1.1.3.2 İyi Araştırılan ve İyi Yapılan Değerleme Zamanla Sınırlı Değildir

Herhangi bir değerlendirme modeline dayalı olarak değer belirlenirken elde edilen değer piyasa genelindeki bilgilerden olduğu gibi, firmaya özgü bilgilerden de etkilenebilmektedir. Sonuç olarak, piyasaya ya da firmaya ilişkin yeni bir bilgi açıklandığında firma değeri bundan etkilenmekte ve değişebilmektedir. Bu sebeple, finansal piyasalara yansıyan yeni bilgiler doğrultusunda değerlendirme işlemi gözden geçirilmeli ve güncellenmelidir. Dolayısıyla, değerlendirme zamanla sınırlı olup, yeni bilgi ve gelişmelere göre güncellenmesi gerekmektedir.

⁹ DAMADORAN, Aswath; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset**, John Wiley & Sons Inc., New York, 2002,s.2-6

1.1.3.3 İyi Bir Değerleme Kesin Bir Değer Tahmini Sağlar

Çok titiz ve ayrıntılı olarak yapılan değerlemenin sonucu bile tam bir kesinlik taşımamaktadır. Değerleme sürecinde yapılan tahminler geleceğe ilişkin varsayımlara dayanmakta olduğundan, gelecekte ortaya çıkabilecek gelişmelerden önemli ölçüde etkilenebilmektedir. Değerlemenin sonunda kesin bir değer beklemek nakit akımlarının ve indirgemedede kullanılan değerlendirme oranlarının hatasız tahmin edilememesi sebebiyle her zaman mümkün olamamaktadır.

1.1.3.4 Bir Model Ne Kadar Kantitatif İse Yapılan Değerleme O Kadar İyidir

Kantitatif modeller değerlemenin etkinliğini artırmakla birlikte, söz konusu modeller için daha çok veri gerektiğinden, sağlıklı verilerin sağlanamaması durumunda hata yapma olasılığı artmaktadır. Değerleme işleminde üç önemli nokta bulunmaktadır. Bunlar; (1) finansal varlıklar değerlendirilirken gerektiği kadar verinin kullanılmaması; (2) değerlemede detaylı modellerden yararlanmanın hata payını artırması ve (3) insan faktörünün değerlendirme sürecini subjektif yönlendirebilmesidir. Çünkü firmaları modeller değil, modelleri kullanan ve yorumlayan uzmanlar değerlemektedir.

1.1.3.5 Değerlemede Süreç Değil Sonuç Önemlidir

Değerlemenin sonucuna odaklanarak, değerlendirme sürecinde elde edilecek bazı bilgilerin göz ardı edilmesi oldukça risklidir. Değerleme süreci değerlendirilmedeki bazı temel sorulara yanıt bulunmasına yardımcı olmaktadır. “Hızlı büyümeye ödenecek uygun fiyat nedir? Marka isminin değeri nedir? Kar marjlarının değer üzerindeki etkisi nedir? Yatırım projelerinin getirisini yükseltmek ne kadar önemlidir?” gibi sorular örnek olarak gösterilebilir.

1.1.3.6 Değerleme İle Ancak Etkin Olmayan Piyasalarda Kazanç Elde Edilebilir

Değerlemede, esas olan piyasa fiyatı ile gerçek fiyatın karşılaştırılmasıdır. Bu sebeple, piyasanın etkin olmadığına inananlar değerlendirme üzerine yoğunlaşırken, etkin olduğuna inananlar genellikle piyasa

fiyatının gerçek değer olduğunu kabul etmektedir. Etkin olup olmadığına bakılmaksızın değerlendirme sonucunda elde edilen değer, piyasa fiyatından önemli ölçüde sapma gösterebilmektedir. Bu durumda, farklılığın nedeni, değerlendirme yönteminin yanlış uygulanmasından ya da piyasa fiyatının hatalı oluşmasından kaynaklanabilmektedir.

1.1.4 Başlıca Değer Kavramları

Literatürde çeşitli finansal varlıklar için pek çok değer kavramına rastlanmaktadır. Bu kavramlar değişik yöntemlerle bulunmakta olup genellikle kullanılan başlıca değer kavramları, maliyet değeri, nominal değer, defter değeri, cari değer, borsa rayici, tasarruf değeri, kayıtlı değeri, emsal değeri, muhasebe değeri, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek (olması gereken) değer olarak sıralanabilmektedir.

Bir kişi veya kuruluşun hisse senedini satın alması, elinde tutması yada satması çok çeşitli faktörlere bağlanmaktadır. Bu faktörlerden en önemlisi hisse senedinin, yatırımcısı için taşıdığı değeridir. Burada ifade edilen hisse senedinin cari yada yatırımcısı için gerçek değeridir. Aslında bir hisse senedinin gerçek değerinin dışında ve bu değeri belirlemede yardımcı olabilecek pek çok farklı değer kavramı bulunmaktadır.¹⁰

1.1.4.1 Nominal Değer

Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerindeki değeri olup, genelde hisse senetlerinin ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına kar payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine verilen değeri ifade etmektedir. Türkiye’de hisse senetlerinin nominal değerinin olması yasal bir zorunluluktur.¹¹ Uygulamada en çok rastlanılan hisse senedi nominal değeri 1.000 TL (0,1 YKr) olmaktadır.

¹⁰ AKSÖYEK, İsmet; **Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak incelenmesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara-1994, s.48

¹¹ ERCAN Metin Kamil; **a.g.e.**, s.3

Genellikle nominal değer değişmeyen sabit bir nitelik gösteren özelliğe sahip olmakla birlikte aynı işletmenin farklı dönemlerde ihraç ettiği hisse senetlerinin nominal değerleri de farklılaşabilmektedir. Kısa süre içerisinde çok büyük başarı gösteren firmalarda nominal değeri farklılaştırmak mümkün olmadığı için hisse senetlerinde değer artışı doğmakta ve ihraç primi ortaya çıkmaktadır. Bu aşamada firma ile ortaklar birbirinden tam olarak ayrılmadığı için oluşan ihraç primi firmada kalmakta, bu sayede gerçek değer etkilenmektedir.¹²

1.1.4.2 Defter Değeri

Bir varlığın defter değeri, varlığın bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Bu değer, firmanın özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Firmanın özsermaye değeri; ödenmiş sermaye, emisyon primi, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar ve yeniden değerlendirme artış fonları toplamından, sermaye taahhütleri, dönem zararı ve varsa geçmiş yıl zararları çıkartılarak hesaplanmaktadır.¹³

Defter değeri kavramı finansal yönetim açısından nakit akışını etkileyici vergi yükü yada vergi tasarrufu yarattığında önem kazanmaktadır. Örneğin firmanın sahip olduğu duran varlığın defter değerine aktive kayıtlı değerden birikmiş amortismanların indirilmesi sonucunda ulaşılmaktadır. Bahse konu olan duran varlığın satılması halinde ise satış fiyatının bu değerle karşılaştırılması sonucunda ortaya vergi yükü yada vergi tasarrufu ortaya çıkmaktadır.¹⁴ Defter değeri tarihsel bir değer olduğu için ancak piyasa değeri ile karşılaştırmalarda yatırımcı ve firmalar için bir anlam ifade etmektedir. Bununla ilgili en güzel örnek *“Bill Gates için Microsoft Corporations’ın 2000 yılında yaklaşık 22 Milyar \$ olan özkaynaklarının defter değeri mi önemlidir yoksa aynı yıl itibarıyla hisse senetlerinin 600 Milyar \$ olan özkaynaklarının piyasa değeri¹⁵ mi önemli?”* sorusu verilebilmektedir.

¹² AKSÖYEK İsmet; **a.g.t.**, s.49-50

¹³ ERCAN Metin Kamil; **a.g.e.**, s. 3

¹⁴ AKSÖYEK İsmet; **a.g.t.**, s.50

¹⁵ Özkaynaklarının toplam piyasa değeri firmanın toplam hisse senedi sayısı ile hisse senetlerinin o andaki piyasa değerinin çarpımı ile bulunmaktadır.

1.1.4.3 Tasfiye (Likiditasyon) Değeri

Tasfiye değeri firmanın sahip olduğu varlıkların satılması sonucunda elde edilecek tutardan, işletmenin tüm borçlarının çıkarılması sonucu bulunacak net değer, hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır.

Tasfiye değeri faaliyeti sona eren firmalar için anlamlı bir değer olarak kabul edilmektedir. Bunun dışında faaliyetine devam eden firmaların teorik olarak tasfiye edildiklerini düşünüp aktiflerinin değerini kâğıt üzerinde belirlemek son derece güç olmaktadır. Faaliyetine devam eden bir firmanın değeri; tasfiye değerinin dışında işleyiş değerini de kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle faaliyetine devam eden firmaların değeri sinerji etkisi nedeniyle parçalarının değerinin toplamından daha yüksek olacaktır.¹⁶ Kuramsal olarak, hisse senedinin piyasa değerinin altında olmaması gerekmektedir. Hisse senedinin piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olması, firmayı likidite etmek suretiyle kazanç sağlama fırsatı vereceği için, hisse senetlerine olan ilgiyi artırmaktadır.¹⁷

1.1.4.4 Piyasa (Borsa) Değeri

Hisse senetleri açısından piyasa değeri, hisse senetlerinin menkul kıymet borsalarında alınıp satıldığı, işlem gördüğü değerdir. Piyasa değeri arz ve talebe göre belirlenmektedir. Bireysel yatırımcıların arz ve talepte ilgili firmaların faaliyet sonuçları ve faaliyetleri ile ilgili beklentiler temel etkense de çoğu zaman piyasa değeri, hisse senedinin gerçek değerini ifade etmeyebilir. Zaten teorik olarak hisse senetlerine yatırım yapılmasının temel nedeni bu iki değer belli zaman aralıklarında birbirinden farklılaşmasıdır.¹⁸ Hisse senetlerinin uygulanan değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanan olması gereken değerlerinin borsada oluşan değerleri ile karşılaştırılması sonucunda, o hisse senedinin aşırı yada düşük değerlendirilmiş olduğu yorumu yapılabilmektedir.¹⁹

¹⁶ AKSOY Ahmet; Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi, Ankara, 1988, s.152

¹⁷ SARIKAMIŞ Cevat; Sermaye Pazarları, Alfa Yayın Dağıtım, Yayın No:213, İstanbul, 2000, s.227

¹⁸ AKSÖYEK İsmet; a.g.t., s.52

¹⁹ ERCAN Metin Kamil, a.g.e., 4

1.1.4.5 İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir varlığın çalışır vaziyette iken satılması durumunda elde edilecek tutara, varlığın işleyen teşebbüs değeri denmektedir. Bu değer tasfiye değerinin dışında işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi nedeniyle ortaya çıkan değeri de kapsamaktadır. Tasfiye değeri ile işleyen teşebbüs değeri arasındaki fark, işleyen teşebbüs değerinde varlıkların tamamı bir bütün olarak elden çıkarılması iken, tasfiye değerinde, firmanın varlıklarının parçalar halinde elden çıkarılmasıdır.²⁰ İşleyen teşebbüs değeri, firmanın sahip olduğu fiziki varlıkların dışında işletmenin organizasyon yapısı, işletme çalışanlarının değeri gibi unsurları da kapsadığından hesaplanması da oldukça güçtür.²¹ Firmanın sahip olduğu entellektüel sermaye bileşenleri işleyen teşebbüs değeri hesaplanırken önemli bir yere sahiptir.

1.1.4.6 Gerçek (Olması Gereken) Değer

Etkin bir piyasada, bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan ilgili varlığa ait değer, gerçek (olması gereken) değer olarak ifade edilmektedir. Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, sermaye yapısı, yatırım imkânları, karlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapı ve konjonktürel dalgalanmalar gibi değişkenleri içermektedir.²² Bu değer, yatırımcı için o hisse senedine yatırım yapıp yapmayacağını belirlenmesinde bir gösterge olmaktadır.

1.1.4.7 Makul Piyasa Değeri

Makul piyasa değeri; zorunlu satış ya da tasfiye dışında sahip olunan gerçekçi bilgilerle bir varlığın satmaya rıza gösteren taraftan almaya istekli tarafa geçtiği değerdir.²³ Söz konusu tanım piyasa değerinin tanımına benzetmekle birlikte genellikle gayrimenkul değerlemesinde ve varsayımsal vergi hesaplamalarında kullanılmaktadır.

²⁰ ERCAN Metin Kamil, **a.g.e.**,4

²¹ AKSÖYEK İsmet;**a.g.t.**,s.52

²² ERCAN Metin Kamil, **a.g.e.**,4-5

²³ USA Treasury Regulation, 20.2031-1

1.1.4.8 Aktif Değeri

Bir firmanın varlıklarının değerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Aktif toplamı hisse senedi sayısına bölünerek de hisse başına aktif değeri bulunmaktadır.

1.1.4.9 Net Aktif Değeri

Net aktif değeri, firmanın aktiflerinin piyasa değerlerinin bulunması yolu ile hesaplanmaktadır. Net aktif değeri, firmanın varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek tutardan, elden çıkarma giderleri düşülerek hesaplanmaktadır.

1.1.4.10 Hurda Değer

Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması ile oluşan değerdir. Sermaye bütçelemesi kararlarında bir yatırıma ilişkin hurda değer tahmin edilebilmekte ise bu yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında dikkate alınmaktadır.

Yukarıda belirtilen değer kavramları firmanın tarafları açısından farklı öneme sahip olabilmektedir. Firmaya borç verenler açısından bakıldığında varlıkların likit değeri (tasfiye değeri) önem taşırken, özsermaye sahipleri yani firmanın ortakları açısından cari değer (piyasa) değeri daha önemlidir. Firmaya yatırım yapacak olan diğer bir ifade ile firmanın hisse senetlerini alacak olan yatırımcılar açısından da gerçek değer ile piyasa değeri karşılaştırma yapabilmek için ön plana çıkmaktadır.

Değerin hesaplanması ile birlikte firmalar için önemli olan; bu değer yaratılması ve yönetilme süreci ile artırılmasıdır. 20. Yüzyılın sonlarına doğru amaçların değişip firmanın odağına hissedar değerinin yerleşmesi ile yönetim anlayışında da önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Değere dayalı yönetim süreci de tüm bu gelişmelerin merkezinde kalmıştır.

1.1.5 Firma Değerinin Yönetimi

Firma değerini artırmayı ve maksimize etmeyi amaçlayan yönetim biçimleri gelişmiş ülkelerde önemli ölçüde benimsenmiş ve uygulanmaktadır.

Bu yöntemin etkin biçimde uygulanması için değer yaratan unsurların açıkça ortaya konması, değer yaratmak için stratejilerin geliştirilmesi, uygulama planlarının hazırlanması ve performansın sürekli olarak ölçülmesi gerekmektedir. Bu yönetim anlayışına Değere Dayalı Yönetim (Value Based Management-VBM) ismi verilmektedir.

Değere dayalı yönetim, firmanın felsefesinin merkezine hissedarlara değer yaratmayı koyan, hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre firmanın stratejisini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performansın izlenmesinde hangi ölçülerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten bir yönetim anlayışıdır. Değere dayalı yönetim, değer yaratma zekâsı ile bu zekâyı uygulamaya dönüştürmek için gerekli olan süreçlerin ve sistemlerin yönetimi arasındaki bütünleşme olarak tanımlanmaktadır.²⁴

1.1.6 Hissedar Değeri

Hissedar değeri hareketi 1980'li yılların sonunda ABD ve İngiltere'de başlamış, daha sonra genişleyerek Avrupa, Latin Amerika ve Asya'yı etkilemiştir. Bu süreç, özellikle de ABD'de ve Avrupa'da faaliyet gösteren firmaların yatırımcılarının ve yöneticilerinin hissedar değerine odaklanmalarına sebep olmuştur.

Hissedar değerinin önem kazanmasında sermaye piyasalarındaki globalizasyon ve deregülasyon, sermaye kontrollerinin son bulması, bilgi teknolojilerinin gelişmesi menkul kıymet kazanç ve yatırımlarındaki yeni davranış biçimleri, özelleştirme uygulamaları ile kurumsal yatırımcıların artması önemli rol oynamaktadır. Copeland ve arkadaşlarına göre de hissedar değerinin önem kazanmasında aşağıdaki faktörler etkili olmaktadır:

- 1980'li yıllarda piyasaların etkinliğinin artmasıyla birlikte birçok yönetim takımı faaliyet gösterdikleri endüstri kolundaki önemli değişim ve gelişimlere uyum sağlamada yetersiz kalmıştır.

²⁴ KOLLER T., "What is Value Based Management?", The McKinsey Quarterly, New York, 1994, s.87

- ABD ve birçok Avrupa ülkesinde üst düzey yöneticilere yapılan ödemelerde özsermaye niteliğindeki ödemelerin önemi artmıştır.
- 1980'li yılların başından itibaren dünyadaki bireysel yatırımcılar, varlıklarının büyük bir kısmını Avrupa ve Amerika'daki güçlü sermaye piyasalarına aktarmışlardır.
- Kıta Avrupası, Japonya ve diğer birçok ülkede iflaslara karşı sosyal güvenlik sisteminin önemi giderek artmıştır.

Hissedar değeri stratejileri, büyüme fırsatlarını görebilmeye ve rekabetçi üstünlük yaratmaya odaklanmaktadır. Bu sebeple finansal tabloların analiz edilmesi ve hisse başına kar analizi yapılması ile elde edilen veriler, finans yöneticileri ve yatırımcılar ve için anlamlı olmamaktadır. Araştırmacılar, geçmişe yönelik olarak yaptıkları analizlerde tarihi muhasebe kayıtlarıyla hisse senedi piyasalarındaki performans arasında kuvvetli bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir.²⁵ Değer, firmanın yatırılan sermayesinin getiri oranının sermaye maliyetinin üzerinde olması durumunda yaratılmaktadır. Bu sebeple de yatırımcılar, serbest nakit akışlarına ve sermaye maliyetine odaklanan hissedar değeri analizi üzerine yoğunlaşmaktadır. Halka açık bir firmanın başarılı olmasının göstergesi, genellikle hissedar değerindeki artış olmaktadır.

Değere dayalı yönetim uygulayan firmalarda, hissedar değeri daima ön planda gelmektedir. ABD'de yapılan araştırmalar firmaların %65'inin ilk hedeflerinin hissedar değerini artırmak olduğunu ortaya koymaktadır.²⁶ Bu sebeple firmalar, varlıkların etkin ve verimli kullanımına olanak vermeyen kısa dönemli stratejiler yerine büyüme fırsatlarını değerlendirmeye ve rekabetçi üstünlük yaratmaya yönelik orta ve uzun vadeli stratejilere odaklanmaktadır.²⁷

Bir firma, hissedar değerini artırdığı sürece, rakiplerine oranla yatırımcıların ve borç verenlerin ek kaynaklarını kendisine çekebilmektedir.

²⁵ BLACK, A. Ve Diğerleri, **Hissedar Değeri Arayışı**, Dünya Yayınları, İstanbul, 1998, s.13

²⁶ BLACK A. Vd., **a.g.e.**, s.24

²⁷ DOYLE Peter, **Değer Temelli Pazarlama**, MediaCat Yayınları, İstanbul, 2003, s. 18

Böylece, uzun vadeli yatırımlarını gerçekleştirerek, sürekli büyümesi için yeni fırsatlar ortaya çıkmaktadır.²⁸ Hissedarlar için değer yaratma sürecinde sahip olunan fırsatların ve faaliyetlerin bir araya getirilmesi gerekmektedir. Değer yaratılırken fırsatlar tanımlanmakta, gerektiğinde oluşturulmakta, fakat fırsatlar tek başına yeterli olamamaktadır. Aynı zamanda, firmaların bu fırsatları değerlendirebilmesi için hazır, istekli ve bunları avantaja dönüştürebilecek yetenekte çalışanlara da sahip olmaları gerekmektedir.²⁹

Firmaların hissedar değeri yaklaşımını benimsemesindeki başlıca faktörler:³⁰

- Üst yönetimin hissedar değeri yaklaşımını benimsemesi,
- Üst yönetimin firmanın finansal faaliyetlerinin detaylı biçimde görülmesini istemesi,
- Alt yönetimin güçlendirilerek, yetki ve sorumluluk kullanımının etkinleştirilmesi,
- Firma fonksiyonlarının tamamının hissedar değeri çerçevesinde uyumlaştırılması,
- Firmanın bağlı kuruluşlarının beklenen performansları ile gerçekleşen performansları arasında ortaya çıkabilecek sapmaların tespit edilmesi,
- Firmanın plan ve programlarının doğru ve bütçe dâhilinde yürütülmesinin sağlanmasıdır.

Hissedar değerini maksimize etmek isteyen firmalar, hissedarlarının taleplerini yakından takip etmelidir. Firma değerini artırıcı uygulamalar yapılırken hissedarlar başta olmak üzere işgörenler, yöneticiler, müşteriler, tedarikçiler ve toplum gibi diğer çıkar gruplarının beklentileri de yerine getirilmelidir. Hissedar değeri maksimizasyonu uzun vadede tüm çıkar

²⁸ SCHILLING George, ““Workings Capital Role in Maintaining Corporate LiQuidity, **TMA Journal**, Sept/Oct , Vol 19.,s.4

²⁹ MARTIN J.D ve J.W PETTY, **Value Based Management**, Harward Business School Pres, Boston, 2000, s.4-5

³⁰ BLACK A. Vd., **a.g.e.**,s.24-25

grupları için en iyi stratejidir. Bu sebeple, hissedar değeri katılımcı bir bakış açısıyla değerlendirilmeli, çıkar gruplarının tamamının durumu göz önüne alınarak, olaylara geniş bir perspektiften bakılmalıdır. Değer artırıcı uygulamalarda, yönetici ve çalışanların büyük bir bölümünün hissedar değerinin gerekliliğine olan inançlarının artırılması başarıya ulaşma şansını da yükseltmektedir.

Öncelikli amaç hissedar değerinin artırılması olmak üzere, firma tüm çıkar gruplarını eş zamanlı olarak tatmin edebiliyor ise, daha fazla hissedar değerinin yaratılması mümkün olabilecektir. Pazar payını artırmak ve bunu hissedarlara yansıtabilmek müşterilere rakiplerinin yarattığı değerden daha fazlasını yaratıp sunmakla mümkün olmaktadır. Yenilikler, ürün çeşitlendirme ve maliyet avantajları ile müşteriler satın almaya ikna edilmelidir. Firmaların, müşterilerini mal ve hizmetlerini satın almaya ikna edebilmesi için, değer yaratma amaç ve kapasitesine sahip yöneticiler ile çalışanlara ihtiyacı bulunmaktadır.

Müşteri memnuniyeti, hissedar değeri ile birlikte düşünülüp, yatırımdan sağlanan nakit akışlarının getirisinin sermaye maliyetini aşması durumunda bir anlam taşımaktadır. Bu sebeple, müşteri memnuniyetine dayalı bakış açısı ile hissedar değerine dayalı finansal bakış açısı bütünleşmektedir.

1.2 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket yönetimi hissedarların servetini maksimize edecek şekilde sermaye bütçelemesi çerçevesinde elindeki sermayeyi karlı yatırım alternatiflerine tahsis edecektir. Şirket yönetimi bu işlemi yaparken şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değeri kriterine göre yapmaktadır. Nakit akımı yöntemi hissedarlar tarafından öngörülen yatırım karlılığını en azından karşılayan yatırım alternatiflerinin seçiminde önemli bir yöntemdir. Bu yöntemin güvenilirliği nakit akımını oluşturan her bir kalemin tahminine bağlıdır. Doğru ve güvenilir bir tahmin yatırım kararlarını, neticede şirketin değerini belirlemektedir.

Nakit akımı yöntemi ile hesaplanacak şirket değeri, analizde kullanılan bilgilerin bir fonksiyonudur. Hesaplamalar için bilginin miktarı ve niteliği arttıkça hesaplanacak değer daha doğru ve güvenilir olacaktır. Eğer bir firmanın değeri piyasa mekanizması çerçevesinde doğru yapılamıyorsa, doğru hesaplama için kamuya açıklanan bilgiler analiz edilmelidir.

Hisse senetlerinin borsada, etkin sermaye piyasasında işlem gördüğü bir ortamda, değerlendirme yöntemlerinin piyasa tarafından oluşan değerden daha güvenilir değer sunması beklenmemektedir. Bu noktada değerlendirme modelleri sadece hisse senedi fiyatına etki eden faktörlerin belirlenmesine katkıda bulunabilir. Birçok firmanın hisseleri etkin piyasa şartlarında işlem görmemektedir. Bu durumda değerlemede baz alınacak piyasa fiyatları olmamaktadır. Buna rağmen birçok amaç için değerlemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

Bir firmanın bütün olarak değeri hesaplanırken varlıklar maddi varlıklar ve maddi olmayan varlıklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Maddi varlıklar piyasa fiyatı üzerinden hesaplanırken, firmanın isim hakkının değerinin belirlenmesi zor olmaktadır. Firmanın toplam değeri hesaplandıktan sonra maddi varlıkların değerinden sonra geriye kalan kısım maddi olmayan varlıkların değerini verecektir.

Firma değerlemesine ilişkin uygulamalarda kullanılan yöntemler indirgenmiş nakit akımları yöntemi (Discounted Cash Flows Method) ve göreceli değerlendirme yöntemi (Relative Valuation Method) olarak iki ana başlık altında incelenebilir. Bu yöntemlerin yanı sıra, düzeltilmiş bugünkü değer (Adjusted Present Value-APV), opsiyon değerlendirme ve ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA) gibi yöntemler de kullanılmaktadır. Ancak, firma değerinin tespitinde en çok kabul gören yöntem, indirgenmiş nakit akımları yöntemidir.³¹

³¹ ERCAN Metin Kamil ve diğerleri, **Firma Değerlemesi “Banka Uygulaması”**, Literatür Yayınları, İstanbul 2006, s. 27

1.2.1 Firma Değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti

Nakit akımları yoluyla firma değerlemesinin özünü, net bugünkü değer (NPV) oluşturmaktadır. NPV zenginlik, refah birikiminin bir ölçüsüdür. Ekonomik bakış açısından firmaların değerlemesinde NPV'nin kullanılması teorik olarak daha doğru bir yaklaşımdır. Ancak, net bugünkü değer refahın hangi etkinlikle biriktiği hakkında bilgi veren bir fonksiyon değildir.³² Nakit akışı yöntemi, geleceğe yönelik fiyat ve maliyetlerin tahmin edilmesini ve indirgeme faktörü seçilmesinin gerektirmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlendirme tarihi itibarıyla belirli bir iskonto (indirgeme) oranı kullanılarak bugünkü değere indirgeyen yöntem olarak tanımlanmaktadır. Bu yöntemle göre firma değeri; firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetime bakış açısı, geleceğe yönelik planları, marka değeri ve entellektüel sermayesi gibi çok sayıda değer yaratan unsurun dolaylı olarak dikkate alınıp, gelecekte firmanın yaratması beklenen nakit akımlarının tahmin edilerek bugünkü değerinin hesaplanmasıyla bulunmaktadır. Firmanın değeri başlıca dört faktör tarafından etkilenmektedir. Bunlar, mevcut varlıklardan nakit akışı üretme kapasitesi, bu nakit akışlarının beklenen büyüme oranı, istikrarlı büyümeyi uzatmak için gerekli zaman uzunluğu ve sermaye maliyetidir.³³

Firmanın gelecekteki performansını firma değerine en iyi yansıtan yöntem olması, nakit yaratma potansiyeline odaklanması, yatırım ve finanslama politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtmaları indirgenmiş nakit akımları yönteminin önemli avantajlarını oluşturmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde diğer yöntemlere göre daha çok veriye ve bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun yanında, uygulanmasının nispeten karmaşık olması ve geleceğe yönelik çok sayıda belirsizliğin firma değerini etkileyebilmesi yöntemin dezavantajlarını oluşturmaktadır.

³² TORRIES, T.F., "Npv Or Irr? Why Not Both", **Mining Engineering**, Vol.50, 1998,s.69-73

³³ DAMODARAN Aswath, Corporate Finance, John Willey Sons Yayınları, 2001, s.750

Nakit akımları cari fiyatlarla belirlenecekse nakit akımlarını bugüne indirgemekte kullanılacak olan indirgeme oranının enflasyon beklentisini içermesi gerekmektedir. Ayrıca nakit akışı yöntemi ile değerlendirme, üç temel parametrenin fonksiyonudur. Bu parametreler nakit akışı, zaman ve risktir.³⁴ Bu parametreler firma yönetiminin alacağı kaynak tahsis kararlarının her birinde farklı büyüklüklere sahip olacak ve neticede farklı değer hesaplanacaktır.

Nakit akımları yönteminde firmada geleceğe dönük bir rota oluşturulmakta ve bu rota üzerinde firmanın nerede olduğu ve nerede olacağı öngörülmektedir. Rekabet ortamında şirketlerin uzun vadeli plan yapması ve bunu her koşulda izlemesi beklenmez. Plan çerçevesinde izlenecek rota oluşturulduktan sonra piyasa şartları, rakiplerin reaksiyonları öğrenilir ve buna bağlı olarak esnek bir cevap vermek gerekecektir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi gelecekte ne ile karşılaşılırsa karşılaşılсын önceden planlanmış bir planın izlenmesini varsaymaktadır.³⁵

Firmanın değeri hem nicel hem de nitel faktörlere bağlıdır. Nakit akımı yöntemi ile değerlemede firma yönetiminin kalitesi ve ürün markası gibi nitel faktörlerin dikkate alınmadığı biçimindeki eleştirilerde bulunmanın doğru olmadığı tartışılmaktadır. Bu gibi nitel faktörler kar marjı veya büyüme hızı gibi parametreler içinde düşünülmelidir. Sonuç olarak, bu tür nitel faktörler nakit akımlarında ve etkin piyasa ortamında firma değerine yansiyacaktır.

İndirgenmiş nakit akışı yöntemine göre, bir firmanın değeri şu şekilde formüle edilebilir.³⁶

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{PV_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

³⁴ GÖZEN Mustafa, **İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi**, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2001,s.87

³⁵ LUEHRMAN Timoty, " Strategy As A Portfolio Of Real Options" **Harvard Business Review**, September- October, 1998,s.89-99

³⁶ LUEHRMAN Timoty,**a.g.m.**,s.89-99

$$v = \sum_{t=1}^n \left[\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right] + \frac{PV_n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

Burada n yılına kadar nakit akımlarının tahmin edilmesi ve n inci yılda firmanın n+1, n+2, n+3,∞ yıllarına ait nakit akımlarının tahmin edilmesi ve indirgenmiş değerlerinin bulunması gerekmektedir. Teorik olarak firma ömrü sonsuz olmasına rağmen, uygulamada bir firmanın sonsuza kadar nakit akışlarını tahmin etmek mümkün değildir.

Bu yöntemin amacı, firmanın piyasa değerini tahmin etmektir. Bu şekilde bulunan değeri karşılaştırmak için benzer sektör ve firmaların fiyat kazanç oranı, piyasa değeri/ defter değeri oranları alınarak yeni değer hesaplanır. Nakit akımı yöntemi ile karşılaştırma yapmak için bulunan değerler arasında olup olmadığına bakılır. Buna göre bir firmanın değeri

$$V_t = V_s + V_b + V_d + V_r \text{ den oluşur.}$$

Burada V_s hissedarların payını, V_b kredi verenlerin payını, V_d devletin payını, V_r ise diğer çıkar gruplarının payını göstermektedir.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi, işletme değerinin gelecekte yaratılması beklenen nakit akımına bağlı olduğu düşüncesine dayanır. İşletmenin beklenen nakit akımlarının, bu nakit akımının riskliliğini yansıtan, uygun bir oranla iskonto edilmesi ile işletme değerine ulaşılır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemiyle işletme değerinin hesaplanması aşağıdaki şekilde formüle edilebilir;

İşletme değeri = Bütün gelecek nakit akımlarının bugünkü değeri, yani;

$$\text{İşletme değeri} = \sum_{t=0}^n \frac{NA_t}{(1+k)^t}$$

Burada, NA: t yıl boyunca elde edilecek toplam nakit miktarı,

k: İskonto oranı,

t: nakit akımlarının tahmin edileceği süredir.

İndirgenmiş nakit akımlarının kullanılması ile işletme değerlemesinde izlenecek süreç şekilde gösterilmiştir.³⁷

Şekil 1.1: İndirgenmiş Nakit Akımı İle Değerleme Süreci



Şekilde görüldüğü gibi, iskonto edilmiş nakit akımı analizinde öncelikle geçmiş yılların mali tablolarından yararlanılarak nakit akımları incelenir, değer belirleyicilerinin 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 değerinin belirlenmesi için uygun teknik belirlenir ve elde edilen değer, şimdiki değere iskonto edilir. Beşinci aşamada ise, iskonto edilmiş gelecek nakit akımlarının değeri ve iskonto edilmiş devam değer toplanarak işletme değerine ulaşılır ve elde edilen sonuçlar, değerlemede kullanılan diğer yöntemler sonucunda elde edilen değerlerle test edilir ve yorumlanır.³⁸

³⁷ COPELAND Tom vd., **a.g.e.**, s.157

³⁸ YILGÖR Ayşe Gül, **İşletme Değerlemesi Ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama**, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1998, s.70

İşletme değerinin hesaplanmasında iskonto edilmiş nakit akımlarına dayanan yöntemlerde nakit akımının nasıl tanımlanacağı uygun iskonto oranının ve nakit akımlarının tahmin edileceği zaman döneminin uzunluğunun ne olacağı sorularının cevaplanması ile bir çerçeve belirlenebilir.

Bir firmanın piyasa değeri ile indirgenmiş nakit akımları arasında oldukça güçlü doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Copeland ve arkadaşları tarafından 1999 yılında ABD’de 31 büyük Amerikan şirketi üzerinde yapılan bir araştırmada, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre belirlenen değerle, firmaların piyasa değerleri arasında oldukça yüksek bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.³⁹

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin gelişmekte olan piyasalarda (emerging market) faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılması durumunda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, yatırımcı haklarının yetersizliği, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin nakit akımlarının tahmininde ve kullanılacak iskonto oranında dikkate alınması gerekmektedir.⁴⁰

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi genel olarak üç aşamadan oluşmaktadır. Öncelikle firmanın gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Daha sonra iskonto oranı belirlenmekte ve son olarak da tahmin edilen nakit akımları belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmektedir. Bu verilerin elde edilmesi, firmanın geçmişinin incelendiği ve gelecekteki durumunun tahmin edildiği kapsamlı bir analizi gerektirmektedir.

Firmanın ömrü sonsuz kabul edildiğinde, firmanın nakit akımlarını sonsuza kadar tahmin etmek mümkün olmadığından firma ile ilgili nakit akımlarının belli bir süre ile sınırlandırılması gerekmektedir. Uygulamada nakit akımlarının tahmin dönemi genellikle 3 ile 10 yıl arasında bir zaman dilimini kapsamaktadır. Analiz açısından firmanın gelecekteki faaliyeti

³⁹ COPELAND Tom vd., **a.g.e.**, s.77

⁴⁰ MIMI J. Ve T. KOLLER, **Valuation in Emerging Markets**, John Wiley Sons Inc., 2005, s.80

belirli bir süreyle sınırlandırılrsa bile, firmanın faaliyetleri bu sürenin sonunda da devam edecektir. Bu sebeple firmanın tahmin edilen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değerinin bulunabilmesi için devam eden değerin (continuing value-terminal value) hesaplanması ve değerlendirme gününe indirgenmesi gerekmektedir.⁴¹

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.⁴²

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değerlemesinde firmanın değeri başlıca iki farklı yönetime göre hesaplanabilmektedir. Bu yöntemler, firmaya serbest nakit akımları (Free Cash Flows to Firm-FCFF) ve özsermayeye serbest nakit akımları (Free Cash Flows to Equity-FCFE)'dir.

1.2.1.1 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 değeri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmakta ve bu değerden firmanın uzun vadeli borçlarının bugünkü değeri çıkartılarak özsermayesinin olması gereken değeri bulunmaktadır. Bu yöntemde, firma değeri olarak hesaplanan tutar borç sahiplerine de olan nakit akışını içermekte olup borçların bugünkü değerinin bu tutardan çıkartılmasıyla özsermayenin olması gereken değeri bulunmaktadır.

⁴¹ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.28

⁴² DAMODARAN Aswath, **Damodaran on Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, John Wiley Sons Inc. 1994, s.10

Firmanın özsermayesinin toplam tutarının yine firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değer, firmanın her bir hisse senedinin firmaya serbest nakit akımları yöntemine göre olması gereken fiyatını vermektedir.

Firmaya serbest nakit akımlarının (FCFF) hesaplanması aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned}
 &FVÖK (1-T) \\
 &+ \text{Amortismanlar} \\
 &- \text{Sermaye Harcamaları} \\
 &- \Delta \text{İşletme Sermayesi}
 \end{aligned}$$

Burada;

$FVÖK$ = Firmanın faiz ve vergi öncesi karını,

T = Firmanın kurumlar vergisi oranını,

$\Delta \text{İşletme Sermayesi}$ = İşletme sermayesi düzeyindeki değişimi ifade etmektedir.

Eğer, burada “ g ” firmaya serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilen sabit büyüme oranını ve k_{WACC} ’ de firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade ederse, firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

$$\text{Firma Değeri} = \frac{FCFF_1}{(k_{WACC} - g)}$$

Firmanın büyümesi “ n ” yılına kadar değişkenlik gösteriyor ve “ n ” yılından itibaren sonsuza kadar sabit büyümeye geçiyor ise, bu durumda firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilecektir.

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+k_{WACC_{hg}})^t} + \dots + \frac{FCFF_{n+1}}{(k_{WACC_{st}} - g_n)} \times \frac{1}{(1+k_{WACC_{hg}})^n}$$

Burada;

$FCFF_t$ = “n” yılına kadar her bir “t” döneminde beklenen firmaya serbest nakit akımını,

g_n = “n” yılından itibaren sonsuza kadar olan sabit büyüme oranını,

$k_{WACC_{hg}}$ = Yüksek büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

$k_{WACC_{st}}$ = Sabit büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, göstermektedir.

Firmanın her bir dönem için özsermayeye serbest nakit akım tutarları (FCFE) bilinmekte ise, buradan hareketle her bir döneme ait firmaya serbest nakit akımlarını da hesaplamak mümkün olabilmektedir.⁴³

$$FCFF = FCFE$$

+ Faiz Giderleri (1-T)

+ Anapara Geri Ödemeleri

- Yeni Borçlar

+ İmtiyazlı Hisse Senedi Kar payları

1.2.1.2 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 değerlerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak firmanın özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmiş tutarlarının

⁴³ ÜREten A. ve Metin Kamil ERCAN, **a.g.e.**,s.55; ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK Başaran ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, **a.g.e.**,s.49-53; ERCAN Metin Kamil ve Ü. BAN, **a.g.e.**,s.348-351; ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,s.29-30

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.

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi firmanın borçlarıyla ilgili ödemeleri de dikkate aldığından özsermaye sahiplerinin duyarlılığını daha çok temsil etmektedir.

Firmanın bu yöntemle hesaplanan olması gereken fiyatı ile borsada oluşan fiyatı karşılaştırılarak hisse senetlerinin yine bu yöntemle göre aşırı ya da düşük değerlendirildiği kanaatine varılmakta ve buna göre alım-satım kararları verilmektedir.

Özsermayeye serbest nakit akımlarını aşağıdaki gibi hesaplamak mümkündür.

$$\begin{aligned}
 FCFE &= \text{Net Kar} \\
 &+ \text{Amortismanlar} \\
 &- \text{Sermaye Harcamaları} \\
 &- \Delta \text{İşletme Sermayesi} \\
 &- \text{Anapara Geri Ödemeleri} \\
 &+ \text{Yeni Borçlar}
 \end{aligned}$$

Burada sermaye harcamalarının ve işletme sermayesindeki değişikliğin hedef borç rasyosunu temsil eden “ λ ” ya göre finanse edildiği kabul edilmekte, böylece hedef sermaye yapısı bozulmamaktadır. Burada “ λ ” ile 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 “ λ ”yı da içerir biçimde yeniden düzenlenmiş hali aşağıdaki gibidir.⁴⁴

$$FCFE = Net\ Kar$$

$$- (1-\lambda) (Sermaye\ Harcaması-Amortismanlar)$$

$$- (1-\lambda) (\Delta\ İşletme\ Sermayesi)$$

1.2.2 Firma Değerinin Göreceli Değerleme Yöntemi ile Tespiti

Piyasada benzer varlıkların değerlemelerini karşılaştırabilmek için bir şekilde değerlerin standartlaştırılmasına ihtiyaç vardır. Bazı karşılaştırma ölçüleri, varlıkların yarattıkları karla, varlıkların kendi defter değeri veya yerine koyma değeriyle yada ürettikleri satış hacmi ile göreceli olarak standardize edilebilmektedir.⁴⁵ Göreceli değerlendirme, varlıkların değerini piyasada fiyatlanmış benzer varlıklara dayandırarak belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu yöntem uygulanırken değerlendirilecek varlığa ait veriler arasında piyasa oranları oluşturulmaktadır.⁴⁶ Göreceli değerlemenin amacı piyasada hâlihazırda fiyatlanmış benzer varlıklara dayanarak ilgili varlık için fiyat (değer) bulmaktır. Bunun için ilgili varlığın temel verileri arasında mantıksal oranlamalar yapılarak, “Piyasa Çarpanları” olarak ifade edilen oranlar oluşturulmaktadır. Piyasa çarpanlarının hesaplanması ve kullanımı oldukça kolaydır. Ancak uygulamada yanlış kullanılmasına da sıkça rastlamak mümkündür.⁴⁷

Göreceli değerlemenin temelini, firma değerinin aynı özelliklere sahip karşılaştırılabilir firmalara ait veriler kullanılarak tespit edilmesi oluşturmaktadır. Göreceli değerlemede değeri tespiti yapılmak istenen hisse senedinin (firmanın) değeri; kazançlar, nakit akımları, defter değerleri ya da

⁴⁴ ÜREten A. ve Metin Kamil ERCAN, **a.g.e.**,s.54; ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK Başaran ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, **a.g.e.**,s.58-59; ERCAN Metin Kamil ve Ü. BAN, **a.g.e.**,s.342; ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,s.36

⁴⁵ GÜRBÜZ A. Osman ve Yakup ERGİNCAN, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayınları, İstanbul,2004,s.172

⁴⁶ ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK Başaran ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, **a.g.e.**,s.6

⁴⁷ İVGEN Hünkar, **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, İstanbul, 2003,s.117

satışlar gibi değişkenlere bağlı olarak, karşılaştırılabilir hisse senetlerinin değerleri dikkate alınarak belirlenmektedir.⁴⁸ Genellikle halka açık olmayan firmaların değerinin tespitinde, göreceli değerlendirme yöntemi kullanılmaktadır. Piyasa yaklaşımı olarak da bilinen göreceli⁴⁹ değerlendirme yöntemi, bankacılık sektöründe de sıkça kullanılmaktadır.

Karşılaştırılabilir firmalar; genellikle halka açık firmalar olup, bu firmalar nakit akımları, büyüme potansiyeli ve risk boyutları ile değerlemesi yapılacak firmayla benzerlik göstermektedir. Göreceli değerlendirme için, değerlendirme yapılacak firmanın yukarıda belirtilen özellikleri ile örtüşen karşılaştırılabilir firmaların seçilmesi gerekmektedir. Tanımlamada, değerlendirme yapılacak firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile karşılaştırılabilir firmaların faaliyet gösterdiği sektörlerin benzer olması gerektiğine dair bir ön koşul bulunmamaktadır. Bu nedenle, elbette ki nakit akımları, büyüme potansiyeli ve risk boyutlarında benzerlikler göstermesi şartıyla, telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren bir firma ile yazılım konusunda uzmanlaşmış bir firmanın karşılaştırılması mantıklı olabilmektedir. Buna karşın, analizlerin birçoğunda, değerlendirme yapılacak firma ile karşılaştırılabilir firmaların aynı sektörde faaliyet göstermesi gerektiği gibi bir ön yargı bulunmaktadır. Bu durum, sektörde faaliyet gösteren firmaların sayısının karşılaştırmanın yapılabilmesi için yeterli olması durumunda geçerli olup, benzer riske, büyüme oranına ve nakit akımı profiline sahip firmaların karşılaştırılması daha sağlıklı sonuçların alınmasını sağlamaktadır.

Sektörde faaliyet gösteren firma sayısının nispeten az olduğu durumlarda, benzer bir yaklaşıma gidilmesi zordur. ABD dışındaki birçok piyasada, belirli sektörlerde hisse senetleri borsada işlem gören karşılaştırılabilir firma bulmak zor, hatta imkânsız olmaktadır. Bunun yanı sıra, sektörde faaliyet gösteren firmaların risk seviyeleri, büyüme oranları ve

⁴⁸ PARK, Young S. ve Jung-Jin LEE, "An Empirical Study on The Relevance of Applying Relative Valuation Models to Investment Strategies in The Japanese Stock Market", **Japan and World Economy**,2003, Volume:15,s.332

⁴⁹ Bazı yazarlar tarafından "Görelî" olarak da kullanılmaktadır.

nakit akımı profilleri arasındaki farklılıkların olması halinde, aynı sektör içerisinde karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesi çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Bu nedenle, belirtilen koşullar altında, karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde farklı sektörlerden de faydalanılmaktadır.⁵⁰

Karşılaştırılabilir firmaların seçilmesi aşağıdaki aşamalara göre yapılabilmektedir:

Farklı veri kaynaklarından toplanan bilgiler ışığında, değerlemesi yapılacak firma ile aynı ya da benzer sektörlerde faaliyet gösteren firmaların listesinin hazırlanması,

Bu firmaların detaylı iş tanımlamalarının yapılarak, faaliyet alanlarının farklı olduğu tespit edilen ve finansal karakteristikleri farklılık gösteren firmaların listeden çıkartılması,

Potansiyel karşılaştırılabilir firmaların her birinin detaylı finansal verilerinin toplanması ve bu verilerin belirli bir formata bağlı kalınarak raporlanması,

Karşılaştırılabilir firmalar ile değerlemesi yapılacak firmaya ait verilerin eksik kalan yönlerinin olması halinde, bu eksikliklerin giderilmesi yönünde düzenlenmelerin yapılması gerekmektedir.⁵¹

Analistlerin bir kısmı, göreceli değerlendirme yönteminin, diğer değerlendirme yöntemlerinin aksine, geleceğe yönelik olmadığını iddia etmektedir. Bu doğru olmayan bir düşüncedir. Firma değeri, geçmiş yıllarda gösterilen performansın değil, gelecekte gösterilmesi beklenen performansın bir fonksiyonu olmaktadır. Firma değerlemesi açısından ele alındığında, bilanço ve gelir tablosundan elde edilen bilgiler ışığında hesaplanan finansal oranlar, firmanın mevcut durumunun değerlendirilmesinde kullanılmakla birlikte, geleceğe yönelik tahminlerin de temellerini oluşturmaktadır. Ayrıca, analistlerin firmaya yönelik bakış açıları ile firma hakkındaki düşünceleri ve

⁵⁰ DAMODARAN Aswath, a.g.e., 2002, s.463

⁵¹ HITCHNER, James R., **Financial Valuation: Applications and Models**, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 2003, s.214

ön yargıları da firma değerinin tespitinde etkili olmaktadır. Örneğin; değerlendirme sürecinde kullanılabilecek yeterli veri olmamasına karşın, henüz yeni kurulmuş teknoloji firmalarına pozitif piyasa değerleri atfedilmektedir. Bunun nedeni, yatırımcıların bu tür firmaların gelecekte pozitif nakit akımları sağlayacakları ve başarılı bir finansal performans gösterecekleri yönündeki düşünceleridir.⁵²

1.2.2.1 Göreceli Değerlemenin Avantajları Ve Dezavantajları

Göreceli değerlendirme yönteminin oldukça geniş bir kullanım alanı olduğu söylenebilmektedir. Aracı kurum veya yatırım bankalarının, araştırma, şirket birleşme ve satın alma raporlarında bu değerlendirme yönteminin kullanıldığı görülmektedir.⁵³ Diğer değerlendirme yöntemlerinde olduğu gibi, göreceli değerlendirme yönteminin de bir takım avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır.

1.2.2.1.1 Göreceli Değerleme Yönteminin Avantajları

Anlaşılması oldukça kolay bir yöntemdir. Benzer ürünler üreten, aynı coğrafik bölgede faaliyet gösteren ve nispeten benzer risk düzeyine ve/veya finansal karakteristiklere sahip firmaların fiyatlandırma politikaları da benzer olmaktadır. Bu durum, firmanın haricindeki bireyler ve/veya kuruluşlar tarafından da bilinmektedir.

Gerçek veriler kullanılmaktadır. Değer tahminleri hisse senetlerinin gerçek fiyatları ya da işlem fiyatları üzerinden yapılmakta olup, varsayımlar ya da belirsizliği yüksek tahminler kullanılmamaktadır.

Uygulanması diğer değerlendirme yöntemlerine göre daha kolaydır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında matematiksel bir modelin kurulması gerekirken, piyasa yaklaşımında değer nispeten daha basit bir biçimde hesaplanan finansal oranlar kullanılarak tespit edilmeye çalışılmaktadır. Oranlar ve karşılaştırılabilir firmalar temel alınarak yapılan göreceli değerlendirme, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile karşılaştırıldığında, daha az

⁵² HITCHNER, James R., **a.g.e.**, s.185

⁵³ İVGEN Hünkar, **a.g.e.**, s.117

varsayıma dayalı olması nedeniyle, uygulanması ve anlaşılması daha kolay bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır.⁵⁴

Değerleme sürecinde, işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarının tamamının değeri dikkate alınmaktadır. Varlık yaklaşımında, firmanın maddi ve maddi olmayan varlıkları ile borçlarının tamamının değerlendirilmesi yapılmalıdır. Ancak, müşteri listeleri ve entellektüel sermaye gibi maddi olmayan varlıkların birçoğu bilânçoda ya gösterilmemekte ya da gerçek değerleri ile yansıtılmamaktadır.

Göreceli değerlendirme, geleceğe odaklanması durumunda, piyasa değerlerine yakın değerlerin bulunması konusunda sağlıklı bir değerlendirme yöntemi olmaktadır. Bu durum, göreceli değerlendirme konusunda çalışmalar yapan analistler açısından oldukça önemlidir.⁵⁵

1.2.2.1.2 Göreceli Değerleme Yönteminin Dezavantajları

Karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde sıkıntılar yaşanabilmektedir. Bu durum, göreceli değerlendirme yönteminin kullanılamamasının başlıca nedenlerinden bir tanesidir. Bazı firmalar o kadar farklı olmaktadır ki, piyasada bu firmalara benzer firmalar bulunamamaktadır.

Önemli varsayımların bazıları açık değildir. Göreceli değerlendirme kapsamında kullanılan oranların hesaplanmasındaki en önemli varsayım, firmanın satışlarının ya da getirilerinin büyüme oranına yönelik olarak yapılan varsayımdır. Büyüme oranlarının dönemler itibarıyla tahmin edildiği indirgenmiş nakit akımları yönteminin aksine, göreceli değerlendirme yaklaşımında firmanın büyüme oranına ilişkin açık bir varsayım bulunmamaktadır. Buna bağlı olarak, firmanın büyüme oranı, karşılaştırılabilir firmaların büyüme oranlarının bir fonksiyonu olmaktadır. Ayrıca, risk ve marjlar gibi diğer önemli varsayımlar da açık bir biçimde ifade edilmemektedir.

⁵⁴ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, 2002, s.453

⁵⁵ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.45

Göreceli değerlendirme yaklaşımı, diğer yaklaşımlar kadar esnek ve adapte edilebilir değildir. Göreceli değerlendirme yaklaşımında, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımdan farklı olarak, yaratılan değer çerçevesinde, firmanın faaliyetlerine ilişkin özgün karakteristiklerin ele alınması ve değerlendirilmesi nispeten daha zor olmaktadır. Örneğin; ürün karmasında yapılacak değişiklikler sonucunda oluşması beklenen gelir artışlarının göreceli değerlendirme sürecine dahil edilmesi ve değerlendirilmesi kolay değildir; çünkü aynı durum içerisinde benzer bir karşılaştırılabilir firma bulmak genellikle mümkün olamamaktadır.⁵⁶

Göreceli değerlemede, değer tahmin edilmesinde tutarsız saptamalar yapılabilmektedir. Yaklaşım itibariyle sınırlı sayıda varsayımın kullanılmasının bir sonucu olarak, şeffaflık konusunda problemler yaşanmakta ve değerlendirme manipülasyonlara açık olmaktadır. Bu durum göreceli değerlemenin kolay uygulanabilirliğinin yanında tutarsız saptamalar yapılmasına imkân vermesinden dolayı önemli bir dezavantajı da beraberinde getirmektedir. Taraflı bir değerlemeci, kendi amaçları doğrultusunda oranlar kullanarak değeri düşük ya da yüksek gösterebilmektedir.⁵⁷

1.2.2.2 Göreceli Değerleme Yönteminin Aşamaları

Göreceli değerlemenin aşamaları, farklı yazarlar tarafından tasnif edilmesine karşın bu çalışmada üç aşamalı yaklaşım esas alınmaktadır.⁵⁸ Üç aşamalı göreceli değerlendirme modelinde, sırasıyla;

1. aşama'da değerlemede kullanılacak uygun oranlar saptanmakta,
2. aşama'da karşılaştırılabilir firmalar seçilmekte ve
3. aşama'da karşılaştırmalar yapılarak ilgili firmanın göreceli değeri bulunmaktadır.

⁵⁶ HITCHNER, James R., **a.g.e.**, s.186-187

⁵⁷ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.46

⁵⁸ PALEPU, Krishna G., Paul M. HEALY and Victor L. BERNARD, **Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements**, South Western College Publishing, Australia, 2000, s.7-11

Kullanılacak oranların yada piyasa çarpanlarının belirlenebilmesi ve anlaşılabilmesi için dört aşamanın iyi bilinmesi gerekmektedir.⁵⁹

Bunlar; çarpanların tanımlanması, açıklanması, analizi ve uygulanması aşamasıdır.

Çarpanların tanımlanması aşamasında; uygulamada aynı çarpan değişik kişilerce değişik biçimlerde tanımlanmış olabilir. Başkası tarafından belirlenen çarpanları karşılaştırırken yada kullanırken ilgili çarpanların nasıl belirlendiğinin bilinmesi gerekmektedir.

Çarpanın açıklanmasında bu çarpanları kullanan pek çok kişi çapraz kesit dağılımından pek haberdar değildir. Eğer çapraz kesit dağılımı bilinmiyorsa hesaplanan değer düşük yada yüksek olduğunu belirlemek güçleşmektedir.

Çarpanın analizi aşamasında her bir çarpanı sürükleyen temel değişkenler ve çarpanla her bir değişken arasındaki ilişkinin anlaşılması gerekmektedir. Doğru eşleştirmenin yapılması analizin güvenilirliği açısından önemlidir.

Çarpanların uygulanmasında karşılaştırılabilir evrenin (ana kütle) tanımlanması ve farklılıkların denetlenmesi gerekmektedir. Ancak bu çok kolay bir iş değildir. Özellikle karşılaştırılabilir firmaların tespiti güçtür.

Değerlemesi yapılan bir şirketin birebir eşitini bulmak olanaksız görünmesine karşın; firmalar arası farklılıkları irdelemenin yollarını bulmak gerekmektedir. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerlendirme yönteminin avantajı, her bir çarpanın temel belirleyicilerinin neler olduğu hakkında açık bir fikre sahip olunmasıdır. Göreceli değerlendirme yönteminde çarpan değerlerini etkileyen değişkenleri kontrol etmek, tek bir değişkendeki farklılıkları dikkate alan en basit yaklaşımdan, çok sayıdaki değişkendeki

⁵⁹ DAMODARAN Aswath, **Dark Side Of Valuation**, Financial Times Prentice Hall, 2002,s.258-279; TEVFİK T. Arman, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2005, s.220-221

farklılıkları hesaba katan bir dizi karmaşık yaklaşıma kadar değerlendirilebilecek birçok süreci kapsamaktadır.⁶⁰

Çarpanların anlaşılması için birçok kontrol veya testler geliştirilmiştir. Bu sınamalar; tanımsal, betimsel, çözümsel (analitik) ve uygulama sınamalarıdır.⁶¹

Tanımsal sınamalarda çarpanların tutarlı tanımlanıp tanımlanmadığı araştırılmaktadır. Diğer taraftan çarpanların hesaplanmasında kullanılan değişkenlerin birbiri arasındaki tutarlılığı da bu tip sınamalarda önem kazanmaktadır. Betimsel sınamalarda; anakütle için çarpanların ortalaması, standart sapması, ortancası (medyanı) nedir ve çarpan zaman boyunca nasıl değişmiştir? gibi sorulara cevap aranmaktadır. Analitik yada çözümsel sınamalarda çarpanı belirleyen ve yönlendiren temel değişkenlerin neler olduğu ve bunlarda meydana gelen değişmelerin çarpanı nasıl etkilediği araştırılmaktadır. Temel değişkenlerle çarpan arasındaki ilişkinin niteliği bilinmiyorsa, çarpanlara dayalı firmaları karşılaştırmak olanaksız hale gelmektedir. Uygulama sınamalarında karşılaştırılabilir firmaların seçimi ve bu firmalar arasında temel değişkenler arasında farklılık varsa bunların nasıl ayarlanması gerektiği araştırılmakta ve sorgulanmaktadır.

1.2.2.3 Göreceli Değerleme Yönteminde Kullanılan Oranlar

Göreceli değerlendirme yönteminde kullanılan oranları başlıca aşağıdaki dört grupta toplamak mümkündür.⁶² Bunlar; Kazanç (getiri) oranları, Piyasa değeri/Defter değeri oranları, Gelir oranları ve Sektörel oranlardır.

1.2.2.3.1 Kazanç Oranları

Kazanç oranları, göreceli değerlemenin en sık kullanılan oranlarıdır. Kazanç oranları gerek hesaplamadaki basitlik gerekse borsa ile ilgili sayfalarda en çok yayınlanan oran olması nedeniyle yatırımcıların en aşina oldukları orandır. Kazanç oranları yatırımcıya, ülkeler arasında firmalar arasında veya belirli bir zaman diliminde karşılaştırma imkânı tanımaktadır.

⁶⁰ GÜRBÜZ A.Osman ve Yakup ERGİNCAN, **a.g.e.**, s.183

⁶¹ TEVFİK T. Arman,**a.g.e.**, s.220

⁶² ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.47-48

Uluslararası yatırımlarda kazanç oranları en çok belirli borsalardaki senetlerin genel olarak pahalı olup olmadığını belirlemek için kullanılmaktadır.⁶³ Fiyat/Kazanç oranı ve diğer kazanç oranları genellikle subjektif kullanıma açık değerlendirme oranlarıdır. Bu oranları etkileyen temel değişkenlerden başlıcaları beklenen büyüme oranı, beklenen nakit akımı ve firmanın riskliliğidir. Diğer değişkenlerin sabit kalması koşuluyla (ceteris paribus), riski düşük, temettü dağıtım oranı ve beklenen büyüme oranı yüksek firmaların kazanç oranları nispeten daha yüksek değerlerde seyretmektedir.

1.2.2.3.1.1 Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç (Price/Earnings-PE) oranı; en fazla kullanılan, ancak manipülasyona açık olan bir orandır. Fiyat/Kazanç oranı; hisse başına piyasa fiyatının hisse başına kazanç oranıdır:

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Başına Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

Fiyat/Kazanç oranının hesaplanmasında karşılaşılan en önemli problem, oranın hesaplanmasında kullanılan “hisse başına kazanç” kavramının farklı şekillerde ele alınmasından kaynaklanmaktadır. Fiyat/Kazanç oranı; cari hisse başına kazanç, forward (gelecekteki) hisse başına kazanç, seyreltilmiş (fully diluted) hisse başına kazanç ya da takip eden (trailing) hisse başına kazanç⁶⁴ değerleri kullanılarak hesaplanabilmektedir.

Özellikle büyüme potansiyeli yüksek olan, dolayısıyla yüksek riske sahip firmalarda, Fiyat/Kazanç oranı, hesaplamada kullanılan hisse başına

⁶³ KARAN Mehmet Baha, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Yayınevi, Ankara, 2001, s.356-358

⁶⁴ **Forward hisse başına kazanç** kavramı ile ifade edilmek istenen; bir sonraki yılda beklenen hisse başına kazanç oranıdır. **Seyreltilmiş hisse başına kazanç** kavramı ile ifade edilmek istenen; ihraç edilen bütün menkul kıymetlerinin dikkate alındığı, diğer bir ifadeyle mevcut hisse senetleri + hisse senedine çevrilebilir tahvil + varantlar + hisse senedi opsiyonları v.b. toplamının dikkate alındığı fiyat/kazanç oranıdır. Seyreltilmiş hisse başına kazanç oranı, hisse başına kazanç oranına göre, firmanın gerçek kazanma gücünü daha sağlıklı bir biçimde ifade etmektedir. **Takip eden hisse başına kazanç** kavramı ile ifade edilmek istenen; 3'er aylık son dört döneme ait PE oranları baz alınarak hesaplanan toplam hisse başına kazanç oranıdır.

kazanç değerine bağlı olarak oldukça farklı değerlerde olup, bu durum iki farklı şekilde açıklanabilmektedir.⁶⁵

Yüksek büyüme potansiyeline sahip firmalarda hisse başına kazanç oranında görülen kararsızlık. Forward hisse başına kazanç, takip eden hisse başına kazançtan ya da cari hisse başına kazançtan önemli derecede düşük ya da yüksek olabilmektedir.

Yönetime verilen hisse senedi satın alma opsiyonları. Hızlı büyüyen firmalarda çalışanlara yönelik opsiyonlar, hisse senedi sayısı ile karşılaştırıldığında daha fazla olduğundan, seyreltilmiş hisse başına kazanç ile esas hisse başına kazanç arasındaki fark yüksek olmaktadır.

1.2.2.3.1.2 (Fiyat/Kazanç Oranı)/Beklenen Büyüme Oranı (P/E)/g_e

Portföy yöneticileri ve analistler, hisse senetlerinin düşük ya da aşırı değerlendirilmiş olduğunu tespit edebilmek amacıyla, fiyat/kazanç oranları ile beklenen büyüme oranlarını karşılaştırmaktadır. Fiyat/kazanç oranının, firmanın beklenen büyüme oranından daha düşük olması durumunda, firmanın düşük-değerlenmiş olduğu düşünülmektedir.

Bu bölümde, Fiyat/Kazanç oranı bölü büyüme oranı rasyosu bundan böyle PEG oranı olarak adlandırılmaktadır. PEG oranı; fiyat/kazanç oranının, hisse başına kazançtaki beklenen büyüme oranına bölünmesi yoluyla elde edilen oran olarak tanımlanmaktadır:

$$PEG \text{ Oranı} = PE \text{ Oranı} / \text{Beklenen Büyüme Oranı}$$

PEG oranı, değerlerin karşılaştırılmasında kullanılan bir ölçüt olup, başka firmaların PEG oranlarıyla karşılaştırıldığında düşük PEG değerinin göreceli olarak firmanın düşük değerlendirildiğinin göstergesi olduğu düşünülmektedir.

Bir bankanın fiyat/kazanç oranının 25 ve beklenen büyüme oranının %10 olması durumunda, PEG oranı 2,5 olacaktır (Hesaplama büyüme oranı yüzde olarak (0,10) değil sadece rakam (10) olarak alınmaktadır.) PEG

⁶⁵ DAMODARAN Aswath, a.g.e., 2002, s.468-469

oranının tahmininde kullanılan büyüme oranı faaliyet karındaki büyüme oranı değil, hisse başına kazançtaki büyüme oranıdır. Bunun nedeni, PEG oranının özsermayeye bağlı bir göreceli değerlendirme oranı olmasıdır.⁶⁶

Fiyat/kazanç oranına yönelik tanımlamaların farklı olması, PEG oranının hesaplamasında kullanılacak fiyat/kazanç oranının hangisi olacağı konusunda çelişkileri de beraberinde getirmekte olup, bu çelişkilerin cevabı beklenen getiri oranında saklıdır. Hisse başına kazançtaki beklenen getiri oranı, cari yılın kazançları baz alınarak hesaplanmaktadır. Burada, PEG oranının hesaplanmasında kullanılacak olan cari fiyat/kazanç oranı olmalıdır. Bu tür bir hesaplamada forward fiyat/kazanç oranı kullanılmamalıdır. Çünkü forward fiyat/kazanç oranının kullanılması dublikasyona yol açmaktadır. Örneğin; hisse senedinin borsadaki değeri 40 YTL. ve en son açıklanan finansal tablolara göre (cari) hisse başına kazancı 2 YTL. olan bir bankanın, gelecek yıl hisse başına kazancını 3 kat artırması, diğer bir ifadeyle bankanın forward hisse başına kazancının 6 YTL. olması ve takip eden dört yıl boyunca da hisse başına kazancın yıllık %5 oranında sabit büyümesi beklenmektedir. Bu durumda, hisse başına kazançta beklenen büyüme oranı;

$$\text{Hisse Başına Kazançtaki Beklenen Büyüme Oranı} = [(1 + \text{Büyüme Oranı}_{1. \text{ yıl}})(1 + \text{Büyüme Oranı}_{2-5 \text{ yıl arası}})^4]^{1/5} - 1 = [(1 + \%200)(1 + \%5)^4]^{1/5} - 1 = [3(1,05)^4]^{1/5} - 1 = 1,2953 - 1 = 0,2953 = \%29,53$$

olmaktadır.

PEG oranının hesaplanmasında, yanlış olduğu bilinerek, forward hisse başına kazancın esas alınması durumunda, oran aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$\text{PEG}_{\text{Forward PE}} = (\text{Forward Fiyat/Kazanç Oranı}) / \text{Beklenen Büyüme Oranı}_{\text{gelecek 5 yıl boyunca}} = (\text{Fiyat/Forward Hisse Başına Kazanç}) / \text{Beklenen Büyüme Oranı}_{\text{Gelecek 5 yıl boyunca}} = (40/6) / 29,53 = 0,23$$

Ancak, bulunan $\text{PEG}_{\text{Forward P/E}}$ oranı hatalı olup, bu orana göre karşılaştırma yapıldığında, bankanın hisse senetlerinin olması gerekene göre

⁶⁶ DAMODARAN Aswath, a.g.e., 2002, s.487

düşük değeri olmuş olduğu görülecektir. Bu durumda, forward fiyat/kazanç oranı düşük, beklenen büyüme oranı yüksek olmaktadır.

Doğru olan, PEG oranının hesaplanmasında, cari fiyat/kazanç oranının ve gelecek beş yıla ait beklenen büyüme oranının dikkate alınmasıdır. Buna göre;

$$\begin{aligned} PEG_{Cari PE} &= (Fiyat/Cari HBK)/Beklenen Büyüme Oranı_{Gelecek 5 yıl boyunca} \\ &= (40/2)/29,53=0,68 \end{aligned}$$

olmaktadır.

Uygulamada, PEG oranı denildiğinde, bunun cari değerlere göre hesaplanmış PEG oranı olduğu anlaşılmalıdır. Görüldüğü üzere, hesaplamada cari fiyat/kazanç oranının dikkate alınması, PEG oranının daha yüksek olmasına neden olmaktadır.⁶⁷

1.2.2.3.2 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Yatırımcıların ve uzmanların firmaları karşılaştırmada ve değerlemede fiyat/kazanç katsayısı ile birlikte en çok kullandıkları katsayı fiyat/defter değeri katsayısıdır.⁶⁸ Piyasa değeri ile defter değeri arasındaki ilişki oldukça kompleks bir finansal yönetim konusudur. Firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı; beklenen temettü dağıtım oranı, kazançlardaki beklenen büyüme oranı ve risklilik çerçevesinde şekillenmektedir. Buna karşın, piyasa değeri/defter değeri oranını etkileyen en temel değişken firmanın özsermayesinin getirisidir. Özsermayenin getirisi ne kadar yüksek olursa, firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı da o kadar yüksek olmaktadır.

Bir firmanın özsermayesinin piyasa değeri piyasanın firmanın kazanma gücüne ve nakit akımlarına yönelik beklentisini yansıtmaktadır. Özsermayenin defter değeri; aktif toplamından, borçların defter değerinin çıkartılması ile bulunmaktadır.

Yatırımcıların piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranını sıklıkla kullanmalarının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, defter

⁶⁷ ERCAN Metin Kamil vd., a.g.e., 2006, s.54-55

⁶⁸ ÜRETEN Aykan ve Metin Kamil ERCAN, a.g.e., s.132

değerinin piyasa değeri ile karşılaştırma yapılmasına imkan sağlayan nispeten güvenilir, istikrarlı ve sezgisel düşünmeyi ön plana çıkartan bir değer ölçütü olmasından kaynaklanmaktadır. İkinci neden, benzer firmalar açısından ele alındığında, piyasa değeri/defter değeri oranlarının, yüksek ya da düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmasıdır. Diğer bir neden ise, fiyat/kazanç oranları kullanılarak değerlemesi yapılamayan negatif kazançlar elde eden firmaların piyasa değeri/defter değeri oranları ile değerlemesinin yapılabilmesidir.

Değerlemenin piyasa değeri/defter değeri oranlarına bağlı olarak yapılmasının dezavantajları da bulunmaktadır. Defter değerlerinin amortismanlar gibi muhasebe uygulamalarından etkilenmesi ve muhasebe standartlarının farklı yorumlanarak uygulanması, piyasa değeri/defter değeri oranlarının sağlıklı bir biçimde karşılaştırılmasını engellemektedir. Aynı problem, farklı muhasebe standartlarına sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılmasında da ortaya çıkmaktadır.⁶⁹ İkinci neden, defter değerinin maddi duran varlıkları nispeten düşük olan hizmet ve yüksek teknolojik ürünler sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar açısından fazla bir anlam taşıyamamasıdır. Diğer bir neden ise, özsermayenin defter değerinin, firmanın sürekli olarak negatif yönde kazançlar elde etmesi durumunda negatif çıkmasıdır. Bu durum, bu tür firmaların piyasa değeri/defter değeri oranlarının negatif olmasına da yol açmaktadır.⁷⁰ Bu orana göre değerlendirme yapmanın diğer bir dezavantajı ise piyasa değeri firmanın gelecekte yaratacağı nakit akışlarını yansıtırken, defter değeri tarihi maliyetleri yansıtmasıdır. Firmanın beklenen büyümesinde ve/veya yatırılan sermayenin getirisinde olumlu yada olumsuz gelişmeler firmanın piyasa değerini etkilerken doğal olarak defter değerine göre önemli farklılıklar ortaya çıkacaktır. Bu farklılıkları dikkate almadan aşırı yada düşük değerlendirilmiş yorumu yapmak sakıncalı olacaktır.⁷¹

⁶⁹ MOYER, R. Charles, James R. McGUIGAN ve William J. KRETLOW, **Contemporary Financial Management**, 5th Edition, West Publishing Company, Saint Paul, 1992, s. 274

⁷⁰ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, 2002, s.511-512

⁷¹ ÜRETEN Akyan ve Metin Kamil ERCAN, **a.g.e.**, s.132

Piyasa değeri/defter değeri oranı; hisse senedinin piyasa fiyatının özsermayenin defter değerine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır:

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı/Hisse Başına Özsermayenin Defter Değeri}$$

Hisse başına defter değerinin, hisse başına tasfiye (likiditasyon) değerine eşit olduğu düşünülebilir, ancak bu duruma oldukça nadir rastlanılmaktadır. Özellikle tasfiye maliyetleri dikkate alındığında, varlıklar defter değerlerinin altında bir fiyata satılabilmektedir. Buna karşın, bazı özel durumlarda da, genellikle binalar ve araziler gibi firma varlıkları defter değerlerinin çok üzerindeki fiyatlardan alıcı bulabilmektedir. Bu nedenlerden dolayı, defter değeri birçok durumda tasfiye değerinden farklı olmaktadır.⁷²

1.2.2.3.2.1 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranını Etkileyen Temel Değişkenler

Piyasa değeri/defter değeri oranını etkileyen temel değişkenler, indirgenmiş nakit akımları modeline göre değeri etkileyen değişkenlerle önemli ölçüde benzerlik göstermektedir. Piyasa değeri/defter değeri oranının bir özsermaye oranı olması nedeniyle, bu oranı etkileyen temel değişkenlerin belirlenmesinde temettü modelinden faydalanılmaktadır. Sabit-büyümeli temettü modelinde özsermayenin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:⁷³

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g_n}$$

Burada;

P_0 = Hisse başına özsermayenin cari değeri,

D_1 = Bir sonraki yıla ait özsermaye başına beklenen temettü,

k_e = Özsermayenin maliyeti,

g_n = Temettü büyüme oranı (sonsuz kadar)'dır.

⁷² VAN HORNE, James J. and John M. MACHOWICZ, Jr., **Fundamentals of Financial Management**, 10th Edition, Prentice-Hall International, Inc., New Jersey, 1998, s.547

⁷³ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.63-66

$[D_1 = HBK_1 \times (\text{kar payı dağıtım oranı})]$ eşitliğini kullanarak, özsermayenin değeri aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir:

$$P_0 = \frac{HBK_1 \times (1-b)}{k_e - g_n}$$

[Özsermayenin Getirisi (ROE) = $HBK_1 / \text{Özsermayenin Defter Değeri}_0$] olduğundan özsermayenin değeri, farklı olarak, aşağıdaki şekilde de ifade edilebilmektedir:

$$P_0 = \frac{DD_0 \times ROE_1 \times (1-b)}{k_e - g_n}$$

Eşitlik PD/DD oranındaki terimlerle ifade edildiğinde;

$$\frac{P_0}{DD_0} = PD / DD = \frac{ROE_1 \times (1-b)}{k_e - g_n}$$

sonucuna ulaşılmaktadır.

Özsermayenin getirisi, büyüme oranı ile dikkate alındığında, piyasa değeri/defter değeri oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\frac{P_0}{DD_0} = \frac{ROE_0 \times (1+g) \times (1-b)}{k_e - g_n}$$

PD/DD oranı; özsermayenin getirisinin, kar payı dağıtım oranının ve büyüme oranının artan fonksiyonu; firmanın riskliliğinin ise azalan fonksiyonu olmaktadır.

$$g = [1-(1-b)] \times ROE_0$$

olduğundan;

$$\frac{P}{DD} = \frac{PD}{DD} = \frac{(ROE_1 - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

sonucuna ulaşılmaktadır.

Beklenen büyüme oranının sabit olduğu bir firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı, özsermayenin getirisi ve özsermayenin maliyeti arasındaki fark çerçevesinde şekillenmektedir. Özsermayenin getirisinin özsermaye maliyetini aştığı durumlarda; hisse senetlerinin fiyatı, özsermayenin defter değerini aşmaktadır. Özsermayenin getirisinin özsermaye maliyetinden daha düşük olduğu durumlarda ise; hisse senetlerinin fiyatı, özsermayenin defter değerinden daha düşük olmaktadır. Yukarıdaki formülün en belirgin avantajlarından bir tanesi; temettü dağıtmayan özel firmaların da piyasa değeri/defter değeri oranlarının tahmin edilmesinde kullanılabilmesidir.

Beklenen büyüme oranının yüksek olduğu bir firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı, iki-aşamalı temettü modeli kullanılarak hesaplanabilmektedir:

$$\text{Özsermayenin Değeri} = \text{Beklenen Temettülerin Bugünkü Değeri} + n \text{ Döneminde Hisse Senedinin Piyasa Fiyatının Bugünkü Değeri}$$

Büyüme oranının, başlangıçtaki yüksek oranda büyüme aşamasından sonra sabit olduğu varsayımı altında, temettü modeli aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

$$P_0 = \frac{HBK_0 \times (1-b) \times (1+g) \times \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n} \right]}{k_{e,hg} - g} + \frac{HBK_0 \times (1-b)_n \times (1+g)^n \times (1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Burada;

g = İlk n yıl boyunca büyüme oranı,

b = Alıkoyma oranı,

$(1-b)$ = İlk n yıl boyunca temettü dağıtım oranı,

g_n = n yıldan sonra sonsuza kadar olan (sabit) büyüme oranı,

$(1-b)_n$ = n yıldan sonraki kar payı dağıtım oranı ve

k_e = Özsermaye maliyeti (hg ; yüksek-oranda büyüme dönemi, st ; sabit oranda büyüme dönemi)'dir.

HBK_0 , özsermayenin getirisi ile ifade edildiğinde [$HBK_0 = DD_0 \times ROE$] ve DD_0 denklemin sol tarafına gönderildiğinde;

$$\frac{P_0}{DD_0} = ROE \times \frac{(1-b) \times (1+g) \times \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n} \right]}{k_{e,hg} - g} + ROE \times \frac{(1-b)_n \times (1+g)^n \times (1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Burada;

ROE = Özsermayenin getirisi ve

k_e = Özsermaye maliyeti'dir.

Denkliğin sol tarafı piyasa değeri/defter değeri oranını vermekte olup, oran aşağıda belirtilen temel değişkenlerden etkilenmektedir.⁷⁴

Özsermayenin getirisi. PD/DD oranı, özsermaye getirisinin artan bir fonksiyonudur.

Yüksek-oranda ve sabit-oranda büyüme dönemlerinde temettü dağıtım oranı. Herhangi bir büyüme oranında, PD/DD oranı, kar payı ödeme oranı arttıkça artmaktadır.

Risklilik [iskonto oranına (r) bağlı olarak]. PD/DD oranı, firmanın riski arttıkça azalmakta olup, riskin artması özsermaye maliyetini artırmaktadır.

Gerek yüksek-oranda, gerekse sabit-oranda büyüme dönemlerinde kazançlardaki büyüme oranı. Kar payı dağıtım oranının sabit kalması koşuluyla, her iki dönemde de, hisse başına kazançlardaki büyüme oranı arttıkça PD/DD oranı artmaktadır.

PD/DD oranı; özsermayeye serbest nakit akımı-FCFE kullanılarak da hesaplanabilmektedir:

⁷⁴ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, 2006, s.66

$$PD/DD = ROE_{hg} \times \frac{\left[\frac{FCFE}{Kazançlar} \right]_{hg} \times (1+g) \times \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n} \right]}{k_{e,hg}} + ROE_{st} \times \frac{\left[\frac{FCFE}{Kazançlar} \right]_n \times (1+g)^n \times (1+g_n)}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

Formülde, kar payı dağıtım oranının yerini, kazançların yüzdesi olarak FCFE'nin aldığı görülmektedir.

PD/DD oranını en fazla etkileyen değişken, özsermayenin getirisi olmaktadır. Özsermaye getirisinin düşük olması piyasa değeri/defter değeri oranını (yukarıdaki formülde de belirtildiği üzere) doğrudan, beklenen büyüme ya da temettü dağıtım oranını azaltarak da dolaylı yoldan etkilemektedir.⁷⁵

1.2.3 Firma Değerinin Tespitinde Opsiyon Fiyatlama Modellerinin Kullanılması

Değerlemede devrim niteliğindeki en önemli gelişmelerden birisi de, opsiyon⁷⁶ değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem ilk kez 1972 yılında Fischer Black ve Myran Scholes tarafından ortaya konmuştur. Bu değerlendirme yöntemi, başlangıçta ticari opsiyonları fiyatlamada kullanılırken, son 20 yılda önemli gelişme göstermiş olup, opsiyonlara benzerlik gösteren varlıkların değerlendirilmesinde de kullanılmaktadır. Bir varlığın değeri, onun yaratacağı nakitlerin bir fonksiyonu ise, bu durumda opsiyon fiyatlama modeli de bu tür varlıkların değerlendirilmesinde kullanılabilir. Oluşan değer, önceden belirlenmiş seviyenin üzerinde olması durumunda alım opsiyonu (call option), önceden belirlenmiş seviyenin altında olması durumunda ise satış opsiyonu (put option) modeli kullanılabilir.⁷⁷ Opsiyon fiyatlama modelleri opsiyonun özelliklerini taşıyan herhangi bir varlığı değerlendirir

⁷⁵ DAMODARAN Aswath, a.g.e., 2002, s.518

⁷⁶ Genel olarak opsiyonlar; sahibine belirli sayıda bir menkul kıymetin veya malın, önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir süre içinde alım veya satma hakkını veren sözleşmedir. Daha geniş bilgi için bakınız: CEYLAN Ali, **Finansal Teknikler**, Ekin Kitapevi, Bursa, 2003, s. 301-357; KORKMAZ Turhan, **Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri**, Ekin Kitapevi, Bursa, 1999; KARAN Mehmet Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2001, s.595-632, CANBAŞ Serpil ve Hatice DOĞUKANLI, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Yayınları, İstanbul, 1997; ERSAN İhsan, **Finansal Türevler**, Literatür Yayınları, İstanbul, 1998

⁷⁷ ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK Başaran ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, a.g.e., s.6-7

kullanılmaktadır. Örneğin bu yöntem özsermaye firma üzerine düzenlemiş bir alım opsiyonu olarak değerlendirilebilirken, doğal kaynaklara sahip firmalar ve patent sahibi firmaların değerlendirilmesinde kullanılabilir. ⁷⁸

Opsiyonları farklı bakış açılarına göre türlere ayırmak mümkündür. Bunlar vadelerine göre; Amerikan, Avrupa tipi opsiyonlar, konusuna göre; hisse senedi, gelecek sözleşmesi üzerine, döviz, faiz, altın ve endeks opsiyonları olarak ayrılmaktadır. En çok kabul gören ve bu çalışmada da üzerinde durulacak ayırım şekli ise alım ve satım opsiyonları şeklinde yapılan ayırımdır.

1.2.3.1 Alım Opsiyonları

Alım opsiyonu, belirli bir miktarda parayı, menkul kıymeti ya da malı belirli bir tarihte ya da bu tarihten daha önce belirli bir fiyattan satın alma hakkı tanımaktadır. Avrupa’da işlem gören alım opsiyonları, yalnızca belirli bir tarihte kullanılabilen opsiyonlar olup, vadesi belli bu tür alım opsiyonlarına “Avrupa Alım Opsiyonları” denilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri’nde işlem gören alım opsiyonlarında ise, opsiyonun belirli bir kullanım vadesi bulunmamakta olup, isteğe bağlı olarak vadeye kadar olan herhangi bir zamanda kullanılabilir. Bu tür alım opsiyonları ise, “Amerikan Alım Opsiyonları” olarak adlandırılmaktadır. ⁷⁹ Yatırımcıları alım opsiyonu almaya iten en önemli neden, opsiyonun yazıldığı ilgili menkul kıymetin fiyatındaki yükseliş beklentisidir. Alım opsiyonunda tarafların kazançlarına ilişkin bir örnek aşağıda verilmektedir.

Bir yatırımcıda Mobil Oil Company’nin 20 Kasım tarihli 70\$ tutarında Amerikan alım opsiyonuna sahip olduğu varsayılmaktadır. Bu opsiyon, sahibine belirli sayıda Mobil hisse senedini, 20 Kasım ya da daha öncesi bir tarihte 70\$’dan satın alma hakkı vermektedir. Alım opsiyonları genellikle 100 adetlik (1 Lot) ⁸⁰ hisse senedi paketleri halinde olmaktadır. Bu nedenle, bir

⁷⁸ GÜRBÜZ A. Osman ve Yakup ERGİNCAN, **a.g.e.**, s.189

⁷⁹ ELTON, Edwin ve Martin J. GRUBER, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 5th Edition, John Wiley&Sons Inc., New York, 1995, s.570

⁸⁰ Bu Amerika Birleşik Devletleri için 100 adet= 1 Lot geçerlidir. Diğer ülkelerde bu sayılar farklı olabilecektir.

alım opsiyonu kullanılarak Mobil'in 100 adet hisse senedi alınabilmektedir. Burada, 70\$'lık tutar alım opsiyonunun kullanım fiyatı (exercise or strike price)⁸¹ ve alım opsiyonunun kullanılabileceği nihai tarih olan 20 Kasım ise opsiyonun son kullanma tarihi (expiration date), diğer bir ifadeyle nihai vadesidir.

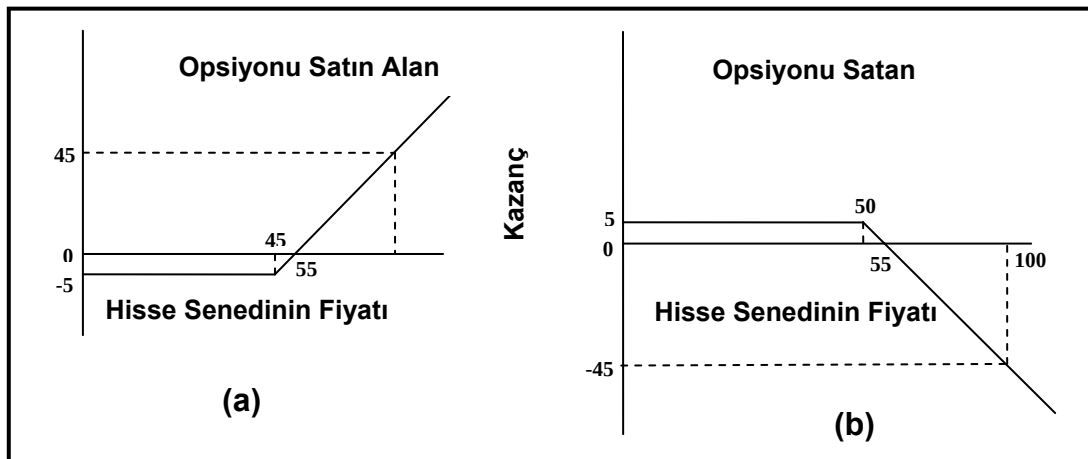
Kullanılması halinde, alım opsiyonlarının önemli ayırt edici özelliklerinden bir tanesi, hisse senetlerinin alım satımının iki yatırımcı arasında yapılmasıdır. Yatırımcılardan birisi alım opsiyonunu ihraç ederken, diğeri alım opsiyonunu satın almaktadır. Bu çerçevede, alım opsiyonu menkul kıymetin gelecekteki yönelimine bağlı olarak iki farklı yatırımcı arasında yapılan bir anlaşmadır. Aşağıdaki tabloda (a) son kullanma tarihi itibarıyla, alım opsiyonuna sahip yatırımcının hisse başına kazancı gösterilmektedir. Burada, yatırımcı 5\$ karşılığında kullanım fiyatı 50\$ olan alım opsiyonu almaktadır. Hisse senedinin fiyatının 50\$'ın altında olması durumunda, alım opsiyonu satılamamaktadır, çünkü hisse senetleri piyasada kullanım fiyatının altında bir değerden satın alınmamaktadır. Hisse senedinin fiyatının 50\$'ın üzerinde olması durumunda ise, alım opsiyonu satılmaktadır. Bu durumda, hisse senedinin fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki fark yatırımcının kazancı olmaktadır. Örneğin; hisse senedinin fiyatının 54\$ olması durumunda, alım opsiyonunu satın alan (holder) yatırımcı hisse senedini piyasa fiyatı olan 54\$'dan değil, kullanım fiyatı olan 50\$'dan satın alma hakkına sahip olmaktadır. Hisse senedinin fiyatının 55\$'ın altında kalması durumunda, alım opsiyonunun sahibi olan yatırımcı zarar etmektedir, çünkü hisse senedini satın almanın maliyeti, alım opsiyonunun maliyetinden daha düşük olmaktadır. Hisse senedinin fiyatının 55\$ veya üzerinde olması durumunda ise, ilgili yatırımcı kazanç elde etmektedir.

Alım opsiyonunu satan yatırımcının (writer) durumu ise, (b)'de gösterilmektedir. Opsiyonu satan yatırımcının kazancı, opsiyonu satın alan yatırımcının kazancı ile tam bir zıtlık göstermektedir. Hisse senedinin fiyatının

⁸¹ Kullanım fiyatı opsiyonun üzerine yazıldığı senedin hisse başına fiyatıdır. Bir başka ifadeyle, opsiyon fiyatıdır; opsiyon hakkının kullanılması durumunda opsiyonun üzerine yazılı olduğu senet bu fiyattan alınıp satılır.

50\$'ın altında olması durumunda, opsiyonu satan yatırımcı, opsiyonunun ihraç fiyatı olan -hisse başına- 5\$kazanç elde etmektedir. Fiyatın 50-55\$ arasında olması durumunda ise, 5\$'ın belirli bir oranında kayıp söz konusu iken; 55\$'ın üstünde olması durumunda, opsiyonu satan yatırımcı opsiyonun satışından elde ettiğinden daha fazlasını kaybetmektedir.⁸²

Şekil 1.2: Alım Opsiyonundan Kaynaklanan Kazançlar



1.2.3.2 Satım Opsiyonları

Satım opsiyonu, belirli miktarda menkul kıymeti, belirli bir tarihte ya da daha önce, belirli bir fiyattan satma hakkı tanımaktadır. Satım opsiyonun alımında, alım opsiyonunun aksine, menkul kıymetin fiyatında bir düşüş beklentisi vardır.⁸³ Sonuç itibariyle, opsiyon işlemlerini alıcının ve satıcının fiyat beklentilerinin yönlendirdiği görülmektedir. Fiyatlarda yükseliş beklentisi varken alım opsiyonlarına, düşüş beklentisi varken ise satım opsiyonlarına yatırım yapılmaktadır. Alım ve satım opsiyonlarına ilişkin örnek uygulamalar aşağıda verilmektedir.

Satım opsiyonları da, aynen alım opsiyonlarında olduğu gibi, vadelerine göre Avrupa ve Amerikan satım opsiyonları olarak sınıflandırılabilir. Avrupa'da işlem gören satım opsiyonları, yalnızca

⁸² ELTON, Edwin ve Martin J. GRUBER, **a.g.e.**, s. 571-572

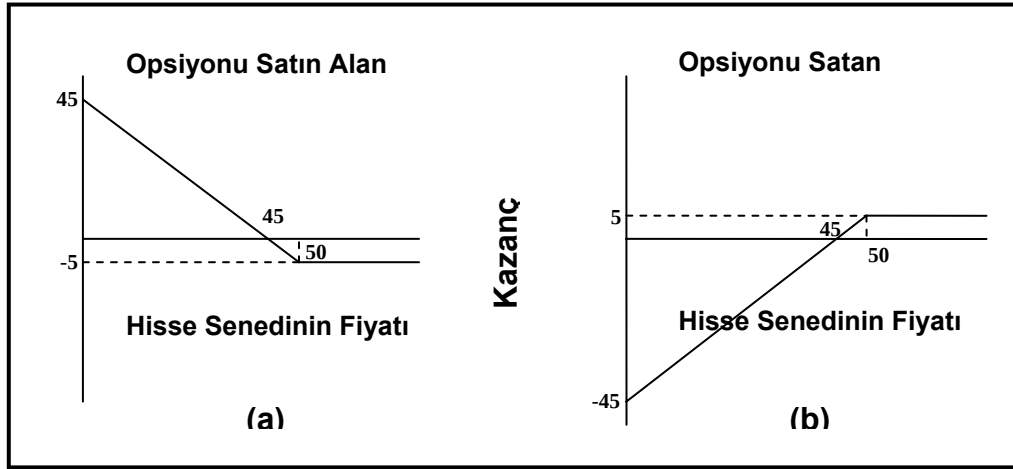
⁸³ Serpil CANBAŞ ve Hatice DOĞUKANLI, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Yayınları, İstanbul, 1997, s.96-100

belirli bir tarihte kullanılabilen opsiyonlar olup, vadesi belli bu tür satım opsiyonlarına “Avrupa Satım Opsiyonları” denilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri’nde işlem gören satım opsiyonlarında ise, opsiyonun belirli bir kullanım vadesi bulunmamakta olup, isteğe bağlı olarak vadeye kadar olan herhangi bir zamanda kullanılabilir. Bu tür satım opsiyonları ise, “Amerikan Alım Opsiyonları” olarak adlandırılmaktadır.⁸⁴

Aşağıdaki şekilde (a)’da satım opsiyonunu satın alan, (b)’de ise satan yatırımcının pozisyonu ifade edilmektedir. Burada, kullanım fiyatı 50\$ olan bir satım opsiyonunu, alım opsiyonu örneğinde olduğu gibi, 5\$’a satın alınmaktadır. (a)’ya göre; hisse senedinin fiyatının 50\$’ın üstünde olması durumunda, satım opsiyonunu satın alan yatırımcı elindeki hisse senetlerini satmayı tercih etmektedir, çünkü hisse senedinin satılması sonucunda elde edilecek gelir daha yüksek olmaktadır. Bu nedenle, hisse senedinin fiyatının 50\$’ın üstünde olduğu durumlarda, kullanım fiyatı sıfır olmaktadır. Hisse senedinin fiyatının 45-50\$ arasında olması durumunda, satım opsiyonunu satın alan yatırımcı elindeki hisse senetlerini satmayıp, opsiyonu kullanma yolunu tercih etmektedir. Bu durumda, satım opsiyonunu satın alan yatırımcı zarar etmektedir, çünkü satım opsiyonunun maliyeti, hisse senedinin fiyatının artmasından kaynaklanan kazançtan daha fazla olmaktadır. Hisse senedinin fiyatının 45\$’ın altında olması durumunda ise, satım opsiyonunu satın alan yatırımcı kazanç sağlamaktadır, çünkü elindeki hisse senetlerini satması sonucunda, satın alma opsiyonunun maliyetinden daha fazla kazanç elde etmektedir. Satın alma opsiyonunu satan yatırımcının kazancı ya da kaybı ise, opsiyonu satın alan yatırımcının tam tersi şeklinde gerçekleşmektedir. Opsiyonu satan yatırımcı, hisse senedinin fiyatının 45\$’ın üstünde olması durumunda kazanç elde ederken, bu fiyatın altında olması durumunda zarar etmektedir.

⁸⁴ ELTON, Edwin ve Martin J. GRUBER, a.g.e., s. 572

Şekil 1.3: Satım Opsiyonundan Kaynaklanan Kazançlar



1.2.3.3 Opsiyon Değerini Etkileyen Değişkenler

Bir opsiyonun değeri, ilgili varlığa ve finansal piyasaların yapısına bağlı olarak altı temel değişken çerçevesinde şekillenmektedir.⁸⁵

1. *İlgili varlığın cari fiyatı.* Opsiyonlar, değerleri konu oldukları varlıklardan kaynaklanan finansal varlıklardır. Bunun sonucu olarak, ilgili varlığın değerinde meydana gelen değişiklikler, o varlıktan kaynaklanan opsiyonların değerini etkilemektedir. Alım opsiyonları belirli bir varlığı sabit bir fiyattan satın alma hakkı sağladıklarından, varlığın değerinde meydana gelen artış alım opsiyonunun değerini artırmaktadır. Buna karşın, satım opsiyonlarının değeri ise, varlığın değerindeki artışa bağlı olarak azalmaktadır.

2. *İlgili varlığın değerinde meydana gelen değişkenlik (varyans).* İlgili varlığın değerindeki değişkenlik ne kadar yüksek olursa, opsiyonun değeri de o kadar yüksek olmaktadır. Bu durum hem alım hem de satım opsiyonları için geçerlidir. Buna karşın, değişkenliğin yüksek olması, ilgili varlığın değerinin azalmasına da neden olabilmektedir. Önemli bir risk ölçütü olan değişkenliğin (varyansın) artmasının, ilgili varlığın değerini artırması mantıken ters

⁸⁵ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, 2002, s.89-91; Stephan ROSS, Rose WESTERFIELD ve Benjamin JORDAN, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition, Mc-Graw Hill Irwin, Boston, 2003, s.463 ve Mehmet Baha KARAN, **a.g.e.**, s.639-641'den esinlenerek hazırlanmıştır.

olabilmektedir, ancak bu durumda opsiyonların diğer menkul kıymetlerden farklı karakteristiklere sahip oldukları unutulmamalıdır.

3. *İlgili varlığa ait kar payı ödemeleri.* Opsiyonun vadesi boyunca, ilgili varlığa ait kar payı ödemelerinin olması durumunda, ilgili varlığın değerinde bir azalma beklenmektedir. Sonuç itibarıyla, varlığın alım opsiyonunun değeri beklenen kar payı ödemelerinin azalan fonksiyonu, buna karşın satım opsiyonunun değeri ise beklenen kar payı ödemelerinin artan fonksiyonu olmaktadır. Alım opsiyonları açısından ele alındığında, kar payı ödemeleri “*in-the-money*”⁸⁶ türündeki alım opsiyonlarında opsiyonun kullanımının ertelenmesinin maliyeti olarak ele alınabilmektedir.

4. *Opsiyonun kullanım fiyatı.* Opsiyon satın alan yatırımcının satın alma hakkını elde ettiği alım opsiyonlarında; kullanım fiyatı arttıkça, alım opsiyonun değeri azalmaktadır. Satım opsiyonlarında ise, bunun tersi bir durum gözlemlenmektedir.

5. *Opsiyonun vadesine kadar olan süre.* Gerek alım gerekse de satım opsiyonları vadelerine kadar olan süre ne kadar uzunsa, o kadar değerli olmaktadır. Bunun nedeni, vadeye kadar olan sürenin uzun olmasının ilgili varlığın değerini, buna bağlı olarak da bu varlığın opsiyonlarının değerini artırmasından kaynaklanmaktadır. Alım opsiyonları çerçevesinde ele alındığında, opsiyonu satın alan yatırımcının vade sonunda sabit bir fiyat ödemesi beklendiğinden, opsiyonun süresi uzadıkça ödenmesi beklenen bu sabit fiyatın net bugünkü değeri azalmakta, buna bağlı olarak da opsiyonun değeri artmaktadır.

6. *Opsiyonun vadesi boyunca risksiz faiz oranı.* Opsiyon satın alan yatırımcının opsiyon fiyatını başlangıçta ödemesi nedeniyle, bu ödemeden

⁸⁶ Opsiyonun üzerine yazıldığı (ilgili) varlığın piyasa fiyatı, kullanım fiyatına eşit ise opsiyon “*at-the-money*”dir. Alım opsiyonunun “*in-the-money*” olması, kullanım fiyatının opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın piyasa fiyatının altında olması durumudur. Satım opsiyonunun “*in-the-money*” olması da kullanım fiyatının opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın piyasa fiyatı üzerinde olması durumudur. Alım opsiyonun “*out-of-the-money*” olması; kullanım fiyatının opsiyonun yazıldığı varlığın piyasa fiyatı üzerinde olması durumuyken; satım opsiyonunun “*out-of-the-money*” olması da; kullanım fiyatının opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın piyasa fiyatı altında olması durumudur.

kaynaklanan bir fırsat maliyeti oluşmaktadır. Bu maliyet, faiz oranlarına ve opsiyonun vadesine bağlıdır. Opsiyon değerlendirme sürecinde, opsiyonun kullanım fiyatının net bugünkü değerinin hesaplanmasında risksiz faiz oranı kullanılmaktadır. Alım opsiyonlarında kullanım fiyatının ödenmesi opsiyonun vadesinde yapılmaktadır. Benzer şekilde, satım opsiyonlarında kullanım fiyatının tahsil edilmesi de yine opsiyonun vadesinde gerçekleşmektedir. Faiz oranlarının artması alım opsiyonlarının değerini artırırken, satım opsiyonlarının değerini azaltmaktadır.

Aşağıdaki tabloda yukarıda belirtilen değişkenlerin alım ve satım opsiyonlarını ne şekilde etkiledikleri toplu olarak gösterilmektedir.⁸⁷

Tablo 1.1: Alım ve Satım Opsiyonlarını Etkileyen Değişkenler

DEĞİŞKEN	Değer Üzerindeki Etkisi	
	ALIM OPSİYONU	SATIM OPSİYONU
İlgili varlığın cari fiyatının artması	+	-
İlgili varlığın değişkenliğinin artması	+	+
Kullanım fiyatının artması	-	+
Kar payı ödemelerinin artması	-	+
Vadenin uzaması	+	+
Faiz oranlarının artması	+	-

1.2.3.4 Opsiyon Fiyatlama (Değerleme) Modelleri

Uygulamada kullanılan çeşitli opsiyon değerlendirme modelleri olmakla beraber en çok bilinen iki modelden biri olan Black-Scholes Fiyatlama Modeli ve diğeri olan Binomial Fiyatlama Modelidir.

Opsiyon değerlendirme teorisi, Fischer Black ve Myron Scholes'un 1972 yılında yayınlanmış olan çalışmalarından sonra popüleritesi giderek artan bir finansal yönetim konusu olmuştur. Black ve Scholes çalışmalarında Avrupa opsiyonlarının değerlemesine yönelik model altında "kendisini yenileyen bir portföy (replicating portfolio)" oluşturmuşlar ve arbitraj teorisinden

⁸⁷ FABOZZI, Frank ve Franco MODIGLIANI, **Capital Markets, Institutions and Instruments**, 2nd Edition, Prentice-Hill International, Boston, 1996

faydalanmışlardır. Oluşturdukları portföye, opsiyona konu olan finansal varlık ile değerlendirme süreci boyunca sürekli olarak aynı miktarda nakit akımı sağlayan risksiz bir varlığı dahil eden ikili, modellerinde oldukça karmaşık matematiksel hesaplamalar kullanmışlardır. Ancak, opsiyon değerlendirme çerçevesinde Black-Scholes modelinden daha basit olan “Binomial” model de kullanılmaktadır.

1.2.3.4.1 Black-Scholes Modeli

Black-Scholes opsiyon değerlendirme modeli Fischer Black ve Myron Scholes tarafından 1973 yılında ortaya atılmış olup, değerlendirme uzmanları tarafından alım opsiyonlarının teorik olarak olması gereken değerlerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Model, 1976 yılında, Fischer Black tarafından kambyo gibi kar payı ödeme özelliği bulunmayan emtiaların değerlerinin tespit edilmesinde de kullanılmıştır. Ancak, Fischer’in bu çalışması, Garman ve Kohlhagen’in aynı konu üzerinde 1983 yılında yapmış oldukları çalışmaya kadar yeterince ilgi görmemiştir.⁸⁸

Black-Scholes opsiyon değerlendirme modeli, temel yapısı itibariyle risksiz “hedge” fonlarına benzemektedir. Hedge fonları; hisse senedi veya bonoların borç olarak alıp verilmesine izin vererek yüksek kazanç sağlayabilen ‘imtiyazlı’ fonlardır. Yatırımcı, hisse senetleri satın alarak ve bu hisse senetleri ile ilgili opsiyonları eşzamanlı bir şekilde satarak, riskten arınmış bir portföy oluşturabilmektedir, çünkü bir çok durumda, hisse senetlerinden elde edilen kazanç, opsiyonlardan kaynaklanan kayıpları karşılamaktadır. Burada, beklenen getiri oranı, alınan bu risksiz pozisyona bağlı olarak, en az risksiz oran kadar olmak zorundadır. Aksi takdirde, arbitraj fırsatı oluşacak ve bu fırsattan istifade etmek isteyen yatırımcılar opsiyonun fiyatını, Black-Scholes modelinde de belirtildiği üzere, dengelemeye çalışacaklardır.

⁸⁸ GIDDY Ian, **Global Financial Markets**, D.C. Heath and Company, Toronto, 1994, s.221

Black ve Scholes, opsiyon değ erleme modelini oluştururken, aşağıdaki varsayımları kullanmışlardır.⁸⁹

1. Opsiyon vadesi boyunca, alım opsiyonuna konu olan hisse senedinden kar payı ödemesi ya da herhangi bir fon dağıtımı yapılmamaktadır.
2. Hisse senedinden ya da opsiyondan kaynaklanan işlem maliyeti sıfırdır.
3. Kısa vadede, risksiz faiz oranı bilinmekte olup, bu oran opsiyonun vadesi boyunca sabit kalmaktadır.
4. Hisse senedini satın alan herhangi bir yatırımcı, satın alma fiyatının herhangi bir kısmını risksiz faiz oranı üzerinden borçlanabilmektedir.
5. Alım opsiyonu yalnızca vadesinde kullanılabilir. Bu çerçevede, çalışmaya dahil edilen alım opsiyonları Avrupa alım opsiyonlarıdır.
6. Alım-satım işlemleri s rekli lik arz etmekte olup, hisse senedi fiyatları bu s rekli lik içerisinde rasgele dalgalanmaktadır.
7. Hisse senedinin getirisinin standart sapması, opsiyonun vadesi boyunca sabit kalmaktadır.
8. Hisse senedinin getiri oranı normal dağılım göstermektedir.

Black-Scholes modeline göre; bir alım opsiyonunun değeri aşağıda belirtilen beş değışkenin bir fonksiyonu olarak yazılabilmektedir.⁹⁰

S = İlgili varlığın cari değeri,

K = Opsiyonun kullanım fiyatı,

t = Opsiyonun vadesine kadar olan süre,

⁸⁹ BRIGHAM, Eugene F. Ve Louis GAPENSKI, Intermediate Financial Management, 5th Edition, The Dryden Press, Fort Worth, 1996, s.141-142; Mehmet Baha KARAN, a.g.e., 2001, s.649 ve Turhan KORKMAZ, a.g.e., 1999, s.158

⁹⁰ DAMODARAN Aswath, a.g.e., 2002, s.96

r = Risksiz faiz oranı ve

σ^2 = İlgili varlığın doğal logaritmasının ($\ln$) varyansı'dır.

Buna göre; bir alım opsiyonunun değeri aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir:

$$\text{Alım Opsiyonunun Değeri} = S N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2)$$

Burada;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

olarak hesaplanmaktadır.

Formüllerde; e^{-rt} , bugünkü değer faktörü; $N(d_1)$ ve $N(d_2)$ olasılıklardır. Bugünkü değer faktörü, alım opsiyonu üzerindeki kullanım fiyatının opsiyonun vadesine kadar ödenmemesi gerektiğini ifade etmektedir. Olasılıklar ise, kümülatif standardize edilmiş normal dağılım ve d_1 ile d_2 değerleri kullanılarak tahmin edilmektedir.

Bu olasılıklar, opsiyonun kullanım anında sahibine pozitif nakit akımları sağlama ihtimalini kabada olsa yansıtmaktadır. Alım opsiyonunda $S > K$, satım opsiyonunda $K > S$ ise, opsiyon sahibi pozitif nakit akımları elde etmektedir. Alım opsiyonunun yenilendiği bir portföy oluşturmak için ilgili varlıktan $K e^{-rt} N(d_2)$ kadar borçlanmak ve $N(d_1)$ kadar satın almak gerekmektedir. Bu portföy alım opsiyonu ile aynı tutarda nakit akımı sağlayacak ve bu nedenle opsiyonla aynı değere sahip olacaktır. Kendini yenileyen bir portföy oluşturmak için ihtiyaç duyulan varlığın sayısını ifade eden $N(d_1)$, "opsiyon deltası" olarak da adlandırılmaktadır. Delta, ilgili varlığın (hisse senedinin) fiyatındaki her bir değişime karşılık gelen opsiyon değerindeki değişimdir. Bu

fiyatlar sürekli olarak değişiklik gösterdiği için, delta da sürekli bir değişim içerisinde olup, kesin olarak tespit edilememektedir.⁹¹

Black-Scholes modeli, vade boyutuyla ele alındığında zaman aralıkları ile tutarlı girdilerin kullanılmasını gerektirmektedir. Bu model çerçevesinde yapılan tahminleri iki yönde etkilemektedir. Birincisi, modelin aralıklı zaman serileri halinde değil, süreklilik gösteren bir zaman süreci içerisinde işlediği gerçeğidir. Modelde, bugünkü değer hesaplamalarında $(1+r)^t$ yerine (exp^{-rt}) kullanılmaktadır. Ayrıca, risksiz oran da benzer şekilde düzeltilmelidir. Örneğin; bir yıl vadeli hazine bonosu faiz oranının %6,2 olması durumunda, Black-Scholes modelinde kullanılacak risksiz oran:

$$\begin{aligned} \text{Süreklilik Gösteren Risksiz Oran} &= \ln(1 + \text{Normal Risksiz Oran}) \\ &= \ln(1,062) = 0,0615 \text{ ya da } \%6,015 \end{aligned}$$

olmalıdır.

İkinci etkileşim girdilerin tahmin edildiği dönemler itibariyle ortaya çıkmaktadır. Örneğin; burada dikkate alınan dönem yıllıktır. Modelde kullanılması gereken varyans yıl bazında hesaplanmış varyans olmalıdır. Bu kolaylıkla yapılabilir, çünkü varyanslar serial korelasyonun sıfır olması halinde zaman içerisinde doğrusallık göstermektedir. Bu nedenle, varyansın tahmin edilmesinde aylık ya da haftalık fiyatlar kullanılacaksa, varyansı, sırasıyla, 12 ya da 52 ile çarparak yıllık hale getirilmelidir.

Tablo 1.2: Black-Scholes Modeli İle Opsiyon Değerleme Uygulama Örneği⁹²

6 Mart 2001 tarihinde Cisco Systems'in hisse senetleri 13,62 \$'dan işlem görmekte idi. CBOE (Chicago Board Options Exchange)'de aynı gün için 2 \$'dan işlem gören ve kullanım fiyatı 15 \$ olan Temmuz 2001 tarihli bir alım opsiyonunun değerlemesinin yapılması istenmektedir. Opsiyonla ilgili diğer parametreler aşağıda verilmektedir:

- Cisco Systems hisseleri için bir önceki yıla ait yıllık standart sapma %81 olmuştur. Bu değer, hisse senetlerinin haftalık fiyatları kullanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$\text{Haftalık standart sapma} = \%11,23$$

⁹¹ VENKATESH, B., "What is Option Delta?", **Business Line Internet Edition**, 2002

⁹² Örnek Aswath DAMODARAN, a.g.e., 2002, s.98'deki örnekten esinlenerek hazırlanmıştır.

$$\text{Yıllık standart sapma} = \%11,23 \sqrt{52} = \%81$$

- Opsiyonun kullanım tarihi 20 Temmuz 2001 Cuma günüdür. Kullanım tarihine kadar 103 gün olup, opsiyon ömrüne karşılık gelen hazine bonosu faiz oranı %4,63'tür.

Black-Scholes modelinin girdileri aşağıdaki şekildedir:

- Hisse senedinin cari fiyatı (S) = 13,62 \$
- Opsiyonun kullanım fiyatı = 15 \$
- Opsiyonun ömrü = 103 / 365 = 0,2822
- $\ln(\text{hisse senedi fiyatları})$ 'nın standart sapması = %81
- Risksiz oran = %4,63

Girdilerin modeli girilmesinden sonra;

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{13,62}{15,00}\right) + \left(0,0463 + \frac{0,81^2}{2}\right)0,2822}{0,81\sqrt{0,2822}} = 0,0212$$

$$d_2 = 0,0212 - 0,81\sqrt{0,2822} = -0,4091$$

$N(d_1)$ ve $N(d_2)$, normal dağılım kullanılarak tahmin edilebilir:

$$N(d_1) = 0,5085$$

$$N(d_2) = 0,3412$$

Alım opsiyonunun değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\begin{aligned} \text{Cisco Systems alım opsiyonunun değeri} &= S N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2) \\ &= 13,62 (0,5085) - 15 e^{-(0,0463)(0,2822)} (0,3412) = 1,87 \$ \end{aligned}$$

Mevcut durumda 2 \$'dan işlem gördüğü için, standart sapma tahmininin doğru yapıldığı varsayıldığında, opsiyonun aşırı değerlendirilmiş (overvalued) olduğu söylenebilmektedir.

Black-Scholes modelinin önemli değişkenlerinden bir tanesi de varyanstır. Varyans, genellikle geçmiş verilere bağlı olarak tahmin edilmekle birlikte, bu tür veriler kullanılarak tahmin edilen varyanslar kullanılarak hesaplanan opsiyon değerleri ile opsiyonların piyasa fiyatları birbirinden farklı olabilmektedir. Herhangi bir opsiyon için, opsiyonun tahmin edilen değeri ile piyasa fiyatının eşit olduğu bir varyans vardır. Bu varyans “zımni” (implied)

varyans olarak adlandırılmaktadır.⁹³ Örneğin; Cisco Systems'e ilişkin uygulama incelendiğinde, standart sapması %81 ve kullanım fiyatı 15 \$ olan bir alım opsiyonunun değeri 1,87 \$ olarak tahmin edilmektedir. Hesaplana bu değer, opsiyonun piyasa fiyatından daha yüksek olduğu için, zımni varyansın tespit edilmesi için daha yüksek standart sapma değerleri kullanılmalıdır. Standart sapmanın %85,40 olması durumunda, opsiyonun hesaplanan değeri ile piyasa değeri birbirine eşit olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu alım opsiyonunun zımni varyansı %85,40'tır.

Black-Scholes modeli, yalnızca vadesinde kullanılabilen ve ilgili varlıktan (hisse senedinden) kaynaklanan temettü ödemelerinin olmadığı opsiyonların değerlemesinde kullanılabilmektedir. Bu modelin en belirgin kısıtıdır. Ayrıca, opsiyonlar, opsiyon kullanımının ilgili varlığın değerini etkilemediği varsayımı altında değerlendirilmektedir. Uygulamada, varlıklardan kaynaklanan temettü ödemeleri bulunmakta, opsiyonlar bazı durumlarda vadesinde önce kullanılabilmekte ve opsiyonun kullanılması ilgili varlığın değerini etkileyebilmektedir. Bunlar, Black-Scholes modelinin diğer kısıtları olarak göze çarpmaktadır.

1.2.3.4.2 Binomial Modeli

Black-Scholes modeli opsiyon değerinin hızlı bir biçimde hesaplanmasına imkan sağlamakta olup, uygun düzeltmelerin yapılması halinde, özellikle standardize edilmiş hisse senedi opsiyonlarının değerlerinin tahmin edilmesinde sıklıkla kullanılan bir modeldir. Buna karşın, modelin Amerikan satım opsiyonlarının değerlemesinde kullanılması halinde, yanıltıcı sonuçlar alınabilmektedir. Bu tür opsiyonların değerlemesinde daha sağlıklı sonuçlar veren Binomial model ilk olarak John Cox, Stephen Ross ve Mark Rubinstein tarafından 1979 yılında ortaya atılmıştır.

Her model gibi binomial modelinde bir takım varsayımları bulunmaktadır.⁹⁴ Bunlar;

⁹³ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, 2002, s.99

⁹⁴ KARAN Mehmet Baha, **a.g.e.**, s.641-642

1. Piyasalar mükemmeldir. Yani vergiler ve komisyonlar ihmal edilmiştir. Kısa satış üzerine bir limit yoktur. Varlıklar sonsuz oranda bölünebilmektedir.
2. Tek bir faiz oranı vardır ve bu faiz oranı üzerinden borç alınıp verilmektedir.
3. Dönem faiz oranı, hisse senedinin fiyat artış oranı, hisse senedinin fiyat düşüş oranı bilinmektedir. (Bu değerler dönemden döneme farklılık gösterebilmektedir.)

Binomial opsiyon değerlendirme modelinde alım opsiyonlarının olması gereken değeri (fair value) arbitraj argümanları kullanılarak hesaplanmaktadır. Binomial modele göre; alım opsiyonunun satın alınmasından kaynaklanan kazancın/kaybın alım opsiyonuna konu olan varlığın satın alınması ve borçlanmaya gidilmesi yoluyla kendisini yenileyeceği varsayımı altında, opsiyonunun fiyatı bu yenileme stratejisinin maliyeti kadar olmaktadır.⁹⁵

Binomial modelde vadeye kadar olan süre zaman aralıklarına ayrılmakta ve hesaplamalar bu zaman aralıkları dahilinde yapılmaktadır.⁹⁶ Binomial opsiyon değerlendirme modelindeki varlık değerlendirme sürecinde, varlığın (hisse senedinin) herhangi bir dönem içerisinde, iki olası fiyattan birisine yöneleceği varsayımına yönelik bir formülasyon kullanılmaktadır. Hisse senedinin binomial yönelimini gösteren formülasyon aşağıdaki şekilde verilmektedir. Burada, herhangi bir dönemde; S , hisse senedinin cari fiyatını; S_u , p olasılığında hisse senedinin yöneleceği fiyatı ve S_d ise, $1-p$ olasılığında hisse senedinin yöneleceği fiyatı ifade etmektedir.

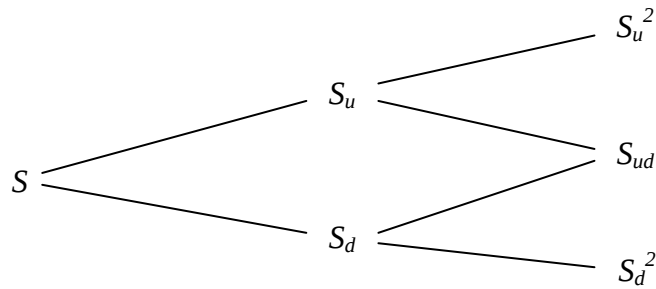
Kendisini yenileyen bir portföy oluşturulmasındaki amaç, riskten bağımsız borçlanma/borç verme ile değerlendirme süreci boyunca sürekli olarak aynı miktarda nakit akımı sağlayan ve opsiyona konu olan risksiz varlığın meydana getirdiği bileşimin kullanılacak olmasıdır. Bu çerçevede, arbitraj

⁹⁵ FABOZZI, Frank, Franco MODIGLIANI ve Michael FERRI, **Foundations of Financial Markets and Institutions**, 2nd Edition, 1998, Prentice-Hill International, Boston, s.564

⁹⁶ HITCHNER James R., **a.g.e.**, 2003, s.927

prensipieri uygulanmakta olup, opsiyonun değeri kendisini yenileyen portföyün değerine eşit olmak zorundadır.⁹⁷

Şekil 1.4: Genel Olarak Binomial Ağacı Örneği



Yukarıdaki şekilde gösterilen genel formülasyona göre, herhangi bir dönemde hisse senetlerinin fiyatı S_u düzeyine çıkabilmekte ya da S_d düzeyine inebilmektedir. Buna göre; kullanım fiyatı K olan bir alım opsiyonu için kendisini yenileyen portföyün, opsiyona konu olan Δ kadar varlıktan kaynaklanan B kadar borçlanma ve satın alma maliyeti oluşmaktadır.

$$\Delta = \text{Satın Alınan Opsiyona Konu Varlığın Birim Sayısı} = (C_u - C_d) / (S_u - S_d)$$

Burada;

C_u = Hisse senedinin fiyatının S_u olması durumunda, alım opsiyonunun değeri ve

C_d = Hisse senedinin fiyatının S_d olması durumunda, alım opsiyonunun değeri'dir.

Çok-dönemli binomial süreçte ise değer, son dönemden başlayarak şimdiki döneme kadar yapılan değerlemeler zinciri şeklinde hesaplanmaktadır. Portföyler, o döneme ait opsiyon değerini belirtecek şekilde, her aşamada yeniden oluşturulmalı ve değerlendirilmelidir. Binomial opsiyon değerlendirme modelinden elde edilen nihai rakam, kendisini yenileyen portföyler şeklinde ele alınan opsiyonun değerini vermektedir:

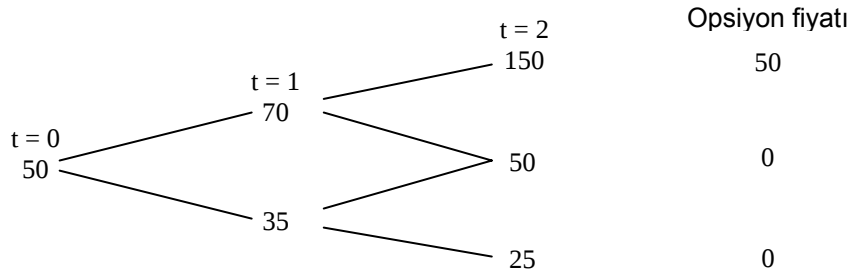
⁹⁷ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, 2002, s.82

Alım Opsiyonunun Değeri = Opsiyona Konu Olan Varlığın Cari Değeri
x Δ - Opsiyonun Yenilenmesi İçin Gerekli Olan Borçlanma Miktarı

Binominal opsiyon değerlendirme sürecine ilişkin örnek uygulama aşağıda verilmektedir.

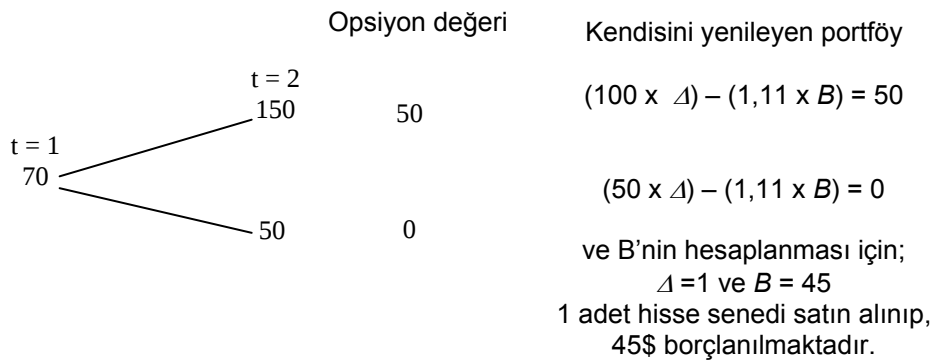
Tablo 1.3: Binomial Modeli İle Opsiyon Değerleme Uygulama Örneği⁹⁸

Değerlemesi yapılacak alım opsiyonunun kullanım fiyatı 50\$ olup, opsiyonun iki dönem boyunca kullanılması beklenmektedir. Opsiyona konu olan varlığın cari piyasa fiyatı ise, kullanım fiyatı ile aynıdır. Binomial süreç izlemesi beklenen bu alım opsiyonunun değerini hesaplayınız.



Faiz oranının %11 olduğu varsayılmaktadır. Δ 'nın, kendisini yenileyen portföydeki hisse senedi sayısı; B 'nin ise, portföyün yenilenmesinden kaynaklanan borçlanma miktarı olması durumunda, binominal değerlemede Δ ve B 'nin oluşturduğu bileşimin değeri hesaplanmaktadır. Binominal modele göre, hesaplamalar son dönemden cari döneme gelecek şekilde yapılmaktadır.

1. AŞAMA: Son Döneme Ait Hesaplama



⁹⁸ Örnek Aswath DAMODARAN, a.g.e.,2002, s.93-95'deki örnekten esinlenerek hazırlanmıştır.

Bu durumda, hisse senedinin fiyatının $t = 1$ döneminde 70\$ olması halinde, 45\$ borçlanmanın ve 1 adet hisse senedi satın almanın maliyeti, alım opsiyonunu satın almanın maliyeti ile aynı olmaktadır. $t = 1$ döneminde, hisse senedinin fiyatının 70\$ olması durumunda, alım opsiyonunun değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Alım Opsiyonunun Değeri} = 70 \Delta - B = 70 - 45 = 25$$

$t = 1$ döneminde binominal modelin diğer ayağı incelendiğinde;

	Opsiyon değeri	Kendisini yenileyen portföy
$t = 1$		
$t = 2$		
50	0	$(50 \times \Delta) - (1,11 \times B) = 0$
25	0	$(25 \times \Delta) - (1,11 \times B) = 0$
35		ve B'nin hesaplanması için; $\Delta = 0$ ve $B = 0$

hisse senedinin fiyatının 35\$ olması durumunda, alım opsiyonunun değeri 0 olmaktadır.

2. AŞAMA: Cari Döneme Ait Hesaplama

	Kendisini yenileyen portföy
$t = 1$	
$t = 0$	
70	$(100 \times \Delta) - (1,11 \times B) = 25$ (1. Aşama)
35	$(35 \times \Delta) - (1,11 \times B) = 0$ (1. Aşama)
50	ve B'nin hesaplanması için; $\Delta = 5/7$ ve $B = 22,5$ 5/7 adet hisse senedi satın alınıp, 22,5\$ borçlanılmaktadır.

Diğer bir ifadeyle; 22,5\$ borçlanması ve bir hisse senedinin 5/7'sinin satın alınması sonucunda elde edilecek nakit akımı ile kullanım fiyatı 50\$ olan bir alım opsiyonunun sağlayacağı nakit akımı birbirine eşit olmaktadır. Bu nedenle, alım opsiyonunun değeri bu sonuca ulaşmak için yapılması gereken maliyete eşit olmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{Alım Opsiyonunun Değeri} &= (5/7) \times \text{Hisse Senedinin Cari Fiyatı} - \text{Borçlanma Miktarı} \\ &= (5/7) (50) - (22,5) = 13,21\$ \end{aligned}$$

Binomial opsiyon değerlendirme modeli, opsiyon değerini etkileyen temel değişkenler hakkında fikir de vermektedir. Opsiyonun değeri, ilgili varlığın beklenen fiyatı çerçevesinde değil, cari fiyatı çerçevesinde oluşmaktadır.

Ancak, unutulmamalıdır ki, varlığın cari fiyatı, varlığın gelecekteki durumuna ilişkin beklentileri de yansıtmaktadır. Bu durum, arbitrajın bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Opsiyon değerinin, kendisini yenileyen portföyün değerinden sapmalar göstermesi durumunda, yatırımcılar arbitraj pozisyonu yaratabilmekte, diğer bir ifadeyle ilave yatırım yapmaksızın ve risk almaksızın pozitif getiriler elde edebilmektedir. Alım opsiyonu maliyetinin, piyasadaki alım opsiyonu maliyetinden daha yüksek olduğu (kendisini yenileyen) portföye sahip bir yatırımcı, piyasadan alım opsiyonu satın alarak ve portföyünü elden çıkartarak pozitif gelir elde edebilmektedir. Ayrıca, varlığın fiyatı ve faiz oranı zamana bağlı olarak artacağından, opsiyon değerini vadeye kadar olan sürenin uzatılmasıyla da artırmak mümkün olmaktadır.

Binomial model, opsiyon değerine ve bu değeri etkileyen temel değişkenlere ilişkin önemli tespitlerde bulunmakla birlikte, bu modelin uygulanabilmesi için gelecekte oluşması beklenen (opsiyona konu olan varlığa ait) fiyatlar bağlamında oldukça fazla sayıda girdiye ihtiyaç duyulmaktadır. Zaman aralıklarının (t) kısa tutulduğu binomial modellerde varlığın fiyatında meydana gelmesi beklenen olası değişiklikler düşük sapmalarla tahmin edilebilmektedir. Ancak, zaman aralıklarının uzun tutulması ya da opsiyon vadesinin uzun olması, fiyat değişikliklerinin sağlıklı bir biçimde tahmin edilmesini engellemektedir. Bu nedenle, binomial opsiyon değerlendirme modelinde zaman aralıklarının oldukça kısa tutulması (mümkünse zaman aralığının sıfıra çok yakın değerlerde alınması) daha sağlıklı değerlendirme yapılmasına imkan sağlamaktadır. Binomial modelde zaman aralıklarının sayısı ne kadar fazla olursa, diğer bir ifadeyle zaman aralıkları ne kadar kısa olursa, hesaplanan opsiyon değeri Black-Scholes modeli kullanılarak hesaplanan opsiyon değerine o kadar yakın olmaktadır.⁹⁹ Bu çerçevede, Black-Scholes modelinin binomial modelin alternatif bir hesaplama biçimi olduğu söylenebilir.

⁹⁹ BREALEY, Richard A. ve Stewart C. MYERS, **Principles of Corporate Finance**, The McGraw-Hill Companies, Inc., International Edition, USA, 1996,s.598

İKİNCİ BÖLÜM

BANKACILIK SİSTEMİ

2.1 BANKA VE BANKACILIK SİSTEMİ

Banka sistemi ve bankacılık işlemleri tarihte paranın bulunmasına kadar uzanmaktadır. Fertler arasındaki ihtiyaçlardan ve ticaretten doğan ilişkiler, aynı değiş tokuşla başlamış olup zaman içerisinde para ve para benzeri araçların kullanılmaya başlanması ile bu ilişkilerin bir sistem dâhilinde gerçekleşmesi ihtiyacı, bankacılık işlemlerinin ve banka yerine geçen kurumların ortaya çıkmasına sebep olmuştur.¹⁰⁰ Çalışmanın bu bölümünde banka değerlendirme konusuna geçmeden önce bankacılık sistemi genel olarak incelenmektedir.

2.1.1 Banka Tanımı

Banka küçük tasarrufları sermaye biçimine dönüştürmek için, para ve para yerine geçen bütün ödeme araçları vasıtasıyla, düzenli bir şekilde müşterilerle yaptığı sözleşmelere uygun olarak mevduat toplayan, yatırımlar ve krediler için fon kullandıran, fon arz edenler ile talep edenler arasında aracılık fonksiyonunu gören ve güveni sağlayan finansal kurumlardır. Diğer bir tanımda; “para, kredi ve sermaye konularına giren her çeşit işlemleri yapan ve düzenleyen, özel veya kamusal kişilerle işletmelerin bu alandaki her türlü gereksinmelerini karşılama faaliyetlerini yerine getiren ekonomik birim” şeklinde yapılmaktadır. Bankanın bir diğer tanımı da, “halkın

¹⁰⁰ TANRIÖVEN Cihan, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk Analizi ve Mali Bünye Bozulmalarına (İflasa) Karşı Erken Uyarı Modeli Geliştirilmesi”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara,2003,s.4

tasarrufunu kabul ederek bunları nema getirir şekilde ikraz ve plase eden, ödemelerde aracılık, para nakli, senet tahsili, emanet kabulü gibi çeşitli hizmetleri gören işletmedir” olarak yapılmaktadır.¹⁰¹

Banka kavramı Kasım 2005’de yayınlanan 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu’nun 3. maddesinde¹⁰²;

“Banka: Mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankalarını,

Mevduat bankası: Bu Kanuna göre kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye’deki şubelerini,

Katılım bankası: Bu Kanuna göre özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye’deki şubelerini,

Kalkınma ve yatırım bankası: Bu Kanuna göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında; kredi kullandırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye’deki şubelerini, ifade eder.” şeklinde tanımlanmıştır.

Aynı kanunun 4. maddesinde de bankaların faaliyet konuları tanımlanmaktadır. Bu madde aşağıdaki gibidir.

¹⁰¹ Cihan TANRIÖVEN, a.g.t., s.5; İlker PARASIZ, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, 1994, s.63; Özer ERTUNA, **Finansal Kurumlar**, Ankara, 1986, s.41; İlhan ULUDAĞ ve Erişah ARICAN, **Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar-Kurumlar-Araçlar**, İstanbul, 1999, s.122; Hakan ŞAKAR, **Risk Yönetimi Açısından Bankalarda Aktif ve Pasif Yönetimi**, İstanbul, 2002, s.8; Mehmet TAKAN, **Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**, Adana, 2001, s.2; Osman ALTUĞ, **Banka İşletmeleri Muhasebesi**, İstanbul, 2000, s.1; Tezer ÖCAL, **Para Teorisi: Banka, Kredi, Para**, Ankara 1990, s.12; ZARAKOĞLU Avni, **Para Kredi ve İktisadi Faaliyetler**, TBB Yayını, 1977, Yayın No:41, s.61; Howard D. CROOSE ve George H. HEMPEL, **Management Policies for Comercial Banks**, New Jersey, 1980, s.3; Frederich S. MISHKIN, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York, 1997, s.44

¹⁰² 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 01.11.2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayınlanmıştır.

“Bankalar, diğer kanunlarda öngörülen hükümler saklı kalmak kaydıyla aşağıda belirtilen faaliyetleri gerçekleştirebilirler:

- a) Mevduat kabulü.*
- b) Katılım fonu kabulü.*
- c) Nakdi, gayri nakdi her cins ve surette kredi verme işlemleri.*
- d) Nakdi ve kaydi ödeme fon transferi işlemleri, muhabir bankacılık veya çek hesaplarının kullanılması dâhil her türlü ödeme ve tahsilât işlemleri.*
- e) Çek ve diğer kambiyo senetlerinin iştirası işlemleri.*
- f) Saklama hizmetleri.*
- g) Kredi kartları, banka kartları ve seyahat çekleri gibi ödeme vasıtalarının ihracı ve bunlarla ilgili faaliyetlerin yürütülmesi işlemleri.*
- h) Efektif dâhil kambiyo işlemleri; para piyasası araçlarının alım ve satımı; kıymetli maden ve taşların alımı, satımı ve aracılık işlemleri.*
- i) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı; vadeli işlem sözleşmelerinin, birden fazla türev aracı içeren basit veya karmaşık yapıdaki finansal araçların alımı, satımı ve aracılık işlemleri.*
- j) Sermaye piyasası araçlarının alım ve satımı ile geri alım veya tekrar satım taahhüdü işlemleri.*
- k) Sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık işlemleri.*
- l) Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık maksadıyla alım satımının yürütülmesi işlemleri.*
- m) Başkaları lehine teminat, garanti ve sair yükümlülüklerin üstlenilmesi işlemleri gibi garanti işlemleri.*
- n) Yatırım danışmanlığı işlemleri.*

- o) *Portföy işletmeciliği ve yönetimi.*
- p) *Hazine Müsteşarlığı ve/veya Merkez Bankası ve kuruluş birlikleri nezdinde oluşturulan bir sözleşme kapsamında üstlenilen yükümlülükler çerçevesinde alım satım işlemlerine ilişkin piyasa yapıcılığı.*
- r) *Faktöring ve forfaiting işlemleri.*
- s) *Bankalararası piyasada para alım satım işlemlerine aracılık.*
- t) *Finansal kiralama işlemleri.*
- u) *Sigorta acenteliği ve bireysel emeklilik aracılık hizmetleri.*
- v) *Kurulca belirlenecek diğer faaliyetler*

Mevduat bankaları birinci fıkranın (b) ve (t), katılım bankaları (a), kalkınma ve yatırım bankaları (a) ve (b) bentlerinde belirtilen faaliyetleri gerçekleştiremezler.”

Bankaların asli fonksiyonu kredi işlemlerine aracılık etmektir. Küçük tasarrufları bir araya getirerek büyük fonlar oluşturmak ve bu fonları çeşitli finansal araçlarla, kredi talep edenlere aktarmak bankacılık sisteminin asli fonksiyonudur.¹⁰³ Bankalar para ve sermaye piyasalarında aracılık görevi gören, kredi veren, para ve kredi politikalarında piyasa yapıcılığıyla destek veren finansal sistem içinde önemli bir paya sahip kurumlardır.

2.1.2 Bankacılığın Tarihi Gelişimi

Bankacılığın tarih boyunca gösterdiği gelişme, para kavramındaki gelişmeyle sıkı sıkıya ilişkilidir. Diğer bir ifadeyle, para kavramı ve bankacılıktaki gelişme karşılıklı etki suretiyle bugünkü düzeylere ulaşmıştır.¹⁰⁴ Bankacılığın tarihi gelişimi Dünyada ve Türkiye’de olmak üzere iki alt başlıkta incelenecek olup tezin amacının bankaların değerlemesi olduğu için, tarihi gelişimi ana hatlarıyla irdelenmektedir.

¹⁰³ AKSOY Ahmet ve Kürşat YALÇINER; Enflasyonun Düşmesinin Bankacılık Kesimi ve Sermaye Piyasasına Etkileri, Yeniden Yapılanma Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Ankara Ticaret Odası, Ankara, s.95

¹⁰⁴ Mehmet TAKAN; a.g.e., s.2

2.1.2.1 Dünyada Bankacılığın Tarihi Gelişimi

Hemen hemen bütün dünya dillerinde küçük değişikliklerle ifade edilen “banka” kelimesinin İtalyanca “banco” kelimesinden geldiği ve daha sonra kelimenin banka olarak kullanıldığı düşünülmektedir. Bu sözcüğün İtalyancadaki anlamı masa, sıra yada tezgah’tır. İlk bankerler sayılan Lombardiya’lı Yahudiler, bankacılık işlemlerini pazarlara koydukları birer masa (banco) üzerinde yapmalarından dolayı bankacılığın ismini buradan aldığı düşünülmektedir.¹⁰⁵

Tarihte ilk bankacılık hizmetlerinin eski Sümer ve Babil İmparatorluklarına kadar uzandığı sanılmaktadır. Sümerlerde M.Ö. 3500 yılında kurulan “maket” bilinen ilk banka kuruluşudur. Maket’in rahipleri ilk borç verenler olarak; harman zamanı ödenmek üzere tohum vb. gibi hammadde ve teçhizat alımı için çiftçilere ilk dönemlerde fiziki (ayni) daha sonraları ise parasal kredi açtıkları yapılan kazılardan tespit edilmektedir. Kazılarda çıkan belgeler bir hesaptan diğer hesaba transferlerin, tediye ve teslim emirlerinin, mal belgeleri talimatının varlığını ortaya koymaktadır. Ünlü Hammurabi kanunlarında maketlerin ödünç işlemlerini nasıl yöneteceği, borcun vadesinde nasıl tahsil olunacağı, borçlunun hangi mallarının ne yolla borcun tasfiyesinde kullanılacağı yazılmıştır. Ödünç verme işlemleri sırasında faiz tahsiline de izin verilmektedir. Bu faizin oranı, tahıl yada hurma ihracatında ana sermayenin üçte biri, nakit para ihracatında beşte biri olarak saptanmıştır. Öte yandan karşılaşılan doğal afetler sonucu ürün elde edilemeyen yıllarda faiz tahakkuk ettirilemeyeceği, borcun tahsil edilemeyeceği belirtilmiştir. Aynı kanunlarda verilen ödünce karşılık her türlü taşınır (menkul) mal rehinine, taşınmaz (gayrimenkul) mal ve özellikle tarla ipotegine, hatta saygın kişilerin kefaletine yer verildiği görülmektedir.¹⁰⁶ Görüldüğü bankacılık sisteminin başlangıcından itibaren kefalet ve ipotek uygulamalarının yapıldığı görülmektedir.

¹⁰⁵ PARASIZ İlker; **a.g.e.**, s.91 ve Mehmet TAKAN; **a.g.e.**, s.2

¹⁰⁶ PARASIZ İlker; **a.g.e.**, s.91

Yapılan kazılarda ortaya çıkan belgelere göre Mezopotamya’da Uruk kenti yakınlarında bulunan “Kızıl Tapınak” (M.Ö. 3400-3200) bilinen en eski banka yapısıdır. Bugünlere ulaşan en eski bankacılık yasaları Eshunna Krallığı tarafından yaklaşık M.Ö. 2000’lerde düzenlenmiştir. Bu kanunlarda faiz oranıyla ilgili düzenlemelere rastlanılmıştır. Kanun kitaplarının 14. bölümünde “borç verenin verdiği para 5 Şekei karşılığında 1 Şekei faiz alabileceği” gibi tahminen herhangi bir zaman dillimi için %20 faiz işletilebileceğine değinilmektedir.¹⁰⁷

Eski Mısır, eski Yunan ve Roma’da bankacılık işlemleriyle uğraşan kurumların var olduğu bilinmektedir. Eski Yunan’da ticaretin gelişmesi ve halkın zenginleşmesi ile Atina’da zengin maketlerin yanında “Trapezitai” adlı bankerler ortaya çıkmıştır. Eski Yunan’da faize herhangi bir sınırlandırma getirilmemiştir. Faiz oranlarının yüksekliği karşısında bağımsız siteler ve devletler belli başlı yerlerde devlet bankaları kurmaya başlamıştır. Buna karşılık eski Mısır’da ise tefeciliği ve bileşik faizi yasaklayan yasalara rastlanmaktadır.¹⁰⁸

İstanbul’un fethi ve Rönesans hareketlerinden sonra Roma Hukukunun kabul görmeye başlaması ile faiz kabul edilmeye başlamıştır. Avrupa da kullanılan paraların çeşitliliği ve ayar bozukluğu¹⁰⁹ Amsterdam Bankasının (1609) kurulmasını ve banka Florinin¹¹⁰ yaratılmasını sağlamıştır. Aynı dönemlerde Hamburg Bankası da banka Markını basmış olup, 1640 yılında tüccarlar ile İngiltere Kralı arasında yaşanan sorunlar Goldsmith Not’larının doğmasına ve piyasalarda dolaşmasına neden olmuştur. Bu kağıtlar yada diğer bir ifade ile senetler ilk banknot sistemini oluşturmuştur. İngiltere’de bir banka aracılığıyla paraların dolaşmasının sağlanması fikri ilk merkez bankası olan İngiltere Bankasının 1664’te kurulmasını sağlamıştır. Modern bankacılığın gelişimi, çift taraflı muhasebe yönteminin gelişmesi,

¹⁰⁷ TAKAN Mehmet; **a.g.e.**, s.2-3 ve Osman ALTUĞ; **a.g.e.**, s.3

¹⁰⁸ PARASIZ İlker; **a.g.e.**, s.91-92

¹⁰⁹ Paraların içinde kullanılan altın oranının farklılaşmasıdır.

¹¹⁰ Sabit nitelik ve değerinde hesap parasıdır.

kıymetli senetlerin bulunması, banknot kağıt paranın ödeme aracı niteliğini kazanması ve sanayi devrimi ile hız kazanmıştır.¹¹¹

Amerika'daki modern bankacılık ise, 1782 yılında Bank of North America'nın kurulmasıyla başlamıştır. Bu bankanın başarılı olması üzerine başka bankalar da kurulmaya başlanmıştır. 1791 yılında, hem özel banka hem de merkez bankası niteliği taşıyan Bank of United States kurulmuştur. Bu banka para ve kredi miktarından sorumlu bir kamu kurumu olarak faaliyet göstermiştir. ABD'de 1863 yılında çıkarılan Bankalar Kanunu ile eyalet bankaları ile ulusal bankalardan oluşan ikili bir bankacılık sistemi devreye girmiştir. 1913 yılında çıkarılan kanunla bugün ABD'de merkez bankası görevini yerine getiren Federal Rezerv System-FED kurulmuştur.¹¹²

Bankalar kuruluşlarından itibaren 19 Yüzyıla kadar kendi kaynaklarını kullanarak borç veren ve bankacılık faaliyetlerini yürüten kuruluşlar olarak faaliyet göstermiştir. 19. Yüzyıldan itibaren mevduat toplayarak, senet iskonto ederek ve sermaye piyasası ihraçlarına aracılık ederek kaynak kullandırmaya başlamıştır. Bu gelişmeler bankaların ekonomi içindeki paylarını artırmış ve etken rol oymalarını sağlamıştır. Özellikle son dönemlerde teknolojik gelişmelerin baş döndürücü bir hızla artması bankacılık sektörünü de sunulan hizmetlerin çeşitlenmesi açısından etkilemiştir. Aynı zamanda teknolojik gelişmelerin artması bankaları ölçek ekonomisinden yararlanma isteği ile diğer bankalar ile birleşmeye yöneltmiştir. Bankaların hisse senetlerinin sermaye piyasalarında işlem görmesi ve birleşmeler bankaların değerinin tespit edilmesini gerekli kılmıştır.

2.1.2.2 Türkiye'de Bankacılığın Tarihi Gelişimi

Türkiye'de bankacılık sistemi dışında finansal aracılık kurumlarının çok fazla gelişmemiş olmasından dolayı bankalar tasarrufların toplanması ve bunların kullanım alanlarına dağıtılması açısından önemli rol üstlenmektedir.

¹¹¹ PARASIZ İlker; **a.g.e.**, s.92 ile ÖCAL Tezer ve Ömer Faruk ÇOLAK; **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999, s.14-18

¹¹² GÜNAL Mehmet; **Türk Bankacılık Sektörünün Sorunları ve Geleceği**, Ankara Ticaret Odası yayını, Ankara, 2001, s. 6; MISKIN Frederich S., **a.g.e.**, s.264-266

Türkiye’de 19. Yüzyıl sonlarına kadar Osmanlı imparatorluğunda banka izlerine rastlanmamaktadır. Cumhuriyetin kurulması ile 1932 yılına kadar geçen süre milli bankacılığın geliştiği dönem, 1933 -1944 dönemi ise devlet bankaların kuruluş dönemi, bu tarihten 1960’lı yıllara kadar geçen süre ise özel bankaların gelişme dönemi olarak adlandırılmaktadır. 1960’lı yıllarda planlama dönemlerin başlangıcı olarak 1979’lara kadar bu dönem sürmekte ve 1980 ila 1990 yılları arası ise bankacılıkta serbestleşme ve dışa açılma dönemi ve 1990’lardan sonrası da holding bankacılığı ve hazine finansörlüğü dönemi olarak adlandırılmaktadır.¹¹³ 2000’li yıllar ise bankalarda yabancılaşma ve aracılık faaliyetlerinin etkinleştiği yıllar olarak anılacaktır.

Osmanlı İmparatorluğu döneminde yerli halk, gerek tarımla yoğun olarak uğraşması gerekse inançları gereği paralı ekonominin işleminde önemli bir yere sahip olan sarraflık işinden uzak durmaktadır.¹¹⁴ Diğer taraftan bankacılığın gelişmemesinin nedenlerinden birisi de, Osmanlı İmparatorluğunun ekonomisinin Batı Avrupa’da gerçekleştirilen sanayi devrimine ayak uyduramaması ve esnaf ve sanatkârlara dayalı kapalı bir ekonomik sisteme sahip olmasıdır.¹¹⁵ Osmanlı imparatorluğunda ilk kâğıt para (Kaime) özellikle ordunun ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik oluşan bütçe açıklarını kapatmak üzere çıkartılmıştır.¹¹⁶ Avrupa ile Osmanlı İmparatorluğunun ilişkilerinin gelişmesi ile birlikte imparatorlukta ilk banka bankerler J. Alleon ve Thedor Baltazzi tarafından hükümetin izniyle 1847 yılında kurulmuştur. Kuruluşundan kapandığı tarih olan 1852 yılına kadar İstanbul Bankası, Kaimelerin dış değerinin sabit kalması yönünde imparatorluğa katkı sağlamıştır.¹¹⁷

Osmanlı İmparatorluğu’nda bankacılığın 1856 yılında kurulan Osmanlı Bankası ile başladığı otoriteler tarafından yaygın olarak kabul edilen bir görüştür. Banka, dış borçların alınmasında Osmanlı hükümeti ile yabancı

¹¹³ GÜNAL Mehmet; **a.g.e.**, s. 11

¹¹⁴ Cihan TANRIÖVEN, **a.g.t.**, s.8

¹¹⁵ TAKAN Mehmet; **a.g.e.**, s.4

¹¹⁶ **40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul, 2001, s.6 naklen Cihan TANRIÖVEN, **a.g.t.**, s.8

¹¹⁷ ÖCAL Tezer; **a.g.e.**, s.196-197

sermaye sahipleri arasında aracılık etmek amacıyla İngiliz sermayesi ile kurulup, 1863 yılında Fransız, 1875’de ise Avusturya sermayesi bankaya ortak edilmiştir.¹¹⁸ Osmanlı bankası ayrıca Bankı Osman-i Şahane adı altında banknot çıkarma ayrıcalığına sahip ilk emisyon bankası olma özelliğini de sahiptir.¹¹⁹ 1856-1875 döneminde, imparatorluğa borç vererek faiz geliri sağlamak amacıyla 11 yabancı sermayeli banka kurulmuş ve bu bankalardan bazıları Osmanlı Bankasına katılmış, diğerlerinin de 1876 Osmanlı-Rus savaşının ardından faaliyetlerine son verilmiştir.¹²⁰

II. Meşrutiyetten sonra ulusal sermayeli tek şubeli bankalar kurulmaya başlamıştır. Ulusal bankaların kredi faaliyetleri daha çok ticari kredi, emlak kredisi ve tüketim kredisi biçiminde olmuştur. 1863 yılında çiftçilere uygun şartlarda kredi sağlama amaçlı olarak kurulan memleket sandıkları, önce menafi sandıkları haline dönüştürülmüş, 1888 yılında ise tarımsal kredilendirmeyi devlet denetimine alacak olan Ziraat Bankasının kurulmasında fonları kullanılarak sandıklar kapatılmıştır.¹²¹ Banka 1916 yılında kanunla kurulmuş bir devlet bankası haline gelmiştir. İkinci meşrutiyetin ilan edildiği 1908 yılından Cumhuriyetin ilan edildiği 1923’e kadar geçen süre içinde 11’i İstanbul’da, 13’ü Anadolu şehirlerinde olmak üzere toplam 24 milli banka kurulmuş olup bunlardan 14’ü Cumhuriyet döneminde de faaliyetlerini sürdürmüş diğerleri de kapanmak zorunda kalmıştır.¹²²

1923 yılında Türk Bankacılık Sektörü’nde belirlenebildiği kadarıyla 22’si ulusal, 13’ü de yabancı olmak üzere 35 banka faaliyet göstermektedir. Özellikle mevduat açısından ulusal ve yabancı bankaların piyasadaki payları eşit olsa da, kredi piyasasında ve dış ticaretin finansmanında yabancı bankaların ağırlığı bulunmaktadır.¹²³ Ülkede sanayi ve ticaret hayatının

¹¹⁸ ÖCAL Tezer; **a.g.e.**, s.197

¹¹⁹ ALTUĞ Osman; **a.g.e.**, s.4

¹²⁰ GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s. 10

¹²¹ Cihan TANRIÖVEN,**a.g.t.**, s.9

¹²² GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s. 10

¹²³ AKGÜÇ Öztin; **100 Soruda Türkiye’de Bankacılık**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1987, s. 15-16

canlandırılabilmesinde, piyasadaki kredi yetersizliğinin giderilmesi ve kredi piyasasındaki yabancı egemenliğin azaltılması temel sorunlar olarak görülmektedir.

Cumhuriyet hükümetlerinin bankacılık sektörüyle ilgili üzerinde önemle durdukları konuların başında Ziraat Bankası'nın güçlendirilmesi ve tarım kredilerinin yeterli düzeye yükseltilmesi bulunmaktadır. Bu çerçevede 1924 yılındaki Bütçe Kanunu ile bankanın gelişimi için önemli adımlar atılmış ve banka devlet kuruluşu olmaktan çıkarılarak 30 milyon TL sermaye ile anonim şirket haline dönüştürülerek, bankanın tarımsal kredilerin yanı sıra her türlü bankacılık faaliyeti yapabilmesine de olanak sağlanmıştır. 1924 yılında Cumhuriyet döneminin ilk özel sermayeli bankası olan İş Bankası kurulmuştur. Bankanın 1 milyon TL'lik itibari sermayesinin 250 bin TL'lik kısmı Atatürk tarafından ödenmiş, 160 bin TL'lik kısmı da pay senetlerinin satışından sağlanmış ve böylelikle ilk yılın sonunda 410 bin TL'lik ödenmiş sermayeye ulaşılmıştır. Bankanın ana sözleşmesinde faaliyet alanı; her türlü bankacılık işlemleri ve tarım, sanayi, madencilik, enerji üretim ve dağıtımı, bayındırlık işleri, sigortacılık, nakliyecilik, turizm ve ihracat alanlarında teşebbüs kurmak veya kuruluşuna katılmak ve her türlü sınai ve ticari işlemleri yapmak, olarak belirlenmiştir.¹²⁴

1923-1932 yılları arasında ulusal sermayeli ve faaliyet alanı geniş bankaların yanı sıra, çok sayıda tek şubeli yerel banka kurulmuştur. Kuruluş amaçları kendi bölgelerindeki tüccarların kredi ihtiyaçlarını karşılamak olan yerel bankalar, bir taraftan 1929 ekonomik krizinin etkileri, diğer taraftan ulusal bankaların şube bankacılığını geliştirmesiyle büyük bir çoğunluğu teker teker kapanmıştır. 1930'lu yıllarda banka iflaslarının en önemli nedeni, bankaların kredi müşterilerinin gerek kötü hasat yılları, gerekse ürün fiyatlarının düşmesi nedeniyle aldıkları kredileri geri ödeyememeleridir.¹²⁵ Özellikle yerel bankaların verdikleri kredilerin büyük bir çoğunlukla tarım

¹²⁴ BOLAY H. Cahide; "Türk Bankacılık Tarihi", **Bankacılar Dergisi**, Yıl:2, Sayı:5, Temmuz 1991, s.54

¹²⁵ ASOMEDYA, "Türkiye'de Bankacılık ve Finansal Krizleri, 1929'dan Günümüze", **Ankara Sanayi Odası Dergisi**, Mart, 2001, s.40

sektöründe toplanması, yerel bankaların iflaslarında önemli bir etken olmuştur. Ayrıca özel bankaların devlet bankalarından daha yüksek faizli kredi kullandırması da kredilerin geri ödemelerini olumsuz etkilemiştir.

1929 Ekonomik Bunalımının ekonomi üzerindeki olumsuz etkileri ve özellikle para stokunun politika enstrümanı¹²⁶ olarak kullanılabilmesi ihtiyacı, ulusal bir emisyon bankasının zorunluluğunu gündeme getirmiştir.¹²⁷ 1930 yılında 1715 sayılı kanun ile Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) kurulmuştur. Bankanın görevleri arasında; iskonto oranını tespit etmek, para piyasasını ve tedavülünü düzenlemek, Hazine'nin işlerini yürütmek ve hükümetle eşgüdüm halinde TL'nin istikrarıyla ilgili bütün kararları almak bulunmaktadır. MB 15 milyon TL sermaye ile faaliyete başlamış, 1931 yılında bankaya sermayesinin % 40'ı oranında hazine bonolarını iskonto etme, karşılığında da sermaye ve ihtiyatlarının tutarı kadar avans verme yetkisi verilmiştir. Ayrıca 1938 yılında yapılan değişiklikle de MB'ye kamu iktisadi teşebbüslerinin hazine kefaletine haiz bonolarını iskonto ederek karşılığında avans verme yetkisi verilmiştir.¹²⁸

1923 -1932 döneminde ulusal bankacılık sektörü önemli gelişmeler göstermiş ve piyasadaki yabancı bankaların ağırlığı önemli oranda azalmıştır. 1923 yılında tasarruf mevduatının % 59,7'si ulusal bankalara, % 40,3'ü yabancı bankalara aitken, 1932 yılında ulusal bankaların payı % 94,6'ya çıkmış, yabancı bankaların payı ise % 5,4'e düşmüştür. Ülkede önemli olan bir diğer gelişme ise, gerek tasarruf mevduatı ve toplam mevduat, gerekse de mudi sayısındaki artışlar, ekonominin parasallaşma sürecine girdiğini göstermektedir.¹²⁹

1929 Dünya Bunalımının ekonomi üzerinde olumsuz etkileri olmuş, Türkiye aleyhine dönen dış ticaret hadleri dolayısıyla önemli miktarlarda ödemeler bilançosu açıkları oluşmuş ve TL değer kaybetmiştir. Sonuçta ise

¹²⁶ Emisyon hacmi 1930'lara kadar Osmanlı'dan devralınan seviyede kaldığından para stoku bir politika aracı olarak kullanılmamaktadır.

¹²⁷ ERTUĞRUL Ahmet ve O ZALİM,"Ekonomik Kriz ve Türk Bankacılık Sisteminde Etkinlik", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 1999, Sayı 26, s.105

¹²⁸ BOLAY A.Hatice;**a.g.m.**, s.56

¹²⁹ ARTUN Tuncay; **Türkiye'de Bankacılık**, Tekin Yayınevi, 2. Basım, Ankara, 1983, s. 45

bir taraftan ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar, diğer taraftan özel sektörün yeterli sermaye birikimine sahip olmaması nedeniyle özel sektör teşvikiyle sanayileşme politikası terk edilerek, kamu iktisadi girişimleri öncülüğündeki sanayileşme politikasına geçilmiştir.¹³⁰

1933 -1944 döneminde devlet eliyle, sermaye birikiminde eksikleri bulunan sanayi ve ticaret sektörlerinin gelişimine katkıda bulunmak, alt yapı çalışmalarını gerçekleştirebilmek ve ülkenin kalkınma atılımı için gerekli sanayi tesislerini kurmak ve işletmek üzere, 5 büyük kamu bankası¹³¹ kurulmuştur. Ancak kurulan bu özel bankaların birçoğu aynı dönemde kapanmak zorunda kalmıştır.¹³²

İkinci Dünya Savaşı sonrasında özel bankalar gelişmeye başlamıştır. Savaş sonrası içte ve dıştaki ekonomik canlanmanın sonucu olarak hareketlenen bankacılık sektöründe, 1944 yılında Yapı Kredi Bankası, Garanti Bankası (1946), Akbank (1948), Pamukbank (1955) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (1950) kurulmuştur.¹³³ Özel bankaların geliştiği bu dönemin diğer bir özelliği banka sayısı ile birlikte şube sayısının da artmış olması ve şube bankacılığının yaygınlaşmaya başlamasıdır. Bankacılıktaki gelişmelere paralel olarak, bankacılık mesleğinin gelişmesi, işbirliğinin sağlanması ve haksız rekabeti önleyici kararların alınması ve uygulanması amacıyla, tüzel kişiliğe haiz Türkiye Bankalar Birliği (TBB) kurulmuş ve 1958 yılında faaliyete geçmiştir.¹³⁴

Planlı dönemde, bankacılık sektörü önemli ölçüde devlet kontrolü etkisi altında kalmıştır.¹³⁵ Planlı dönem olarak da adlandırılan 1961-1979 döneminin önemli özelliği, plan hedeflerine de uygun olarak çok şubeli bankacılığın gelişmesi ve 1970'lerde holdinglerin bankaları ele geçirmesiyle

¹³⁰ Türkiye Bankalar Birliği, **40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi (1957-1997)**, TBB Yayın No:207, İstanbul, 1998, s.5

¹³¹ Sümerbank (1933), Belediyeler Bankası (1933), Etibank (1935), Denizbank (1937) ve Halk Bankası ve Halk Sandıkları (1938)

¹³² GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s. 11

¹³³ GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s. 11 ve Cihan TANRIÖVEN,**a.g.t.**, s.10'dan derlenerek hazırlanmıştır.

¹³⁴ GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s. 11-12

¹³⁵ TBB, Yayın No:207, **a.g.e.**, s.14

birlikte, holding bankacılığının ve ihtisas bankacılığının gelişmesidir. Bu dönemde beş kalkınma, iki ticari banka kurulmuştur.¹³⁶ Bu dönemde Türk Ekspres Bankası ve Buğday Bankasının birleştirilmesiyle oluşan Anadolu Bankası 1962’de, Amerikan – Türk Dış Ticaret Bankası 1964’te, Arap – Türk Bankası ise 1970’de kurulmuştur. Daha sonra unvanı Türk Dış Ticaret Bankası (DIŞBANK) olarak değiştirilen ve %24’ü yabancılara ait olan Amerikan – Türk Dış Ticaret Bankası ile %60’ına yabancılardan sahip olduğu Arap – Türk Bankası, bu dönemde Türk bankacılık sektörünün dışa açılmaya başladığını göstermektedir.¹³⁷ Kısacası planlı dönemde, ticari bankaların kuruluşu sınırlanmış ve ihtisas bankacılığı ön plana çıkmış, küçük ve yerel bankalar azalmış, çok şubeli büyük ölçekli bankacılık ve holding bankacılığı yaygınlaşmıştır.¹³⁸

1980’den sonra uygulanmaya başlayan serbest piyasa ekonomisi ile başlayarak 2000’li yıllara kadar gelen dönem serbestleşme ve dışa açılma dönemi olarak adlandırılmaktadır. 1980 yılıyla birlikte Türkiye ekonomisi yapısal bir dönüşüm içine girmiştir. Bu süreçte, ekonominin serbest piyasa ekonomisi kurullarına göre yapılanması yönünde önemli adımlar atılmış, ithal ikameci sanayileşme modeli terk edilerek, ihracata yönelik sanayileşme modeli benimsenmiştir¹³⁹. 24 Ocak Kararları ile uygulanmaya başlanan finansal politikalarla birlikte, faiz oranları serbest bırakılmış, ayrıca bankacılık sektörü dışa açılmış ve sektöre yeni bankaların girişini de kolaylaştıran rekabetçi bir piyasa oluşturulmaya yönelik adımlar atılmıştır. Ancak söz konusu gelişmelerin, ekonomik yapıdaki aksaklıklar nedeniyle, piyasadaki

¹³⁶ T.C Turizm Bankası (1960), Sınai Yatırım ve Kredi Bankası (1963), Devlet Yatırım Bankası (1964), Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası-DESİYAB (1975)

¹³⁷ GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s.12-13 ve Cihan TANRIÖVEN,**a.g.t.**, s.11’den derlenerek hazırlanmıştır.

¹³⁸ GÜNAL Mehmet;**a.g.e.**, s.13

¹³⁹ 1980 öncesi dönemde öncelikli sektörlerle düşük faiz oranlarında verilen idari olarak belirlenmiş ve kısıtlanmış (rationed) kredi politikaları ile birlikte giden faiz oranlarına tavan getirme politikaları bir taraftan finansal derinleşmeyi engellemiş, diğer taraftan da ekonomik büyümeyi hızlandıracak önemli bir etki setinin zayıflamasına yol açmıştır.

olumlu etkileri çok sınırlı olmuştur. 24 Ocak Kararlarının bankacılık sektöründe yarattığı değişimler aşağıdaki gibi özetlenebilir.¹⁴⁰ Bunlar;

- Faizlerin serbest bırakılarak, mevduata pozitif faiz verilmesine başlanmış,
- Yeni ulusal bankalarla birlikte, yabancı bankaların da kuruluşuna veya Türkiye’de şube açmasına izin verilmiş,
- Türk bankacılık sisteminin dışa açılmasına izin verilmiş, böylelikle ulusal bankalar da yabancı ülkelerde yeni temsilcilikler ve şubeler açabilmiş,
- Kambiyo rejimi değiştirilerek, bankaların döviz işlemlerini yapabilmeleri sağlanmış,
- Bankacılık sektöründe yeni finansal araçların gelişimine imkan verilmiş ve sektördeki otomasyon ve mekanizasyon geliştirilmiş,
- Bankaların uluslararası standartlara uygun olarak yapılanmalarına yönelik düzenlemelerdir.

1980 -1990 yılları arasında bankacılık sektörüne yönelik yapılan yasal düzenlemelerin en önemlisi 1985 yılında 3182 sayılı Bankalar Kanunu’dur. Belirtilen kanunla bankaların özkaynaklarının artırılması, açacaklara kredilere genel ve özel sınırlar getirilmesi, yapılacak işlem, kayıt ve hesap düzenlerine, başka teşebbüslerin sermayelerine iştirak etmeleri gibi konularda, yeni düzenlemeler yapılmıştır. Mali yapıları zayıflayan bankaların güçlendirilmesine yönelik olarak, kanunda belirtilen önlemleri alma yetkisi gözetim ve denetim makamlarına verilmiştir.¹⁴¹ Ayrıca bu kanunla birlikte, uluslararası denetim ve gözetim sistemi ile uluslararası bankacılık standartları sisteme tanıtılmış, tek düzen hesap planı uygulamasına geçilmiş, bilânçolar dış denetime tabi tutulmuş, mevduat sigorta fonu kurulmuş ve donuk kredilere daha gerçekçi karşılık uygulamasına geçilmiştir.¹⁴² 1986

¹⁴⁰ ÇOLAK Ömer Faruk; **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, Ankara, 2001,s. 80 ve Öztin AKGÜÇ;a.g.e., s.67-68

¹⁴¹ ÇELEBİCAN Gürkan; “Türk Bankacılık Sektörü”, **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 1998, s.213

¹⁴² TBB, Yayın No:207, a.g.e., s.12

yılında temel işlevi, bankacılık sektöründeki fonların kullanım etkinliğini arttırmak olan İnterbank¹⁴³ kurulmuştur. Bankalararası para piyasası kısa vadeli nakit fazlalılığı olan bankalara bir gecelik ya da 1,2,3,4 haftalık ve 90 güne kadar kırık vadeli borç vererek faiz geliri elde etme, kısa dönemli nakit ihtiyacı olan bankalara uzun vadeli varlıklarını elden çıkarmak zorunda kalmadan kaynak sağlayabilme imkanı vermiştir. Bankalararası para piyasası bankaların bilânçolarındaki aktif-pasiflerinin vade yapısını daha etkin düzenleme imkânı vermiş, ayrıca Merkez Bankasının da bankacılık sektörünü daha etkin gözlemleyebilme olanağı sağlamıştır.¹⁴⁴ 1987 yılında Merkez Bankası para politikası aracı olarak açık piyasa işlemlerini yapmaya başlamış, 1989 yılında ise döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır.¹⁴⁵

1990'lı yıllarda döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte, bankalar için yurtdışından borçlanmayla sağlanan fon kaynakları, mevduat yanında, önemi artan bir kaynak haline gelmiştir. Bankaların ve mudilerin döviz tevdiat hesaplarındaki artışın en önemli nedeni ise, sürekli ve yüksek enflasyon ortamının bir sonucu olarak yerli paranın yabancı paralarla ikamesi olgusu olmuştur. Yüksek faiz-yüksek enflasyon ortamında hızla büyüyen bütçe açıklarının önemli bir bölümünün iç borçlanmayla karşılanması mali kaynaklara olan talebi arttırmış, bankalar döviz cinsinden fon kaynakları sağlayarak, devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapmışlardır¹⁴⁶. Piyasada bu süreçte, bankalar fon yönetimi ve hazine işlemlerine ağırlık vermiş, yapılan işlemleri kolaylaştırmak için elektronik bir ortamda TL ödemeleri için EFT, döviz ödemeleri için SWİFT sistemini kullanarak bankalar arası işlemleri kolaylaştırılmıştır. Sonuçta bankalar reel

¹⁴³ Bankalararası Para Piyasası

¹⁴⁴ ÇELEBİCAN Gürkan, **a.g.e.**, s.211

¹⁴⁵ ÇİFTÇİ Cemil; "Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi ve Düşük Enflasyon Sürecinin Olası Etkileri", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, **Yayınlanmamış Master Tezi**, Ankara, 2003, s.133

¹⁴⁶ Bankaların döviz cinsinden fon kaynaklarıyla üstelendikleri kur riski (r_c) ve fon kaynaklarına ödedikleri faizin (r_i) toplamı (F_f), yurtiçi kaynak maliyetinden (D_f) düşük, yani $F_f = r_c + r_i$ ve $F_f < D_f$ ise bankalar döviz kaynaklarına yöneleceklerdir.

ekonominin finansmanından uzaklaşarak devletin ve tüketicinin finansmanına yönelmiştir.¹⁴⁷

1993 yılında yüksek faiz oranları nedeniyle iptal edilen Hazine ihaleleri¹⁴⁸, piyasadaki likidite oranlarını yükseltmiş, artan likidite de dövize yönelmiş ve döviz kurları hızla artmıştır. Bu arada Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesiyle bankalar yüksek oranlı açık pozisyonlarını kapatmak için likitlerini dövize yöneltmişlerdir. Faiz oranlarının yüksekliği nedeniyle MB'nın açık piyasa işlemleriyle likidite fazlasını piyasadan çekememesi, MB'nı döviz satımına yöneltmiştir. Dövizdeki talebin kırılamaması 26 Ocak 1994'de %13,6 oranında devalüasyona gidilmesine neden olmuştur. Devalüasyonun da döviz talebini kırılamaması Nisan ayında ikinci bir devalüasyona gidilmesine neden olmuştur. Bu arada dövize olan talebi kırmak için faiz oranları arttırılmış, Ocak ayında ortalama % 110 olan bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranları Şubat'ta % 200, Mart'ta % 400'e ve 5 Nisan öncesinde de % 1000'e kadar çıkmıştır. Yaşanan gelişmelere mevduat sahiplerinin bankalardan mevduatlarını çekmek için hücum etmeleri de eklenince, likidite sıkıntısı çeken bankalar (Marmarabank, TYT Bank ve İmpexbank) sistem dışına çıkarılmıştır. Bozulan ekonomik dengeleri yeniden kurabilmek amacıyla "5 Nisan Kararları" adıyla anılan istikrar programı kararları alınmış ve döviz kurlarının serbest bırakılmasıyla TL piyasada % 65 oranında değer kaybına uğramıştır. 5 Nisan Kararları'yla birlikte MB döviz kurlarını, zorunlu döviz efektif devir ve satışları en yüksek olan, 10 bankanın Döviz İnterbank'ında saat 15.00'deki döviz satış kurlarını esas alarak günlük olarak belirlemeye başlamıştır. Piyasada bankacılık sektörüne güveni yeniden tesis edebilmek amacıyla tasarruf mevduatlarının tümü mevduat sigortası kapsamına alınmıştır. Ayrıca disponibilite oranları tekrar belirlenerek Hazine'nin avans kullanma miktarı sınırlandırılmıştır.¹⁴⁹ 1994 yılında yaşanan kriz sonucunda, bankaların dolar bazındaki toplam varlıkları yaklaşık olarak

¹⁴⁷ TBB, Yayın No:207, **a.g.e.**, s.12

¹⁴⁸ Hazine ihalelerinin iptal edilmesi finansman kaynağı olarak kamuyu Merkez Bankası'nın kısa vadeli avanslarına, ayrıca, 1994 Ocak ayında kaldırılan, DİBS'lerden elde edilen gelirlerden stopaj vergisi almaya yöneltmiştir.

¹⁴⁹ ASOMEDYA; "Türkiye'de Bankacılık ve Finansal Krizleri, 1929'dan Günümüze", **Ankara Sanayi Odası Dergisi**, Mart 2001,s.48-49

% 28 oranında azalarak 51,6 milyar dolara gerilemiştir. Özkaynaklar ise 6,6 milyar dolardan 4,3 milyar dolara gerilemiştir.

1996 – 1998 döneminde kısa süreli hükümetlerin iktidarda olması ve ekonomideki belirsizlik bankacılık sektörünü de etkilemiştir. Ekonomide yapısal önlemlerin alınamaması ve buna bağlı olarak büyüyen kamu açıklarının finansmanı, bankacılık sektörünün açık pozisyonlarını tekrar artırarak, kamu kâğıtlarını almalarını ve kolay kazanç elde etmelerini teşvik etmiştir. 1990 sonrası dönemin bir başka özelliği, Türk bankalarının yurt dışında banka kurması ve kurulan bankalara iştirak etmesidir. Bu dönemde Türk bankacılığının dışa açılması hızlanmıştır. Yine bu dönemde ilk defa bir kamu bankasının özelleştirilmesi sağlanmış olup Etibank bankacılık faaliyetleri ayrılarak banka, Etibank, Denizbank ve Anadolu Bank olarak üçe ayrılmış ve devlet tarafından isim hakları satılmıştır. Ayrıca bu dönemde bazı bankalar el değiştirmiş, bazılarının unvanı değişmiş, bazı yabancı bankalarda yerli gruplarca satın alınmıştır.¹⁵⁰

1999 yılı ile 2002 yılı Nisan ayına kadar bankacılık sektöründe gerçekleşen olayların bir özeti aşağıdaki tabloda verilmektedir.¹⁵¹

¹⁵⁰ GÜNAL Mehmet; **a.g.e.**, s.15-17

¹⁵¹ ÇOLAK Ömer Faruk ve ARDOR Hakan Naim, “IMF Yönlendirmeli Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı: Türkiye”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Cem Alpar’ın Anısına Armağan, Ankara, 2002, s. 190 ve BDDK; 2003 Yıllık Raporu’ndan derlenerek hazırlanmıştır.

Tablo 2.1: 1999-2002 (Nisan) Döneminde Bankacılık Sektöründeki Değişiklikler

Fona Alınan Bankalar	İlgili Tarih	2001 Yıl sonu Durumu
Türk Ticaret Bankası A.Ş.	06.11.1997	Bankacılık yapma ve mevduat kabul etme lisansı 01.07.2001 tarihi itibarıyla iptal edilmiştir.
Bank Expres A.Ş.	12.12.1998	30.06.2001'de Tekfen Grubuna satıldı.
Interbank	07.01.1999	15.06.2001'de Etibank bünyesinde birleştirildi.
Yurtbank A.Ş.	22.12.1999	26.01.2001'de Sümerbank ile birleştirildi.
Egebank A.Ş.	" "	" "
Sümerbank A.Ş.	" "	10.08.2001'de birleştirilmiş Sümerbank Oyak Grubu'na satıldı.
Esbank	" "	15.06.2001'de Etibank bünyesinde birleştirildi.
Yaşarbank A.Ş.	" "	26.01.2001'de Sümerbank ile birleştirildi.
Bank Kapital T.A.Ş.	27.10.2000	" "
Etibank A.Ş.	" "	28.12.2001 bankanın faaliyet izni kaldırıldı.
Demirbank T.A.Ş.	06.12.2000	20.09.2001'de HSBC'ye satıldı
Ulusal Bank T.A.Ş.	27.02.2001	Sümerbank çatısı altında birleştirildi.
İktisat Bankası T.A.Ş.	15.03.2001	17.03.2001'de bankanın faaliyet izni kaldırıldı.
Sitebank A.Ş.	09.07.2001	16.01.2002'de Nova Bank'a satıldı.
Milli Aydın Bankası A.Ş.	" "	TMSF'ye alınmıştır. Ancak, BDDK tarafından Banka'nın yönetimi eski ortaklarına iade edildi.
Kentbank A.Ş.	" "	28.12.2001'de bankanın faaliyet izni kaldırıldı.
Bayındır Bank A.Ş.	" "	TMSF'de
EGS Bank A.Ş.	" "	18.01.2002'de Bayındır Bank A.Ş. ile birleştirilmiştir.
Toprakbank A.Ş.	30.11.2001	TMSF'de (Satışa çıkarılmıştır.)
Pamukbank	19.06.2002	Danıştay tarafından Fona devreilişine ilişkin olarak yürütmeyi durdurma kararı verilmiş olup hukuki süreç devam etmektedir.
Faaliyet İzni Kaldırılan Bankalar		
Kıbrıs Kredi Bankası Ltd.	28.09.2000	
Park Yatırım Bankası A.Ş.	06.12.2000	
Okan Yatırım Bankası A.Ş.	09.07.2001	
Atlas Yatırım Bankası A.Ş.	" "	
Rabobank A.Ş.	02.04.2002	
Banka Birleşme, Devir ve Satın Almaları		
Birleşik Türk Körfez Bankası A.Ş.		Osmanlı Bankası T.A.Ş. ile birleştirilmiştir.
T. Emlak Bankası A.Ş.		T.C. Ziraat Bankası A.Ş.'ye devredildi.
Tekfen Yat. Ve Finansman Bankası A.Ş.		Bank Expres A.Ş.'ye devredilerek, Tekfen Bank A.Ş. oldu.
The Chase Manhattan Bank ve Morgan Guaranty Trust Company		Yeni banka "JP Morgan Chase Company" adı altında birleşti. Birleşme yıl sonunda tamamlanmıştır.
Osmanlı Bankası A.Ş.		T. Garanti Bankası A.Ş. ile birleştirilmiştir.
Sinai Yatırım Bankası A.Ş.	27.03.2002	Türkiye Sinai Kalkınma Bankası ile birleşmiştir.
Faaliyete Yeni Başlayan Bankalar		
Credit Suisse Boston	1999	
JP Morgan Bank	1999	
Nurol Yatırım Bankası	1999	
Toprak Yatırım Bankası	1999	
Çalık Yatırım Bankası	1999	
Süzer Yatırım Bankası	1999	
Atlas Yatırım Bankası	1999	09.07.2001'de kapatıldı.
GSD Yatırım Bankası	1999	

Kaynak: ÇOLAK Ömer Faruk ve ARDOR Hakan Naim, "IMF Yönlendirmeli Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı: Türkiye", **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Cem Alpar'ın Anısına Armağan, Ankara, 2002, s. 190

Bankaların herhangi bir nedenle finansal sıkıntıya girmeleri 2002’li yılların sonlarına doğru birleşme, devralma ve satın almaların artmasına neden olmuştur. Birleşme, devralma ve satın almalarda bankaların değerinin tespit edilmesi işlemin başarısı açısından önem arz etmektedir. 2005’li yıllarda başlayan bankaların yabancılaşma hareketlerinde yine ticari bankaların sermayelerinin bir kısmının yabancılar tarafından satın alınmasında da bankaların değeri tespit edilmiş ve bu değerler üzerinden işlemler gerçekleşmiştir. Doğru yada gerçeğe yakın tespit edilmiş bir banka değeri tüm bu işlemlerin başarı ile gerçekleştirilmesinde önemli rol üstlenmektedir. Bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymet Borsasında (İMKB) işlem gören ticari bankaların değerleri özsermayeye serbest nakit akımı yöntemiyle tespit edilmeye çalışılacaktır.

2.1.3 Bankacılık Sisteminin Yapısı ve Banka Türleri

Bir ülkede bulunan bankalarla bunların çalışmalarını düzenlemek amacıyla alınan yasal tedbirlerin ve uygulanan usullerin tümü o ülkenin bankacılık sistemini meydana getirmektedir. Ülkelerin mali sistemleri ve bu sistemler içinde yer alan kurumlar, ekonomilerinin başarısını ve başarısızlığını önemli ölçüde etkileyen ve ülkeler için hayati önemi olan sistemlerdir. Ülkelerin mali sistemi içindeki yer alan kurumlar aynı özelliklere sahip olmasına karşın sermaye büyüklüğü, şubecilik ağının geniş yada dar olması, uzmanlaşma ve devlet müdahalesi açısından bazı farklılıklar göstermektedir.¹⁵² Çalışmanın bu bölümünde tezin konusunu oluşturmaması açısından Türkiye’nin finansal (mali) yapısı ve bu yapıyı oluşturan kurumlar ve bankacılık türlerine genel olarak değinilecektir.

2.1.3.1 Mali Sistem ve Bankacılık Sistemi

Finansal hizmet firmalarının Türkiye mali sistem yapısındaki görünümü aşağıdaki gibidir.¹⁵³

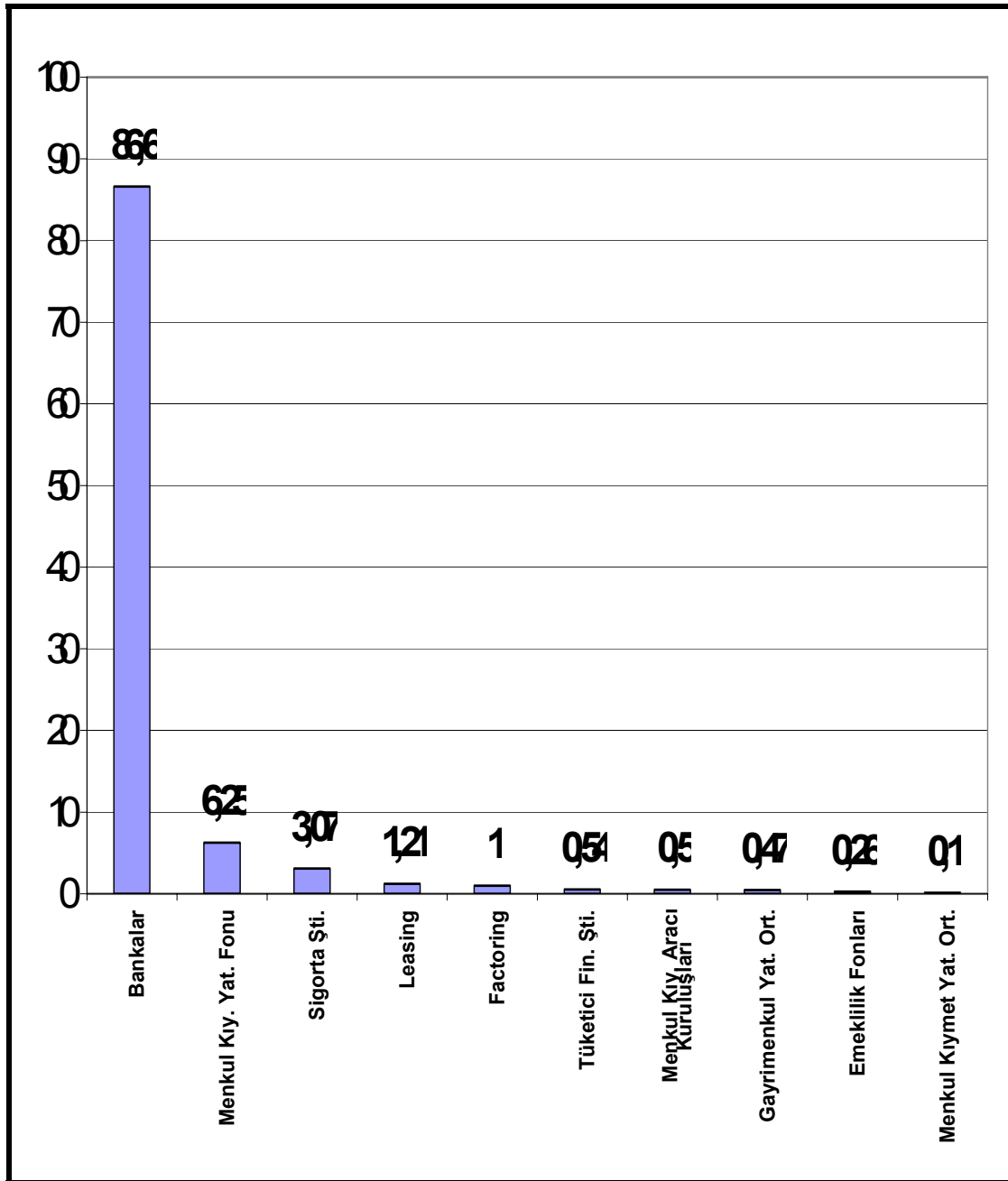
¹⁵² TANRIÖVEN Cihan, a.g.t., s.15

¹⁵³ AKSOY Ahmet; Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi, Ankara, 1987, s. 87-89

- I- Para Yaratran Finansal Kurumlar
 - T.C. Merkez Bankası
 - Ticaret Bankaları
- II- Para Yaratmayan Finansal Kurumlar
 - Yatırım ve Kalkınma Bankaları
 - Kredi ve Kefalet Kooperatifleri
 - Posta Çekleri Sistemi
 - Sigorta Şirketleri
- III- Yarı Finansal Kurumlar
 - Sosyal Güvenlik Kurumları
 - Yardımlaşma Sandıkları
- IV- Hizmet Gören Kurumlar
 - Menkul Kıymet Borsaları
 - Finansal Aracı Kurumlar

Mali piyasalar ekonomiyi etkileyen ve ekonomik büyümeden etkilenmektedir. Mali piyasalarda finans kurumları aracılığıyla fon arz edenler ile talep edenler karşı karşıya gelmektedir. Para yaratan finansal kurumlar, bankacılık sisteminin en önemli kurumlarından biri ve temelini oluşturan Merkez Bankası ve diğer bankalardan oluşmaktadır. Mali piyasalar içinde Türkiye’de bankalar önemli bir yere sahiptir.

Grafik 2.1: Finans Sektörünün Bilânço Büyüklüğünün Dağılımı



Kaynak: BDDK, TCMB, HM, SPK, TSPAKB¹⁵⁴

- 1) Bankalara katılım bankaları dâhil edilmiştir.
- 2) Menkul Kıymet Aracı Kuruluşlarının payı Eylül-2005 itibariyle değeridir.
- 3) Factoring Şirketlerinin payı ise Haziran-2005 itibariyle hesaplamalara dahil edilmiştir.

2005 yılında finans sektörünün toplam büyüklüğü yaklaşık 470 Milyar YTL. olup bankacılık sektörü yukarıdaki grafikten de görülebileceği finans

¹⁵⁴ Bu tablo; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (T.C.M.B.), **Finansal İstikrar Raporu**, Ankara, Haziran-2006, s.37, naklen alınmıştır.

sektörünün %87'sini oluşturmaktadır. Buradan da anlaşılmaktadır ki Türkiye'de finans sektörünün yada mali sistemin önemli bir bölümü bankacılık sektörü tarafından oluşturulmaktadır.¹⁵⁵

Bankalar, mali sistem içerisinde ismi banka olmasa bile diğer banka benzeri kuruluşlarla birlikte aracılık görevi gören kuruluşlardır. Finansal aracılığın mali sistem içerisinde dört temel fonksiyonu vardır.¹⁵⁶ Bunlar;

- Likidite ve ödeme hizmeti,
- Varlık dönüşüm ve değişimi,
- Risk yönetimi ve
- İzleme ve bilgilendirmedir.

Aracılık hizmeti veren kurumlar fon arz edenler ile fon talep edenler için en iyi bilgiye sahip kurumlar olup bankalar bu hizmeti en iyi yerine getiren kurumlardır. Bankalar, verdikleri faiz ve güvence şeklindeki hizmetler sayesinde tasarrufları artırarak ekonomide yatırılabilir fonları artırırken, tek başına finansman güç yatırımlara finansman sağlayarak yatırımları ayrıca verdikleri tüketici kredileri sayesinde de tüketimi artırmaktadır.¹⁵⁷ Bu yönleri ile bankalar aracılık görevini yerine getirmekte ve ekonomiye canlılık getirmektedir.

Bankaların mali sistem içindeki örgütlenişi ülkelere göre farklılık göstermektedir. Türkiye'de bankacılık sistemi Türkiye Bankalar Birliği'ne göre; ticaret bankaları, kalkınma ve yatırım bankaları ana başlığı altında toplanırken, ticaret bankaları ise kamusal ile özel sermayeli ve yabancı bankalar gibi üç alt başlıkta ayrımına tabi tutulmaktadır. T.C Merkez Bankası sınıflandırması ise, özel yasalara göre kurulmuş bankalar, diğer milli bankalar¹⁵⁸ ve yabancı bankalar üç başlık altında yapılmaktadır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ise 5411 sayılı Bankacılık

¹⁵⁵ T.C.M.B.; **Finansal İstikrar Raporu**, Ankara, Haziran-2006, s.38

¹⁵⁶ RUDOLF Markus;"Banking Sysytems Financial Intermediation", <http://www.whu.edu/banking>. 11.01.2001, naklen TANRIÖVEN Cihan,**a.g.t.**, s.16

¹⁵⁷ TANRIÖVEN Cihan,**a.g.t.**, s.16-18

¹⁵⁸ Sınai kalkınma bankaları, sınai yatırım ve kalkınma bankaları, ticari bankalar ve yöresel bankalar kastedilmektedir.

Kanun'unda bankaları, mevduat, katılım ve kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere üçe ayırmıştır.

Mali sistem içinde yer alan ticari bankalar ile yatırım bankalarını fonksiyon ve aracılık hizmetleri açısından karşılaştırmak istendiğinde aşağıdaki tablo düzenlenebilmektedir.¹⁵⁹

Tablo 2.1: Ticari Banka ve Yatırım Bankalarının Karşılaştırılması

	Ticari Bankalar	Yatırım Bankaları
Fon Arz Edenler	Tasarruf Sahipleri	Kamusal Yatırımcı
İşlem Şekli	Kredi Kullandırma	Menkul Kıymetler
Fonksiyonu	Karar Verme ve Kontrol	Danışmanlık ve Analiz
Piyasa Riski	Banka üstlenir.	Piyasa ile birlikte üstlenilmektedir.

Kaynak: Cihan TANRIÖVEN,a.g.t., s.19

Ticari bankacılık (commercial banking), perakende bankacılık (retail banking), mevduat bankacılığı (deposit banking) ve şube bankacılığı (branch banking) şeklinde de adlandırılmaktadır. Şube bankacılığı geniş müşteri ve şube ağına sahip bankalardan oluşmaktadır. Bu tür bankalar geniş bir yelpazeye yayılmış ve küçük hacimli standart işlemleri olan vadeli, vadesiz mevduat toplama, çek tahsilâtı, akreditif, kısa vadeli kredi, tüketici kredisi, kredi kartı, kambiyo işlemleri yapan, havale, portföy yönetimi, menkul kıymet alım satımı ile uğraşan bankalardır.¹⁶⁰

Toptancı bankacılık (wholesale banking), uluslar arası finansal piyasalarda faaliyet gösteren ve belli merkezlerde örgütlenen bankalardır. Toptancı bankalar büyük tutarlı kredi taleplerini karşılamak üzere, diğer firmalardan ve uluslar arası para ve sermaye piyasalarından büyük tutarlı fon sağlayan çok geniş iş alanına sahip müşterileri ile yakın ilişki içinde olan hızlı

¹⁵⁹ RUDOLF Markus; " Banking Sysytems Financial Intermediation ", <http://www.whu.edu/banking>, 11.01.2001, naklen TANRIÖVEN Cihan,a.g.t., s.19

¹⁶⁰ ULUDAĞ İlhan ve Erişah ARICAN; a.g.e., s. 197

karar alıp uygulayabilen az sayıda şube ve uzmanla çalışan bankacılık olarak tanımlanmaktadır.¹⁶¹

2.1.3.2 Bankacılık Sisteminde Yer Alan Bankacılık Türleri

Banka sistemlerinde yer alan bankalar birbirlerine çok benzemekle beraber ülkelere göre isim ve örgütlenme açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Sistemde yer alan banka türleri, sistemin özelliği ve ülke ekonomileri ve sermaye piyasalarının gelişmiş olması ile faaliyet alanlarına göre değişebilmektedir.¹⁶² Türkiye’de faaliyette bulunan bankalar birçok kıstasa göre sınıflandırılabilir. Sermayelerine göre, faaliyetlerine göre, sermaye kökenlerine göre, amaçlarına göre ve işlevlerine göre bankalar yapılabilecek sınıflandırma kriterlerinden birkaçıdır. Sermayelerine göre bankalar kamu ve özel sermayeli bankalar olarak ayrılırken sermaye kökenlerine göre yerli ve yabancı sermayeli yada karma sermayeli bankalar olarak ayrılabilir. Amaçlarına göre yapılan sınıflandırmada ise bankalar yönelmek istedikleri müşteri portföyüne göre gruplandırılmaktadır.¹⁶³ Çalışmada bankacılık türleri; faaliyetlerine göre sınıflandırma esası temel alınıp, merkez bankası, ticari bankalar, kalkınma ve yatırım bankaları, ziraat ve halk bankaları ve katılım bankaları başlıkları altında incelenecektir. Çalışmanın amacı göz önünde bulundurulduğunda bankacılık türlerine detaylı olarak değinilmeyecektir.

2.1.3.2.1 Merkez Bankası

Merkez bankaları tüm bankacılık sistemlerinde banknot ihraç etme, parasal politikaları oluşturma ve uygulama görevlerinden sorumlu olan kurumdur.¹⁶⁴ Merkez bankasının mali sistemde, banknot ihraç etmek, reeskont işlemleri yapmak, mali konularda devlete danışmanlık yapmak, ticari bankaların para rezervlerini muhafaza etmek, son kredi merci görevi yapmak, bankaların takas, tasfiye ve fon transferleri işlemlerini yerine getirmek, açık

¹⁶¹ ULUDAĞ İlhan ve Erişah ARICAN; **a.g.e.**, s. 197 ve Mehmet TAKAN; **a.g.e.**, s.22

¹⁶² TANRIÖVEN Cihan; **a.g.t.**, s.21

¹⁶³ ŞAKAR Hakan; **Genel Bankacılık Bilgileri**, Strata Yayıncılık, Yayın No:4, İstanbul, Temmuz 2000, s.19-21

¹⁶⁴ ÖCAL Tezer; **a.g.e.**, s.29

piyasa işlemleri yapmak gibi görevleri bulunmaktadır. Türkiye’de merkez bankası 1930 yılında kurulmuş olup son yıllarda tam olmasa da yarı özerkliğe kavuşmuştur.¹⁶⁵

2.1.3.2.2 Ticari Bankalar

Ticari bankalar tüm ticari faaliyetlere katılan yani mevduat toplayan, kredi veren, yurt içi ve dışından fon sağlayan, gerçek ve tüzel kişi müşterilerine bütün bankacılık hizmetlerini veren bankadır.¹⁶⁶ Tüm bankacılık sistemlerinde kullanılan karşılaştırma ölçütleri olan aktif veya kredi büyüklüğü, şube sayısı gibi kriterler dikkate alındığında en büyük pay genellikle ticari bankaların olmaktadır. Bu pay Tablo2.1’de görülmektedir. Bankaların payı yaklaşık olarak tüm finans sektörü içinde %87’yi bulmaktadır. Ticari bankaların fon sağlama, fon kullanma, kaydi para yaratma ve hizmet fonksiyonları bulunmaktadır.

2.1.3.2.3 Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma ve yatırım bankacılığı özellikle gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz etmektedir. Yatırım bankacılığı, mevduat toplamayan ve kalkınma bankacılığı dışında kalan alanlarda faaliyet gösteren kurumlar olarak tanımlanmaktadır.¹⁶⁷ Yatırım bankacılığı aracılık yüklenimi (underwriting) ve hisse senedi ile tahvil ihracıyla ilgili faaliyetleri kapsamaktadır. Yatırım bankaları, firmaların orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kurulan ve sabit sermaye yatırımlarının finansmanı, işletme sermayesi kredisi, kısa vadeli borçların ödenmesi ve tesis bakım onarım finansmanına yönelik hizmetler veren bankacılık türüdür. Kalkınma bankaları yatırım bankacılığına benzemekle birlikte amaç olarak marjinal tasarruf ve yatırımları artırmaya yönelik politikaları benimsemiştir.¹⁶⁸

¹⁶⁵ TANRIÖVEN Cihan; **a.g.t.**, s.21 ve Mehmet GÜNAL;**a.g.e.**, s.19-24’den derlenerek hazırlanmıştır.

¹⁶⁶ ULUDAĞ İlhan ve Erişah ARICAN; **a.g.e.**, s. 197, Tezer ÖCAL; **a.g.e.**, s.33

¹⁶⁷ ULUDAĞ İlhan ve Erişah ARICAN; **a.g.e.**, s. 197

¹⁶⁸ ÖCAL Tezer; **a.g.e.**, s.38-39, Mehmet TAKAN;**a.g.e.**, s.77-78

2.1.3.2.4 Ziraat Bankaları

Ziraat bankaları, kamu erki tarafından özel kanunlarla kurulan ve zirai kesimin kaynak ihtiyaçlarını karşılamak, tarımsal faaliyetlerle ilgili teknik, ekonomik bilgi düzeyini geliştirmek, ülkenin tarımsal üretim potansiyelinin akılcı bir biçimde kullanılmasına yardımcı olmak ve zirai kesimde yaşayanların refah düzeyini iyileştirmek için kurulan bankacılık türüdür.¹⁶⁹

2.1.3.2.5 Halk Bankaları

Halk bankaları, küçük esnaf ve sanatkârlar ile küçük ve orta boy firmaların finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kurulmuş bankadır.¹⁷⁰ Türkiye’de Halk bankası 1938 yılında kurulmuş olup halen faaliyetlerine devam etmektedir.

2.1.3.2.6 Kooperatif Bankası

Kooperatifler finansal sorunlarını çözebilmek amacıyla, aralarında işbirliği ve güç birliğine yönelerek kendi finansal kurumlarını kurabilir. Kooperatif bankaları, ortaklarına işletme sermayesi ve iskonto kredisi vermek, ekonomik gelişmelere ilişkin bilgi verip, finansal konularda danışmanlık yapmak dışında, mevduat toplamak, tahvil çıkartmak vb. normal bankacılık işlemlerini de yerine getirmektedir. Kooperatif bankacılığı, kooperatif ve üst örgütlerine kredi veren; ancak, aynı zamanda kooperatif üst örgütleri tarafından kurulup işletilen, onlar tarafından sahip olunan bankadır.¹⁷¹

2.1.3.2.7 Özel Katılım Bankaları

Katılım bankaları, inançları dolayısıyla tasarruf kurumlarına yatırılmayıp yurt içinde ve dışında altın, döviz, bina, arsa şeklinde tutulan tasarrufların üretim sürecine katılması amacıyla kurulan kar/zarar ortaklığına göre çalışan bankacılık türüdür. Bu bankalar, mudaraba (iş ortaklığı), murabaha (üretim desteği sağlanması), muşaraka (iştirak), icara ve iktina (bir

¹⁶⁹ Mehmet TAKAN; **a.g.e.**, s.12

¹⁷⁰ ÖCAL Tezer; **a.g.e.**, s.37

¹⁷¹ KÜÇÜKKAPLAN İlhan; “Kooperatif Bankacılığı - Dünyadaki Uygulaması ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, **Yayınlanmamış Master Tezi**, Ankara, 2002, s. 46

gayrimenkul veya makinenin kiraya verilmesi) şeklinde fonlarını kullanılmaktadır.¹⁷²

2.1.3.3 Türkiye’de Bankacılık Sektörünün İncelenmesi

Türkiye’de bankacılık sektörü finans sektöründe %86,6 oranında önemli bir paya sahiptir. Türkiye’de bankacılık sektöründe bankaların sınıflandırılmasında öncelikle mevduat toplama yetkisi bakımından bir ayırım yapıldığı görülmektedir. Mevduat toplayan bankalar kamu, özel, yabancı sermayeli ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) devredilen bankalar olarak sınıflandırılmaktadır. Diğer taraftan mevduat toplamayan bankalarda; katılım hesabı açma yetkisi olan katılım bankası ile kalkınma ve yatırım bankaları olarak sınıflandırılmaktadır. Türk bankacılık sektörünün seçilmiş bazı yapısal göstergeleri 2002 yılları ile 2006 yılının Eylül ayları arasında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 2.2: Bankacılık Sektöründe Seçilmiş Yapısal Göstergeler

Bankacılığın Yapısal Göstergeleri						
Yıllar	2002	2003	2004	2005	Haz.06	Eyl.06
Banka Sayısı	59	55	53	51	51	51
Kamu Sermayeli Mevduat Bankaları	3	3	3	3	3	3
Özel Sermayeli Mevduat Bankaları	20	18	18	17	17	16
TMSF Devralan Bankalar	2	2	1	1	1	1
Yabancı Sermayeli Mevduat Bankaları	15	13	13	13	13	14
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	14	14	13	13	13	13
Katılım Bankaları	5	5	5	4	4	4
Mevduat Hesabı Sayısı (Bin Adet)	67.993	78.790	80.087	82.958	86.669	87.513
Katılma Hesabı Sayısı				1.202	1.287	1.348
Toplam Kredi Müşteri Sayısı (Bin Adet)	15.784	18.707	25.168	28.863	28.756	29.604
Kredi Kartı Müşteri Sayısı (Bin Adet)	11.752	13.518	22.634	24.771	25.296	24.718
Şube Sayısı	6.203	6.078	6.219	6.276	6.679	6.704
Personel Sayısı	124.009	124.030	127.944	132.973	139.355	141.579
ATM Sayısı	12.035	12.726	13.556	14.529	15.211	15.703
Pos Sayısı (Bin Adet)		662	912	1.141	1.240	1.289

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2006, s.27

Eylül 2006 itibarıyla bankacılık sektöründe 3 kamu, 16 özel, 14 yabancı sermayeli mevduat bankası ile 13 kalkınma ve yatırım bankası vardır. 1 banka da TMSF’nin yönetimindedir. Sistemde mevduat bankacılığı dışında cari hesap ve kar-zarar ortaklığı hesapları yoluyla fon toplayan 4 adet

¹⁷² TANRIÖVEN Cihan; a.g.t., s.24

de katılım bankası bulunmaktadır. Söz konusu dönemde şube sayısı 6.704; personel sayısı 141.579 olmuştur. Öte yandan, Eylül 2006'da ATM sayısı 15.703'e, POS sayısı 1.289 bin adete ulaşmıştır. Mevduat hesabı ve kredi müşteri sayıları ile şube, personel ve ATM sayısında yıllar itibarıyla artış eğilimi devam etmektedir. Eylül 2006'da mevduat hesabı sayısı 87.513 bine, kredi müşterisi sayısı 29.604 bine ulaşmıştır. Ayrıca katılma hesabı sayısı, Eylül 2006 itibarıyla 1.348 bin olmuştur.¹⁷³

Tablo 2.3: Banka Grupları İtibarıyla Seçilmiş Bazı Yapısal Göstergeler

Banka Grupları İtibarıyla Yapısal Göstergeler					
Eylül 2006 (Kişi, Adet)	Kamu	Özel	TMSF	Yabancı	Kalkınma Yatırım
Yurtiçi Şube	2.227	3.736	1	728	31
Yurtdışı Şube	15	21		4	1
Yurtiçi Personel	39.341	76.531	342	19.671	5.197
Yurtdışı Personel	168	285		44	4
ATM	4.573	9.582		1.548	
Mevduat Hesabı Sayısı (Bin Adet)	46.272	38.731	101	2.408	
Toplam Kredi Müşteri Sayısı (Bin Adet)	5.146	18.565		5.880	13
Kredi Kartı Müşteri Sayısı (Bin Adet)	1.950	17.710		5.058	

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2006, s.27

Banka grupları ile ilgili detaylar incelendiğinde personel, yurt içi şube sayısı, ATM, kredi müşterisi ve kredi kartları sayısı açısından özel sermayeli mevduat bankaların göreceli üstünlüğü görülmektedir. Diğer taraftan mevduat hesabı sayısında ise kamu mevduat bankalarının üstünlüğü göze çarpmaktadır. Bu üstünlüğün temelinde kamu kurumlarının hesaplarını kamu mevduat bankalarında takip etmelerinin yattığı belirtilebilir. Eğer etken sebep bu değilse o zaman yatırımcının kamu bankalarını özel mevduat bankalarına göre daha güvenilir bulduğu tespiti yapılabilir. Bu iki etkininde bu farkı yaratması en doğal sonuç olarak görülmektedir.

Türk bankacılık sisteminin aktif büyüklüğü ve sermaye yapısı açısından incelenmesi tabloda verilmektedir. Bu tablo bankacılık sisteminde etkin olan bankaların belirlenmesi açısından önem kazanmaktadır.

¹⁷³ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Finansal Piyasalar Raporu**, Eylül 2006, s.27

Tablo 2.4: Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yapısının Analizi

Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yapısının Analizi						
Banka Adı	Toplam Aktifler İçindeki Pay (%)	Hissedarların Kamu, Özel ve Yabancı Dağılımı (%)				
		Kamu Payı (%)	Özel Payı (%)	Yabancı Payı (%)		
				Oransal Pay	Borsa Payı	Toplam Pay
ABN AMRO Bank N.V.	0,2	0	0	100	0	100
Adabank A.Ş.	0	100	0	0	0	0
Akbank T.A.Ş.	11,9	0	56,9	20	23,2	43,2
Alternatif Bank A.Ş.	0,4	0	99,9	0	0,1	0,1
Anadolubank A.Ş.	0,6	0	100	0	0	0
Arap Türk Bankası A.Ş.	0,1	15	20	65	0	65
Banca di Roma S.P.A.	0	0	0	100	0	100
BankEuropa Bankası A.Ş.	0,2	0	0	100	0	100
Bank Mellat	0	0	0	100	0	100
BankPozitif Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş.	0,1	0	42,5	57,6	0	57,6
Birleşik Fon Bankası A.Ş.	0,2	100	0	0	0	0
Calyon Bank Türk A.Ş.	0,1	0	0	100	0	100
Citibank A.Ş.	0,7	0	0	100	0	100
Çalık Yatırım Bankası A.Ş.	0	0	100	0	0	0
Denizbank A.Ş.	2,2	0	1,3	97,7	1	98,7
Deutsche Bank A.Ş.	0,5	0	0	100	0	100
Diler Yatırım Bankası A.Ş.	0	0	100	0	0	0
Finans Bank A.Ş.	3,5	0	9,7	49,2	40,7	89,9
Fortis Bank A.Ş.	1,7	0	3	93,3	3,7	97
GSD Yatırım Bankası A.Ş.	0	0	100	0	0	0
Habib Bank Limited	0	0	0	100	0	100
HSBC Bank A.Ş.	2	0	0	100	0	100
İller Bankası	0,9	100	0	0	0	0
JPMorgan Chase Bank N.A.	0	0	0	100	0	100
Koçbank A.Ş.	4,2	0	50,1	49,9	0	49,9
MNG Bank A.Ş.	0,1	0	100	0	0	0
Nurol Yatırım Bankası A.Ş.	0	0	100	0	0	0
Oyak Bank A.Ş.	2,3	0	100	0	0	0
Société Générale (SA)	0,1	0	0	100	0	100
Şekerbank T.A.Ş.	0,7	0	86,9	0	13,1	13,1
Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	14,6	100	0	0	0	0
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	1,6	0	45,8	42,2	12	54,2
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	10	0	31,3	25,5	43,2	68,7
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	7,1	100	0	0	0	0
Türkiye İş Bankası A.Ş.	14,8	0	78	0	22	22
Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.	0,2	99,1	0,9	0	0	0
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	0,8	5,3	65,9	0	28,8	28,8
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	7,4	58,5	18,7	0	22,9	22,9
Taib Yatırım Bank A.Ş.	0	0	1,3	98,7	0	98,7
Takasbank İMKB	0,1	0	90,1	9,9	0	9,9
Tat Yatırım Bankası A.Ş.	0	0	0	100	0	100
Tekfenbank A.Ş.	0,2	0	100	0	0	0
Tekstil Bankası A.Ş.	0,5	0	87,6	0	12,4	12,4
Turkish Bank A.Ş.	0,1	0	94,2	5,8	0	5,8
Türk Eximbank	0,9	100	0	0	0	0
WestLB AG	0,1	0	0	100	0	100
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	5,9	0	50,2	33,7	16,2	49,8
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	0,5	0	22,4	77,6	0	77,6
Asya Katılım Bankası A.Ş.	0,8	0	83,3	0	16,7	16,7
Kuveyt Türk Evkaf Finans Kurumu A.Ş.	0,6	0	19,8	80,2	0	80,2
Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş.	0,8	0	100	0	0	0
Toplam	100	28,3	36,3	20,2	15,2	36,5

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2006, s.28 -29

Türk bankacılık sektörü içerisinde Eylül 2006 verileri baz alınarak aktif büyüklüğüne göre bir sıralama yapılacak olursa T. İş Bankası A.Ş. %14,8'lik payla sektörde başı çekmektedir. Sektörde ikinciliği ise %14,6'lık bir payla T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ve hemen ardından özel sermayeli mevduat bankası olan Akbank T.A.Ş. %11,9'luk bir paya sahiptir. Türk bankacılık sisteminde başta gelen ilk üç banka sektörün %41,3'ünü elinde tutmaktadır. Yoğunlaşma olarak da adlandırılan bu durum sektörün neredeyse yarısının üç banka tarafından paylaşıldığını göstermektedir. Bu üç bankayı T. Vakıflar Bankası, T. Halk Bankası ve Yapı Kredi Bankası A.Ş. takip etmektedir.

Türk bankacılık sisteminde yer alan bankaların sermaye yapılarının 2006 Eylül ayı sonu itibarıyla incelenmesi sonucunda kamu bankalarının payı %28,3, özel sermayeli bankaların payı ise %36,3 ve yabancı bankaların payı ise %36,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.4 TİCARİ BANKACILIK

Bankacılık türlerinde kısaca değinilen ticari bankacılık kavramı bu başlık altında tezin amacının ticari bankaların değerinin tespit edilmesi olduğu için değer tespitine yönelik daha detaylı incelenmektedir.

Ticari bankacılık, tüm ticari faaliyetlerin yapıldığı bankaları kapsamı altına almaktadır. Bu bankalar; mevduat toplama, kredi verme, yurt içi ve dışından fon sağlama ve müşterilerine geniş bir hizmet karmasında bankacılık hizmeti vermek görevlerini yerine getirmektedir.¹⁷⁴

Ticari bankacılık verdiği hizmetler gelişen teknoloji ile birlikte son derece hızlı gelişmektedir. Verilen hizmet portföyüne her geçen gün yeni enstrümanlar eklenmekte ve rekabetin daha da artmasına sebep olmaktadır. Bu gelişmelere ve finansal krizlere dayanabilen ticari bankalar ayakta kalmayı başarmaktadır. Tüm bu gelişmelerle birlikte Türkiye'de faaliyet gösteren ticari bankalar için yabancı payı da gittikçe artmaktadır.

¹⁷⁴ TAKAN Mehmet; a.g.e., s.56

2.1.4.1 Ticari Bankaların Amacı, Önemi ve Fonksiyonları

Ticari bankalar üstlendikleri fonksiyonlar gereği bir ülke ekonomisinde önemli bir yere sahiptir. Bu bankaların amaçları, ülke ekonomisi için önemi ve fonksiyonlarına aşağıdaki başlıklarda yer verilmektedir.

2.1.4.1.1 Ticari Bankaların Amacı

Diğer ticari işletmeler gibi ticari bankaların temel amacı; bankanın değerini maksimum kılmaktır. Kar kavramı bankalar içinde tam olarak amaç fonksiyonunu oluşturmamaktadır. Kar yerine, riski ve paranın zaman değerini dikkate alan değer kavramı amacı oluşturmaktadır.

Amacın; değeri maksimum yapmak yada hissedarları açısından bankanın bugünkü değerini maksimum yapmak veya bankanın özsermayesinin bugünkü değerinin yapmak olarak belirlenmesi arasında herhangi bir fark yoktur. Amacın bankanın değerinin maksimum kılınması olarak belirlenmesi durumunda bankanın olması gereken değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bankaların değerinin tespit edilmesi diğer ticari işletmelerden farklıdır. Bu tezin amacı ise bankaların değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden özsermayeye serbest nakit akımları yönteminin kullanılarak tespit edilmesini açıklamaktır.

2.1.4.1.2 Ticari Bankaların Önemi

Ticari bankaların topladıkları vadesiz veya kısa vadeli mevduat miktarı, o ülke para stoku içinde önemli bir yer tutmaktadır. Sağladıkları kaydı para sonucu ekonomik yaşamın bir parçası olan ticari bankalar, topladıkları fonlar ticari ve sanayi işletmelerinin kısa vadeli kredi ihtiyacını karşılamak için kullandıkları takdirde¹⁷⁵ reel ekonomiye büyük katkıda bulunmaktadır.

Ticari bankalar para politikasının etkinliğini artırır. Bir ülkede etkili bir para politikasının izlenebilmesi için gelişmiş bir bankacılık sisteminin varlığı gerekmektedir. Merkez bankalarının para politikasına ilişkin olarak kullandıkları tüm araçlar (avans, reeskont, açık piyasa işlemleri, karşılık

¹⁷⁵ TAKAN Mehmet; a.g.e., s.60

oranları, selektif kredi kontrolü ve kredi tavanları) gelişmiş bir ticari bankacılık sisteminin varlığı ile ekonomi üzerinde etkili olabilmektedir.¹⁷⁶

Ticari bankalar izledikleri kredilendirme politikasıyla ekonomide gelir ve servet dağılımını etkileyebilmektedir. Örneğin tüketici kredileri ve kredi kartları uygulamalarıyla banka kredilerinden ticaretle uğraşmayan kesimlerde faydalanarak gelir ve servet dağılımı etkilenmektedir. Diğer taraftan ticari bankalar çeşitli ödeme ve kredilendirme (akreditif) yöntemleriyle de uluslararası ticaretin artmasına katkıda bulunmaktadır.¹⁷⁷

Bankalar fonların tasarruf sahiplerinden fon gereksinimi olanlara transferlerini sağlarken ekonomiye diğer bazı ek katkılarda da bulunmaktadır. Bunlar; yastık altına saklama eğiliminin azaltılması, riski azaltıcı ve dağıtma etkisi, vadeleri ayarlama etkisi, miktar ayarlama etkisi, fon maliyetlerini azaltma etkisi, yatırımların kalitesini ve miktarını artırma etkisi olarak sıralanabilmektedir.¹⁷⁸

Ekonomide bu kadar önemli bir yere sahip olan bankaların firma olarak ayrı ayrı başlarına gelebilecek olan herhangi bir sıkıntı tüm ekonomide dalgalanmalar yaratacaktır. Bu yüzden bankaların firma olarak incelenmesi sırasında bu unsurların dikkate alınması gerekmektedir.

2.1.4.1.3 Ticari Bankaların Fonksiyonları

Ticari bankalar her ülkenin bankacılık sisteminde farklı biçimlerde örgütlenmelerine karşılık üstlendikleri fonksiyonlar birbirine benzemektedir. Ticari bankaların fonksiyonları ise fon sağlama, fon kullanma, kaydi para yaratma ve hizmet fonksiyonudur.

2.1.4.1.3.1 Fon Sağlama Fonksiyonu

Ticari bankacılık sisteminde fonlar temelde iki kaynaktan sağlanmaktadır. Bankaların kendi bünyelerinden sağladıkları fonlar özkaynaklarını diğer taraftan üçüncü şahıslardan veya kurumlardan

¹⁷⁶ TAKAN Mehmet; **a.g.e.**, s.61

¹⁷⁷ TAKAN Mehmet; **a.g.e.**, s.61

¹⁷⁸ PARASIZ İlker; **a.g.e.**, s.54-55

sağladıkları fonlar ise yabancı kaynaklarını oluşturmaktadır. Ticari bankaların fonlarının önemli bir kısmını yabancı kaynaklardan sağladığı görülmektedir. Çalışmanın ilerleyen kısmında bu konunun detaylarına değinilmektedir.

2.1.4.1.3.2 Fon Kullanma Fonksiyonu

Ticari bankalar toplamış oldukları kaynakları ihtiyaç sahiplerine kredi vererek veya menkul kıymetlere yatırarak değerlendirmektedir. Toplanan kaynakların bir maliyeti olduğu gibi kullandırılan fonlardan bir gelir elde edilmektedir. Bu fonksiyon aynı zamanda bankaların aracılık işlevlerini yerine getirdikleri bir fonksiyondur.

2.1.4.1.3.3 Kaydi Para Yaratma Fonksiyonu

Ticari bankaların banka sistemi içerisinde en önemli faaliyetlerinden birisi de kaydi para yaratma fonksiyonudur. Kaydi para; bankaya yatırılan mevduatın kanuni karşılık miktarı düşüldükten sonra tekrar kredi olarak verilmesidir.¹⁷⁹

2.1.4.1.3.4 Hizmet Fonksiyonu

Ticari bankaların fon toplama ve bu fonları dağıtma yanında müşterilerine bazı hizmetleri de sunmaktadır. Gelişen teknolojik imkânlar ve bankalar arasında artan rekabet koşulları hizmet boyutunu geliştirmiş ve bunları karşılamak için bankalarda yeni yapılanmalar meydana gelmiştir. Hizmetleri geleneksel hizmetler ve yeni tür hizmetler olarak ayırmak mümkündür.

Kasa hizmeti sunulması, ticari senetlerin iskonto veya tahsil edilmesi, çek ve akreditif işlemleri yapmak, havale işlemleri, kambiyo işlemleri, müşteriler adına menkul kıymet satın alınması, teminat mektubu verilmesi, vergi ile primlerin yatırılması ve fatura işlemlerini yapılması geleneksel hizmetler içinde yer almaktadır. Bu hizmetlerle birlikte internet üzerinden müşterilere sanal bankacılık hizmetlerinin verilmesi yeni tür hizmetlerin başında gelmektedir. Verilen bu hizmet tipi ile müşteri banka şubesine

¹⁷⁹ TAKAN Mehmet; a.g.e., s.62-63

gelmeden işlemlerini bilgisayarından internet aracılığıyla yapabilmektedir. Geliştirilen bu yöntemler ile bankaların operasyon maliyetleri önemli derecede düşmektedir. Fakat bu tip hizmetleri verebilmek ise önemli tutarda sabit yatırımları gerektirmektedir.

2.1.4.2 Ticari Bankaların Piyasalarda Üstlendiği Roller

Ticari bankalar para ve sermaye piyasalarında küçük tasarrufların sermayeye dönüştürülmesinde ve ülkede ticari hayatın ve sanayinin gelişmesinde önemli roller üstlenmektedir. Türkiye’de finans sektörü içerisinde ticari bankaların payı %80’leri bulmaktadır.

Ticari bankalar para piyasalarında fonların toplanması ve bu fonların ihtiyacı olanlara sunulmasında yaratmış olduğu imkânlar ile önemi artmaktadır. Ticari bankaların aracılık fonksiyonlarını ne kadar etkin yerine getirmesi ile para piyasalarında etkinliği o kadar artacaktır. Türkiye’de ticari bankaların para piyasalarının önemli bir kısmına hâkim olduğu görülmektedir. Reel ekonominin gelişmesinde önemli bir payı olan krediler ise yine ticari bankacılığın faaliyet alanına girmektedir. Aracılık fonksiyonun gelişmesi diğer bir ifade ile toplanan mevduatın büyük bir kısmının kredi olarak dağıtılması ise reel ekonominin ihtiyaç duyacağı fonların temini açısından önemlidir. Bankaların kısa süreli fon arzı ile talebinin karşılaştığı para piyasalarında önemli ve etkin bir rol oynadığı bilinmektedir.¹⁸⁰

Ticari bankalar uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasalarında aracı kurum olarak yer almaktadır. Ticari bankaların sahip olduğu güvenilirlik imajı, fon imkânlarının fazla olması ve uzman personeli nedenleriyle sermaye piyasalarında da para piyasalarındaki gibi önemli bir aktördür. Bankalar, halka arzda aracılık etmek, yatırım amacıyla alım ve satım yapmak, yatırım fonlarının yönetmek ve yatırım danışmanlığı yapmak suretiyle sermaye piyasalarında faaliyet göstermektedir. Ticari bankaların hisse senetleri aynı zamanda ikinci el borsalarda da (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası – İMKB) işlem görmektedir. İMKB’de işlem hacmi ve

¹⁸⁰ TAKAN Mehmet; a.g.e., s.65-68

piyasa değeri açısından ticari bankaların payı yüksektir. Bu çalışmanın konusunu oluşturan bankaların değerinin bulunması, bankaları diğer firmalardan ayırt eden unsurlar açısından önemlidir.

2.1.4.3 Ticari Bankaların Fon Kaynak ve Kullanımları

Ticari bankalarda fon kaynak ve kullanımları aktif-pasif yönetimi olarak da anılmaktadır. Ticari bankalarda aktif-pasif yönetimiyle esas olarak, bankaların fon kaynak ve kullanımlarından bahsedilmektedir. Aktif-pasif yönetimi bankalarda, istikrarlı net faiz marjını sağlamak, değeri maksimumlaştırmak, yeterli likiditeyi sürdürmek, faiz oranını ve vade riskini kontrol etmek için kullanılmaktadır.

Ticari bankaların fon kaynak ve kullanımları çalışmanın konusu açısından kısaca incelenecek olup detaylarına ayrı bir tez konusunu oluşturduğu için değinilmeyecektir.

2.1.4.3.1 Ticari Bankaların Fon Kaynakları

Bankaların ihtiyaç duyacağı fonları öncelikle özkaynaklar ve yabancı kaynaklar olarak ayırmak mümkündür. Bankaların temelde fon kaynaklarını sermaye, dağıtılmamış karlar, karşılıklar ve mevduatlar oluşturmaktadır. Çalışmada bankaların fon kaynakları genel olarak özkaynak niteliğindeki fonlar, yabancı kaynak niteliğindeki fonlar ve diğer fonlar başlıkları altında incelenecektir.

2.1.4.3.1.1 Özkaynak Niteliğindeki Fonlar

Bankalar için özkaynak niteliğindeki fonları sermaye, yedekler ve dağıtılmayan karlar oluşturmaktadır. Bankaların en önemli fon kaynaklarından birisi özkaynaklardır. Özkaynak kalemi ortakların kuruluş aşamasında yada daha sonra sermaye artırımını çerçevesinde bankaya koydukları fonlar olan sermaye, dağıtılmayan karlar ve yedeklerden oluşmaktadır. Özkaynaklar, bankaların aktifinde yer alan değerlerin ne kadarının kendi kaynakları ile sağlanmış olduğunu göstermektedir. Sermaye bankalar için temel ve en önemli fon kaynağı olmakla birlikte, mevduat sahipleri ve banka ile ilişkisi bulunan üçüncü kişi ve kuruluşlar için (örneğin

sendikasyon kredisi verenler, düzenleme ve denetleme otoriteleri vb.) güven unsuru da oluşturmaktadır.¹⁸¹

Özkaynak niteliğindeki fonlardan bir başkası da yedek akçelerdir. Yedekler bankaların mali yapısını güçlendirmek, firmanın sürekliliğini ve gelişmesini, borç verenlerle hisse senedi sahiplerinin haklarının korunmasını sağlamak ve faaliyetlerden dolayı oluşabilecek özkaynak azalışlarını karşılayabilmek için dönem net karından ayrılan kaynaklardır.¹⁸²

Bankalarda özkaynakların bir unsuru olan dağıtılmayan karlar bankanın geçmiş yıllarından devreden karları ile cari yıldaki kardan bankada alıkonan karlardan oluşmaktadır.¹⁸³ Dağıtılmayan karlar bankanın izlediği temettü politikası ile yakından ilgilidir.

2.1.4.3.1.2 Yabancı Kaynak Niteliğindeki Fonlar

Bankalarda da diğer işletmelerde olduğu gibi kaynak ihtiyacı özkaynaklar dışında yabancı kaynakları kullanarak karşılanmaktadır. Bankalarda kullanılan yabancı kaynakların başında faaliyet konusunun temelini de oluşturan mevduatlar gelmektedir. Mevduat dışında ulusal ve uluslar arası piyasalardan alınan sendikasyon veya menkul kıymet ihracı ile sağlanan kredilerde yabancı kaynakları oluşturmaktadır.

Bankaların, tasarruf ve sermaye sahiplerinden istenildiği zaman yada belli bir vade sonunda geri vermek üzere topladıkları paralara mevduat denilmektedir.¹⁸⁴ Mevduatlar bankalar için borçlanmadır. Diğer bir ifade ile para yatırım kişi yada kuruluşların bankaya vermiş oldukları kredilerdir. Bankalar için mevduatlar önemli bir kaynak olup hacim ve çeşitlilik açısından farklılık arz edebilmektedir. Bu kaynak türünün tamamı ise kredi verilebilecek kaynak değildir. Çünkü mevduat üzerinden munzam ve disponibilibite karşılığı ayrılması gerekmektedir.¹⁸⁵ Mevduatın kompozisyonu bankalar içinde farklılık

¹⁸¹ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.25

¹⁸² PARASIZ İlker, **a.g.e.**, s.190

¹⁸³ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.26

¹⁸⁴ ÜNAY Vecdi, **Bankalarca İç Ticaretin ve Sanayinin Finanse Edilmesi Usulleri**, 1985, İstanbul; Naklen Cihan TANRIÖVEN, **a.g.t.**, s.27

¹⁸⁵ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.27

göstermektedir. Bu farklılık bankaların değerinin tespitinde önemli rol oynamaktadır.

Bankalar için diğer bir fon kaynağı ise döviz tevdiat hesaplarıdır. Bu hesaplar Türkiye’de yerleşik gerçek ve tüzel kişiler adına hiçbir kısıtlama olmaksızın vadeli yada vadesiz olarak açılabilmektedir.¹⁸⁶ Açılan bu tip hesaplar sayesinde hem mudiler hem de bankalar fayda sağlamaktadır. Mudiler enflasyondan korunup faiz geliri sağlarken bankalar bu hesaplar sayesinde kredi kullanabilmekte, ithalat bedellerini ödeyebilmekte¹⁸⁷ ve açık pozisyonlarını dengeleyebilmektedir.

Bankalar ulusal ve uluslar arası piyasalar olarak bilinen Euro piyasalardan da fon temin edebilmektedir. Bankalar doğrudan veya dolaylı olarak kendileri için önemli bir fon kaynağı olan Euro Mevduat (Bankalar arası piyasadan) toplayabilmektedir. Ayrıca bankalar bu piyasalardan sendikasyon kredisi ya da hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymet ihracı yoluyla da fon toplayabilmektedir.¹⁸⁸ Türkiye’de bankalar için diğer önemli bir kaynak ise Merkez Bankası kredileridir. Bankaların Merkez Bankasından borçlanma yoluyla kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak için fon temin etmeleri reeskont¹⁸⁹ ve avans¹⁹⁰ işlemlerine dayanmaktadır. Reeskont işlemleri ile bankalar portföylerindeki iskonto senetlerini nakde çevirmek suretiyle kasa mevcutlarını yani likiditelerini artırabilmektedir.¹⁹¹ Bankaların iskonto tutarları yani iskonto faizi ile Merkez bankasının iskonto yani reeskont faizi arasındaki fark bu işlemde bankanın karını oluşturmaktadır.¹⁹²

Bankaların fon kaynaklarından diğeri ise para ve sermaye piyasalarına ihraç ettikleri menkul kıymetlerden sağladıkları fonlardır. Bankaların alacaklarını ve duran varlıklarını karşılık göstererek ihraç ettikleri menkul

¹⁸⁶ PARASIZ İker, **a.g.e.**, s.194

¹⁸⁷ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.27

¹⁸⁸ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.28

¹⁸⁹ Bankaların iskonto ettikleri senetleri Merkez Bankasına tekrar iskonto ettirmelerine reeskont işlemi denmektedir.

¹⁹⁰ Bankaların sahip oldukları altın ve tahvilleri Merkez Bankasına rehin vermek suretiyle fon temin etmeleri işlemine avans denmektedir.

¹⁹¹ ARTUN Tuncay, **İşlevi, Gelişimi, Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye’de Bankacılık**, 1980, İstanbul, s.79

¹⁹² TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.28

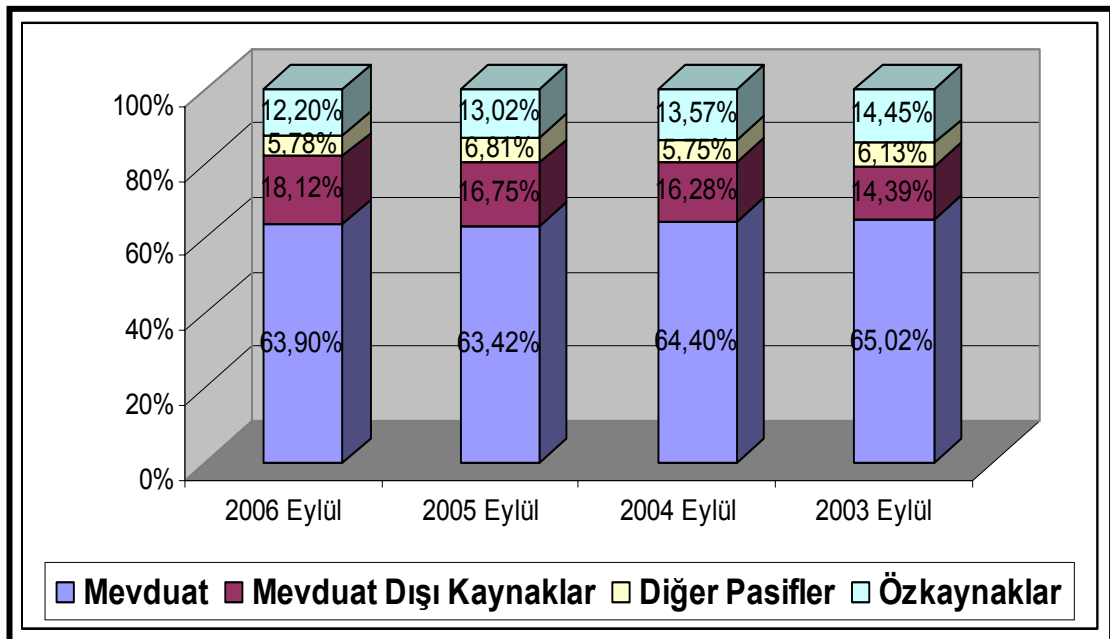
kıymetler Varlığı Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) olarak adlandırılmaktadır. VDMK'a temel olacak alacak türleri; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar ve senede bağlı diğer alacaklardır.¹⁹³ Bankalar diğer taraftan sermaye piyasası kurulunun izin verdiği araçları ihraç ederek de fon sağlayabilirler. Bankalar, hisse senedi, oydan yoksun hisse senedi, tahvil, finansman bonusu gibi menkul kıymetleri ihraç ederek fon sağlamaktadır. Bankaların hisse senedi ihraç etmesi üzerine sağlayacağı kaynak türü yabancı kaynak değil özkaynak niteliğindeki fondur.

Bankaların diğer bir fon kaynağı ise vermiş oldukları hizmetin karşılığında elde etmiş oldukları ücret ya da komisyon gelirleridir. Yine bankalar hesapların vade farklılığının yönetiminden ve faiz hesaplamalarının farklılığından da fon sağlamaktadır.¹⁹⁴

2.1.4.3.1.3 Türkiye’de Bankaların Fon Kaynaklarının İncelenmesi

Türk bankacılık sisteminin toplulaştırılmış verilerinden hareket edilerek pasif yapısının incelenmesi aşağıdaki grafikte verilmektedir.

Grafik 2.2: Türk Bankacılık Sisteminin Pasif Yapısı

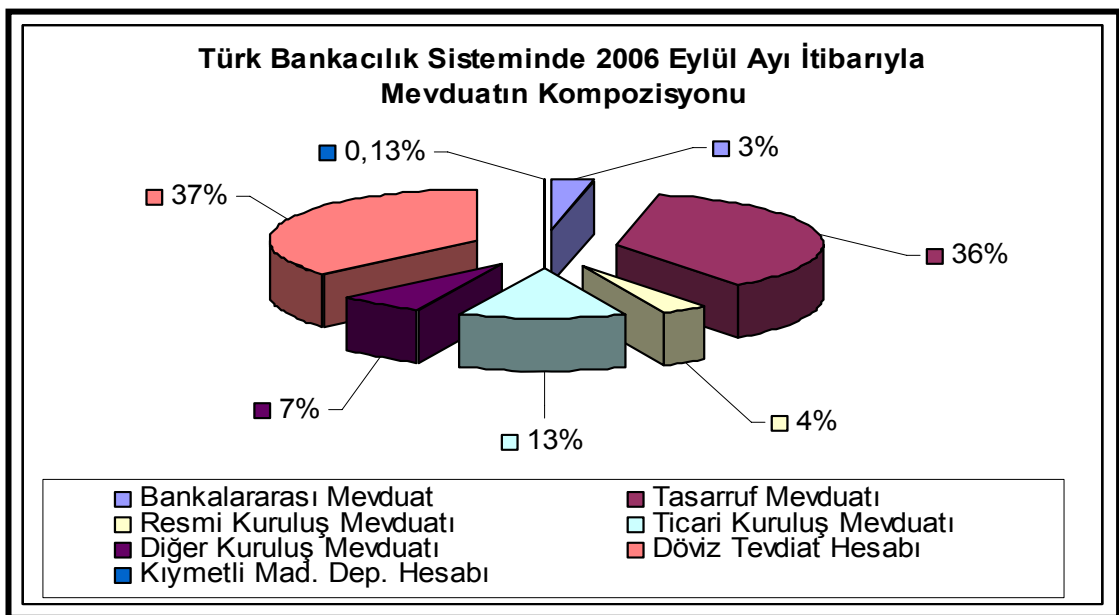


¹⁹³ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.28-29

¹⁹⁴ PARASIZ İlker, **a.g.e.**, s.195-196

Türk bankacılık sistemine ait son veri Eylül 2006 yılına ait olduğu için karşılaştırma bir yıllık dönemlerde 4 yıl için eylül ayı itibarıyla yapılmıştır. Bankacılık sisteminde pasif önemli bir oranda toplanan mevduatlarla oluşturulmuştur. Toplanan mevduat 2003 Eylül ayında pasifin %65,02'sini oluştururken 2006 Eylül ayı itibarıyla %63,9 olarak gerçekleşmiştir. 2006 Eylül ayı itibarıyla mevduatı oluşturan unsurların dağılımı ise aşağıdaki grafikte verilmektedir.¹⁹⁵

Grafik 2.3: Türk Bankacılık Sisteminde Mevduatın Dağılımı



Türk bankacılık sisteminde son döneme ait veriler dikkate alındığında mevduatın önemli bir kısmının tasarruf mevduatı ile döviz tevdiat hesaplarından oluştuğu görülmektedir. Bankalar mevduatının %36,64'ünü tasarruf mevduatı oluştururken %36,6'sını ise döviz tevdiat hesaplarından toplanmaktadır. Ticari kuruluşların bankalara yatırmış oldukları mevduat tutarı ise toplam bankacılık sistemi içerisinde toplanan mevduatın %13,05'ini oluşturmaktadır. Tez çalışmasında da bankalar için mevduatın dağılımında yukarıdaki dağılıma bağlı kalınmıştır. Bankaların her biri için bu dağılım farklılık göstermektedir. Pasif yönetiminin önemli bir kısmını oluşturan mevduatın yönetimi bankalar için firma değerlemesinde kullanılabilecek önemli değer sürücülerinin de başında gelmektedir.

¹⁹⁵ Grafik hazırlanırken Türkiye Bankalar Birliği verileri dikkate alınmıştır.

Yıllar itibarıyla incelendiğinde bankaların pasif yapısında mevduattan sonra önemli bir kaynağında mevduat dışı kaynaklar olduğu dikkati çekmektedir. Mevduat dışı kaynaklar pasifin 2003 Eylül ayında %14,39'unu oluştururken 2006 Eylül ayında bu oran %18,12'ye kadar çıkmaktadır. 2006 Eylül ayı itibarıyla mevduat dışı kaynakları oluşturan unsurların dağılımı ise aşağıdaki grafikte verilmektedir.

Grafik 2.4: Türk Bankacılık Sisteminde Mevduat Dışı Kaynakların Dağılımı



Mevduat dışı kaynakların dağılımına bakıldığında en önemli kaynağın alınan kredilerin oluşturduğu görülmektedir. Alınan krediler, Türk bankacılık sisteminde pasif yapısında ($69\% \times 18\% =$) %12'lik bir paya sahiptir. Mevduat dışı kaynakların kendi arasındaki dağılımda ise alınan kredilerin payı %69'u bulmaktadır. Alınan krediler içinde ise önemli bir payı ise yurt dışından yabancı para olarak alınan sendikasyon kredileri oluşturmaktadır. Para piyasalarından sağlanan fonlar ise mevduat dışı kaynakların içinde %26'lık bir paya sahiptir. Yıllar itibarıyla gelişim izlendiğinde son döneme ait benzer bir durumla karşılaşılmaktadır.

Türk bankacılık sisteminde pasifi oluşturan önemli bir diğer unsurda özkaynaklardır. Yıllar itibarıyla özkaynakların pasif içerisindeki gelişimi incelendiğinde; 2003 Eylül ayında pay %14,45 iken bu pay 2006 Eylül ayında

%12,2'ye kadar gerilemiştir. Özkaynaklar bankaların sermaye yeterliliği hesabında önemli bir yer tutmaktadır. Özkaynak yeterliliği bankalar için riskli durumların bertaraf edilmesi açısından önem arz etmektedir.

2.1.4.3.2 Bankaların Fon Kullanımları

Bankalar çeşitli kaynaklardan elde etmiş oldukları fonları ana faaliyet konusu olan aracılık fonksiyonu olarak kredi şeklinde kullanabileceği gibi diğer çeşitli ticari faaliyetler çerçevesinde de kullanılmaktadır. Her ticari işletme gibi bankaların da amacı yapmış olduğu işlemlerden dolayı kar elde etmek ve bunun sonucunda da değerini artırmaktır. Bu nedenledir ki bankalar elde ettikleri fonları kendilerine olan maliyetlerinden daha fazla getiri sağlayacak olan alanlarda kullanmayı tercih edeceklerdir. Bankalar fonlarını kredi olarak dağıtabileceği gibi menkul kıymet ve iştiraklere de yatırım yapabileceklerdir. Bankaların temel fon kullanımları aşağıda kısaca incelenmektedir.

2.1.4.3.2.1 Krediler

Bankalar, ana faaliyet konuları gereği toplamış oldukları fonları, ihtiyacı olan müşterilerine belirli bir faiz karşılığında kredi olarak vermektedir. Kredi belli bir süre sonra ödenmek vaadiyle, mal, hizmet ve para cinsinden satın alma gücü sağlanması yada var olan satın alma gücünün belli bir zaman sonra geri almak üzere başka bir kimse veya kuruluşa devredilmesi olarak tanımlanmaktadır. Bankacılık açısından ise bir bankanın yapacağı istihbarat sonucunda gerçek yada tüzel kişilere, yasaların, iç kuralların ve kendi kaynakları da göz önünde tutarak teminat karşılığı yada teminatsız olarak para, teminat veya kefalet vermek şeklinde tanıdığı olanak yada sınırdır.¹⁹⁶ Krediler diğer varlıklardan vadesine kadar nakde dönüşmeyeceği için daha az likittir.¹⁹⁷ Bankaların kullandıkları krediler verilmiş amacı ve vadelerine göre, kullanılan sektör ve alanlara göre çeşitli başlıklar altında sınıflandırılmaktadır. Türk bankacılık sektörünün kullandığı kredilerin detayları ilerleyen başlıkta incelenmektedir.

¹⁹⁶ PARASIZ İler, a.g.e., s.199

¹⁹⁷ MISKIN Frederich S.,a.g.e., s.231

2.1.4.3.2.2 Menkul Kıymet Alımları

Bankalar kredi kullandırmanın dışında fonlarını yatırım fonu oluşturmak ve menkul kıymet yatırımları yapmak suretiyle de kullanmaktadır. Bankalar Sermaye Piyasası Kanuna göre borsa bankerliği yapabilir, menkul kıymet portföyü işletebilir ve menkul kıymet yatırım fonu kurabilir. Bankalar menkul kıymet alım satımını kendi adına yapabileceği gibi belli bir komisyon karşılığı müşterisi adına da yapmaktadır. Diğer taraftan kendi fonlarını da belirli bir süre ve faiz karşılığı ile müşterilerine menkul kıymet alımı için kullandırabilmektedir.¹⁹⁸

Ulusallararası Muhasebe Standardı (IAS-39)'a göre bankalar da finansal varlıklarını; alım satım amaçlı finansal varlıklar, satılmaya hazır finansal varlıklar ve vadeye kadar elde tutulacak finansal varlıklar olarak sınıflandırmaktadır.

Bu sınıflandırma banka dışı firmalarda alt hesaplar bazında takip edilebilirken, bankalarda faaliyet konusunda önemli bir yeri oluşturmasından dolayı ana hesap bazında takip edilmesi gerekmektedir.¹⁹⁹

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

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

Satılmaya hazır finansal varlıklar ise tüm bu menkul değerler dışında (alım satım amaçlı, vadeye kadar elde tutulacak) kalan menkul değerlerden

¹⁹⁸ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.32

¹⁹⁹ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, (2006), s.100-101

oluşmaktadır.²⁰⁰ Türk bankacılık sektörünün menkul değerler cüzdanının detayları ilerleyen başlıkta incelenmektedir.

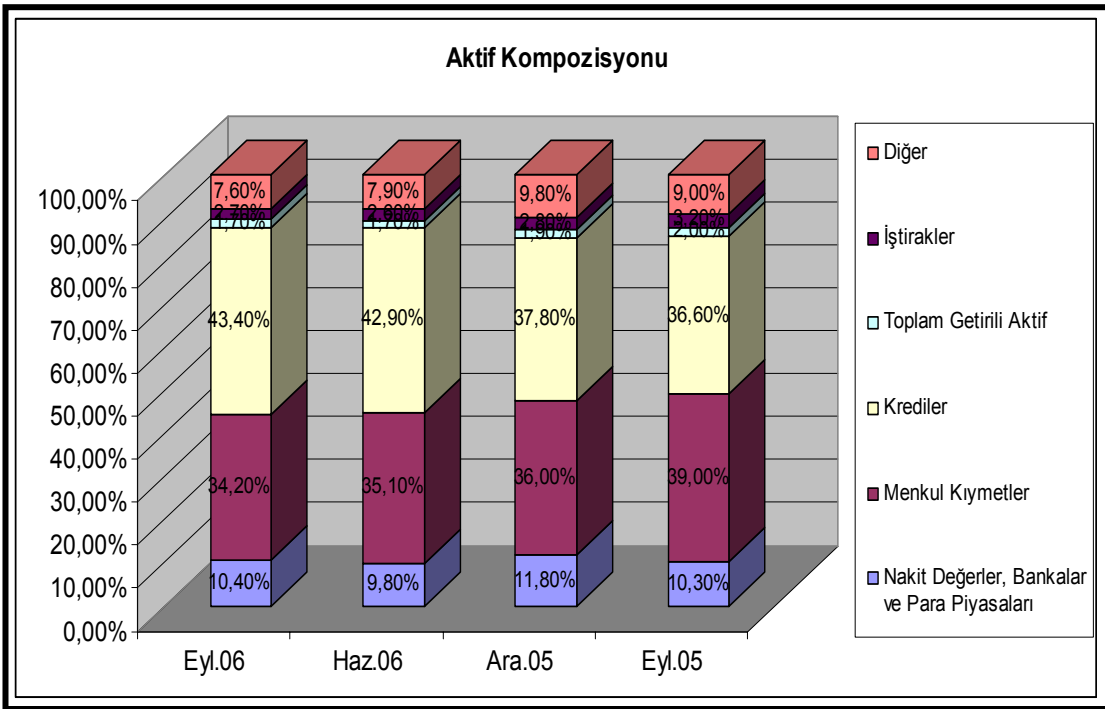
2.1.4.3.2.3 İştirakler

İştirakler bankaların özellikle yeni kurulan firmalara ortak olması durumudur.²⁰¹ Bankanın, doğrudan veya dolaylı olarak sermayesinde veya oy hakkında en az % 10 ile en fazla % 50 arasında paya veya bu oranlar arasında yönetime katılma hakkına sahip olduğu ortaklıklardaki sermaye paylarının veya bu ortaklıklara ait hisse senetlerinin kayda alındığı bir yatırım türüdür.²⁰² Bankaların iştirakleri ile bağlı ortaklıkları arasındaki kredi ilişkilerine örtülü sermaye aktarımı vb. nedenlerden dolayı 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu ile sınırlamalar getirilmiştir.

2.1.4.3.2.4 Türkiye’de Bankaların Fon Kullanımlarının İncelenmesi

Türk bankacılık sisteminin toplulaştırılmış verilerinden hareket edilerek aktif yapısının incelenmesi aşağıdaki grafikte verilmektedir.

Grafik 2.5: Türk Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı



²⁰⁰ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, (2006), s. 101

²⁰¹ TANRIÖVEN Cihan, **a.g.t.**, s.32

²⁰² Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Tekdüzen Hesap Planı İzahnamesi**, 2000, İstanbul, s.

Türk bankacılık sisteminin aktif yapısı incelendiğinde krediler, menkul kıymet ve nakit değerlerin aktifin önemli bir kısmını oluşturduğu görülmektedir. Yıllar itibarıyla bankacılık sektöründe aktiflerde önemli kalemi krediler oluşturmaktadır. Krediler toplam aktifin 2005 yılının Eylül ayında %36,6'lık bir paya sahipken bu oran 2006 Eylül ayında %43,40'a kadar çıkmıştır.²⁰³ Bankaların asli fonksiyonun aracılık görevini yani fon arz edenler (mevduat sahipleri) ile fon talep edenleri (kredi almak isteyenler) karşı karşıya getirmek olduğu düşünüldüğünde bu payın artması olumlu bir gelişmedir.

Toplam aktifler içerisinde kredilerin payı artarken menkul değerler portföyünde (MDP) azalışlar olduğu görülmektedir. Bankacılık sektörünün yurt içi ekonomik faaliyetlerdeki istikrara ve diğer ekonomik göstergelerdeki gelişmelere paralel olarak kamu kesimini finanse eden bir aktif yapısından şirketler ve hane halkını finanse etmeyi tercih eden bir plasman yapısına yöneldiği görülmektedir. Katılım bankaları hariç bankacılık sektörünün menkul değerler portföyü (MDP), Eylül 2006 döneminde Haziran 2006 dönemine göre %1,3 oranında azalarak 157,6 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca MDP' nin toplam aktifler içerisindeki payı bu dönemde %0,9 azalmış ve %34,2 olmuştur.²⁰⁴ Yabancıların Türk bankalara gösterdiği ilginin altında yatan önemli bir olguda kredi pazarının gelişmesi beklentisidir.

Eylül 2006 itibarıyla aktif hesaplarda yer alan takipteki alacaklar, iştirakler, bağlı ve birlikte kontrol edilen ortaklıklar ile sabit kıymetler toplamının bilanço içindeki paylarını koruduğu ve diğer aktiflerin sınırlı düzeyde azaldığı görülmektedir. Ek olarak bu dönemde likit aktifler (Nakit Değerler, Merkez Bankasından Alacaklar, Para Piyasasından Alacaklar, Bankalardan Alacaklar) kaleminde nispi bir artış gözlenmiştir.²⁰⁵

²⁰³ Grafiğin oluşturulmasında kullanılan veriler BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3, s. 44'den alınmıştır.

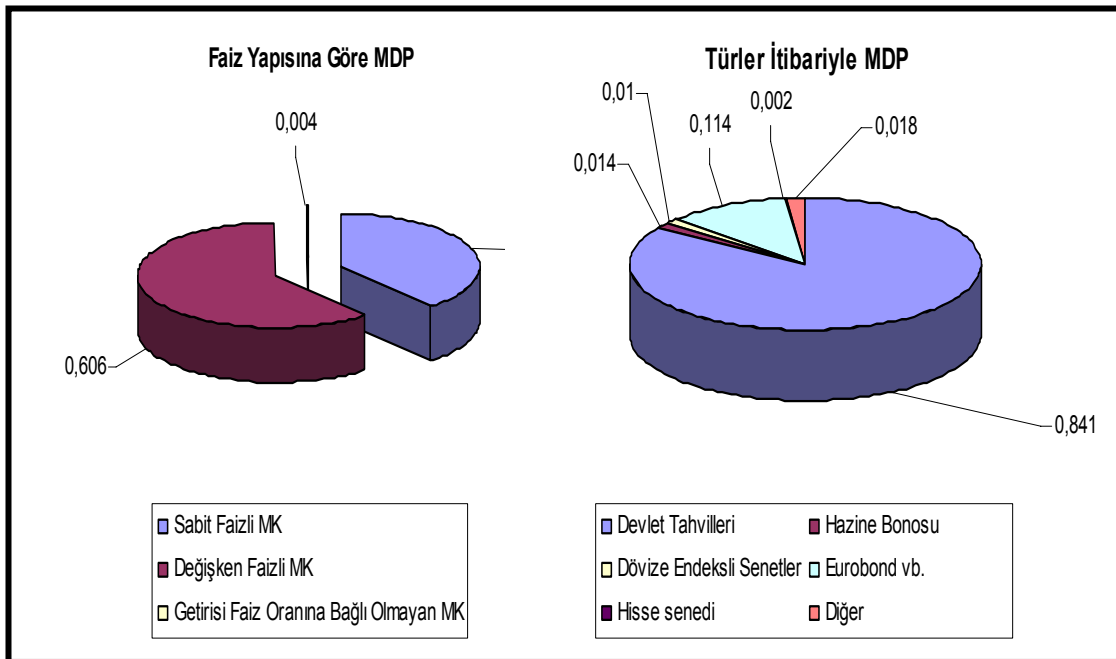
²⁰⁴ BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3, s. 44

²⁰⁵ BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3, s. 45

Türk bankacılık sisteminde genel olarak aktif yapısı incelendikten sonra ana kalemler itibarıyla gelişmenin incelenmesi banka değerlendirme konusunda makro açıdan anlamlıdır.

Menkul Değer Portföyünün (MDP) türleri itibarıyla dağılımı incelendiğinde kamu borçlanma senetleri ağırlıklı yapının devam etmekte olduğu görülmektedir. Türler itibarıyla dağılım açısından en dikkat çekici değişiklik, yılsonuna göre dövize endeksli senetler ve Hazine Bonosu portföyü daralırken, devlet tahvili portföyünün genişlemesidir. Özellikle, Haziran 2006 itibarıyla bankacılık sektörünün 2001 yılındaki iç borç takası çerçevesinde bulundurduğu dövize endeksli menkul kıymetlerin vadesinin dolmasıyla birlikte, dövize endeksli kamu borç senetleri portföyünün bir önceki yılsonundaki 5,3 milyar YTL olan seviyesinden Eylül 2006'da 1,6 milyar YTL'ye gerilediği görülmektedir.²⁰⁶

Grafik 2.6: Menkul Değer Portföyünün Yapısı



Toplam MDP'nin faiz yapısına bakıldığında sabit faizli menkul kıymetlerin payında yılsonuna göre 10,3 puanlık bir artış görülürken, bir önceki döneme göre 0,6 puanlık bir azalış gözlenmektedir. Yılın üçüncü

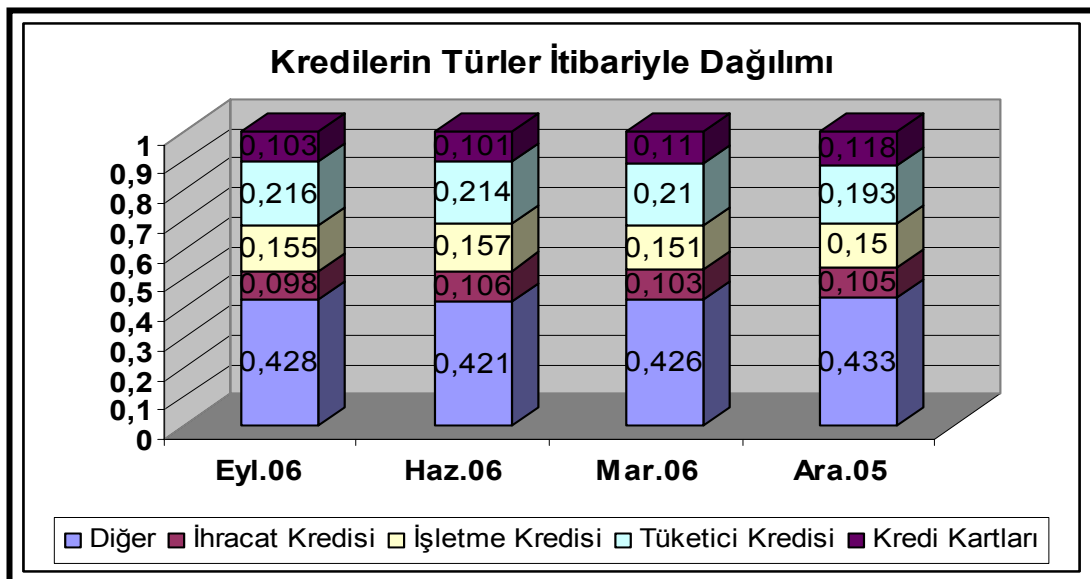
²⁰⁶ BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3, s. 46

çeyreği itibarıyla portföyün faiz yapısında belirgin değişiklik söz konusu değildir. Böylece Eylül 2006 itibarıyla toplam MDP'nin %39'u sabit faizli menkul kıymetlerden, %60,6'sı ise değişken faizli menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Faiz oranına bağlı olmayan getiriye sahip menkul değerlerin payı ise %0,4 seviyesindedir. Eylül 2006 itibarıyla MDP'nin %68,6'sı TP cinsi menkul kıymetlerden, %31,4'u de YP cinsi menkul kıymetlerden oluşmaktadır.

MDP'nin türleri itibarıyla dağılımı incelendiğinde kamu borçlanma senetleri ağırlıklı yapının devam etmekte olduğu görülmektedir. Türler itibarıyla dağılım açısından en dikkat çekici değişiklik, yılsonuna göre dövize endeksli senetler ve Hazine Bonosu portföyü daralırken, devlet tahvili portföyünün genişlemesidir. Özellikle, Haziran 2006 itibarıyla bankacılık sektörünün 2001 yılındaki iç borç takası çerçevesinde bulundurduğu dövize endeksli menkul kıymetlerin vadesinin dolmasıyla birlikte, dövize endeksli kamu borç senetleri portföyünün bir önceki yılsonundaki 5,3 milyar YTL olan seviyesinden Eylül 2006'da 1,6 milyar YTL'ye gerilediği görülmektedir.

Eylül 2006 itibarıyla toplam kredi hacmi Haziran 2006 dönemine göre %2,4 oranında artmış ve 200 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Kredilerin toplam aktif içerisindeki payı da 3,1 puanlık artışla %43,4'e yükselmiştir.

Grafik 2.7: Kredilerin Türler İtibariyle Dağılımı



Kredi hacmi türleri itibarıyla incelendiğinde kredi kartları ve tüketici kredilerinden oluşan bireysel kredilerin toplam içindeki payının 2006 yılı itibarıyla %30 seviyesi üzerinde yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Benzer şekilde son dönemde toplam krediler içerisinde en yüksek paya sahip kredi türlerinin de aldıkları paylarda belirgin değişiklikler gözlenmemektedir.

Üç aylık dönemler itibarıyla artış hızları incelendiğinde, yılın üçüncü çeyreğinde ithalat kredilerinin artış hızındaki yükselme dikkat çekmektedir. Diğer türlerde ise artış hızının görece olarak yavaşladığı görülmektedir. Eylül 2006 itibarıyla katılım bankaları dahil bankacılık sisteminin bireysel kredi hacmi 65,1 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam 2005 yılı sonuna göre reel olarak %30,7'lik bir büyümeye tekabül etmektedir. Bireysel krediler içerisinde en büyük payı %34'lük oranla konut kredileri almış, bunu %31,4 ile bireysel kredi kartları borç bakiyesi, %21,4 ile ihtiyaç kredileri, %10,5 ile taşıt kredileri izlemiştir. Bireysel kredilerin içerisinde son üçteyde en hızlı büyüyen kalem %59,5'lik reel büyüme oranı ile konut kredileri olmuştur. Bunu %50,2'lik reel büyüme oranı ile ihtiyaç kredileri, %27,5 ile diğer krediler, %11,1 ile bireysel kredi kartları izlemiştir. Taşıt kredileri ise aynı dönemde reel olarak %0,7 oranında azalmıştır.²⁰⁷

2.1.4.4 Ticari Bankaların Mali Tabloları İle İlgili Genel Bilgiler

Bankaların bilanço ve gelir tablolarının analizinin yapılması indirgenmiş nakit akımlarının belirlenebilmesi için önem taşımaktadır. Türkiye'de bankaların bilanço ve gelir tablolarının düzenlemesi ile ilgili farklı uygulamalar (Bankacılık Düzenleme Denetleme Kurulu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Bankalar Birliği (TBB) gibi) bulunmaktadır. Genelde bu farklılıklar detay bazında olup, ana yapıyı bozmamaktadır.²⁰⁸ Ana kalemler itibarıyla bir bankanın bilanço ve gelir tablosu aşağıdaki gibidir:

²⁰⁷ BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3, s. 47-48

²⁰⁸ ERCAN Metin Kamil vd.; **a.g.e.**, (2006), s. 99

Tablo 2.5: Ticari Banka Bilanço Örneği

BANKA BİLANÇOSU	
NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI	MEVDUAT
ALIM SATIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLER (NET)	PARA PİYASALARI
BANKALAR VE DİĞER MALİ KURULUŞLAR	ALINAN KREDİLER
PARA PİYASALARI	İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER (NET)
SATILMAYA HAZIR MENKUL DEĞERLER (NET)	FONLAR
KREDİLER	MUHTELİF BORÇLAR
FAKTORİNG ALACAKLARI	DİĞER YABANCI KAYNAKLAR
VADEYE KADAR ELDE TUTULACAK MENKUL DEĞERLER (NET)	ÖDENECEK VERGİ, RESİM, HARÇ VE PRİMLER
İŞTİRAKLER (NET)	FAKTORİNG BORÇLARI
BAĞLI ORTAKLIKLAR (NET)	FİNANSAL KİRALAMA BORÇLARI (NET)
DİĞER YATIRIMLAR (NET)	FAİZ VE GİDER REESKONTLARI
FİNANSAL KİRALAMA ALACAKLARI (NET)	KARŞILIKLAR
ZORUNLU KARŞILIKLAR	SERMAYE BENZERİ KREDİLER
MUHTELİF ALACAKLAR	ÖZKAYNAKLAR
FAİZ VE GELİR TAHAKKUK VE REESKONTLARI	
MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)	
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (NET)	
DİĞER AKTİFLER	
TOPLAM AKTİFLER	TOPLAM PASİFLER

Tablo 2.6: Ticari Banka Gelir Tablosu Örneği

BANKA GELİR TABLOSU
FAİZ GELİRLERİ
FAİZ GİDERLERİ
NET FAİZ GELİRİ
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ
TEMETTÜ GELİRLERİ
NET TİCARİ KAR/ZARAR
YATIRIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLERDEN KAR/ZARAR
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ
FAALİYET GELİRLERİ TOPLAMI
KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR KARŞILIĞI (-)
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)
FAALİYET KARI
BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLERDEN KAR/ZARAR
NET PARASAL POZİSYON KARI / ZARARI
VERGİ ÖNCESİ KAR
VERGİ KARŞILIĞI (-)
VERGİ SONRASI OLAĞAN FAALİYET KAR/ZARARI
VERGİ SONRASI OLAĞANÜSTÜ KAR/ZARAR
NET DÖNEM KAR VE ZARARI

Günümüzde bankaların bilançolarında ana hesap olarak aktifteki “Faktoring Alacakları” ve pasifteki “Faktoring Borçları” sıfır olarak görünmektedir. Aynı şekilde, bankaların kendi bünyelerinde finansal kiralama hizmetini veremediklerinden dolayı “Finansal Kiralama Alacakları” ve “Finansal Kiralama Borçları” oluşmamaktadır. Fakat bankaların faaliyetlerinde kullanmak için kiracı sıfatıyla yapmış oldukları otomobil vb. gibi kiralamalardan doğan borçları “Finansal Kiralama Borçları” hesabında takip edilmektedir.

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 karının karşılığı olmaktadır. En basit biçimiyle net faiz marjı, net faiz gelirin ortalama aktiflere bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Banka değerlemede, net faiz

marjının alt hesaplara baēlı olarak ayrı ayrı ve detaylı hesaplanması, geleceēe yönelik tahminlerin gūvenilirliēi aēısından önemlidir. Detaylı hesaplama ile ifade edilmek istenen, faiz gelirlerinin ve faiz giderlerinin detaylarının bilanēodaki ilgili hesaplarıyla iliēkilendirilmesidir.²⁰⁹

²⁰⁹ ERCAN Metin Kamil vd.; **a.g.e.**, (2006), s. 99

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BANKA DEĞERLEMESİ VE ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

3.1 BANKA DEĞERLEMESİ

Çalışmanın bu bölümünde banka değerlemesi önce kavramsal olarak incelendikten sonra banka değerinin özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile bulunması üzerinde ayrıntılı olarak durulacaktır.

3.1.1 Banka Değerlemesi Kavramı

Bir işletmenin hisse senetlerinin değerinin tespit edilmesi daha doğrusu gerçek değerinin belirlenmesi firma ve yatırımcılar için önem arz etmektedir. Özellikle halka açılma ve birleşme veya devir işlemlerinde bu önem bir kat daha artmaktadır. Bu tür işlemlerde firmanın gerçek değerinin tespit edilmesi ve bu değerle işlem yapılması firma ve ülke ekonomileri açısından önemlidir.

Değerleme yaklaşımı işletme ile ilgili olarak üç alanda kendine uygulama olanağı bulmuştur. Bunlardan ilki işletme finansmanı içinde firma değerinin maksimizasyonu, birleşme veya satın almalarda firma değerinin tespiti ve son olarak portföy yönetiminde satın alma kararının alınması sırasında değerlendirme yaklaşımları kullanılmaktadır. Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili olarak alınmış kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla ve hatta yasalarla yakından ilişkilidir. Diğer bir deyişle firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede farklı etkileri bulunmaktadır.

Çeşitli sektörlerde değişik yöntemler kullanılarak firmaların değerlerinin tespit edilmesine yönelik uygulamalar bulunmakla beraber bir bankanın değerlemesi konusuyla da birçok durumda karşılaşılabilir. Birleşme ve satın alma durumlarında, tasfiye veya iflas halinde, bir bankanın hisse senetlerine yatırım yapılması planlandığında veya bankanın hisse senetlerinin halka arz edilmesi söz konusu olduğunda, geniş anlamda değerlendirme daha dar anlamda ise banka hisse senetlerinin değerlemesi söz konusu olmaktadır. Herhangi bir işletme gibi, ekonomik varlık olarak banka da değerlemeye konu olabilmektedir. Banka değerlemesi, bankanın sonsuza kadar faaliyetlerini devam ettireceği varsayımı altında bankanın aktif ve pasif kalemlerinin değerinin belirlenmesi olarak tanımlanabilir. Bir diğer ifadeyle, banka değerlemesi çeşitli varsayımlar altında bankanın olması gereken fiyatının tespit edilmesidir.²¹¹

Hissedar değeri yaklaşımı ve hissedar değerinin maksimizasyonu amacı son zamanlarda kullanımda olan en önemli yönetim araçlarından birisidir. Bankalar için hissedar değeri yaklaşımı sadece önemli bir stratejik yönetim aracı değil, bankaların hayatlarını sürdürebilmek için çok önemli bir araçtır. Bankalar diğer firmalara göre işletmelerini korumak için özsermaye ye daha fazla ihtiyaç duymaktadır. Bu yüzden bankanın büyümesi için özsermaye karşılığı bir koşul olmakta ve bu durum bankalar için kritik bir fonksiyondur. Yüksek hissedar değeri özsermayenin değerini artırmayı kolaylaştırmaktadır. Hissedar değerinin oryantasyonu özellikle bankalar için önemlidir. Üstelik Avrupa ve Almanya bankalarının özellikle özsermaye dönüşleri uluslararası bankalara göre daha düşüktür. Bunun sebebi bankacılık sisteminde artan rekabet ve küreselleşmeye bağlanabilir. Artan rekabet ve küreselleşme harekete geçmeyi ve hissedar yatırımları ile oryante ederek daha güçlü hale gelmeyi önemli kılmaktadır. Bankalarla ilgisi

²¹¹ KÖSE Abdurrahman; "Banka Değerlemesi: İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımları", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı: 29, Mart-Nisan 2003, s.1-2

olmamasına rağmen hissedar değeri yaklaşımının son zamanlarda bankacılık sektöründeki önemi gittikçe artmaktadır.²¹²

Türkiye’de bankaların değerlemesi özellikle yaşanan son krizlerden (Kasım 2000-Şubat 2001) sonra daha önemli hale gelmiştir. Durumu kötü olan bankaların tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilmesi ve bunun ardından bu bankaların diğer bankalarla birleştirilmek veya satılmak istenmesi bankaların gerçek değerlerinin tespit edilmesi açısından önem kazanmıştır. Bir diğer taraftan kamu bankalarının özelleştirilmesi sırasında indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılmasının Özelleştirme Kanunu ile zorunlu kılınması yöntemi önemli hale getiren unsurlardan birisidir. Hisse senetleri halka açık olan bankalar için ise olması gereken değerlerinin tespit edilmesi yatırımcıların kararlarını verirken önemli olmaktadır.

Finansal kurumlarla ilgili olarak son zamanlardaki gelişmeler iki temel soruyu gündeme getirmektedir. Bunlardan ilki bu finansal kurumların gerçek değeri ne kadardır? ve diğeri ise bunların değerinin nasıl ölçüleceğidir. Daha önceki çalışmalara göre; banka kazançlarının artması ve çoğu hisse senetlerinin fiyatlarının sürekli yükselmesi finansal sektörde birleşme ve yakınsama (uyum) çalışmalarını teşvik ettiği gözlenmiştir.²¹³ Yaşanan son gelişmeler bankanın gerçek değerinin bulunmasını, birleşilecek yada satın alınacak hedef banka nasıl değerlendirilecek ve hedef bankanın defter değerinin üzerine ne kadarlık bir prim ödenecek sorularının yanıtlarının bulunmasında banka değerlendirme kavramını bir kez daha önemli hale getirmektedir.

Genellikle bankaların ve finansal kurumların yapılanmaları coğrafik yapılanmaya göre iken bugünlerde bankacılık sektörü çok çeşitli sektörlerde yada bölümlerde faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu durumda banka değerlemeden kasıt daha çok şubelerin değerlemesini kapsarken son yıllarda

²¹² GROSS Stephanie, **Banks and Shareholder Value – An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Gabler Edition Wissensschaft, Wiesbaden, December 2006, s.9

²¹³ REZAEI, Zabihollah; **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, John Wiley Sons Ltd., New York, Second Edition, 2001, s. 34

yaşanan gelişmeler bu yaklaşımın yerini firma olarak bankanın değerlemesi yaklaşımına bırakmıştır.²¹⁴

Bankaları bir işletme gibi değerlemek aslında onların imtiyazlarının değerlendirilmesidir. İmtiyaz (franchise) genellikle birleşme ve satın almalarda kullanılmaktadır. Bu noktada terimin anlamı ile ilgili açık noktalarda bulunmaktadır. İnsanlar banka imtiyazı hakkında konuşurken, bankayı tüm sektörde ekonomik olarak gelişmeye açık kurumlar haline getiren kendine özgü karakteristik özelliklerin karışımından oluşan bir terimi işaret etmektedir. Bu kendine özgü karakteristik özellikler aşağıdaki maddeleri kapsamaktadır.²¹⁵

- Müşteri Profili
- Mevduat Sigortası
- Yönetim ve Kadro
- Şube Lokasyonu
- Operasyonel Sistemler
- Teknik Kapasitesi
- Finansal Becerisi (Kavrama Yeteneği)
- Teslim Sistemi
- İmaj
- Pazar Payı

Bunlar ve diğer karakteristik özellikler birlikte ve iç içe çalışarak bankaları diğerlerinden ayıran imtiyazı yaratmaktadır.

3.1.2 Banka Değerlemenin Zorluğu

Bankayı değerlendirmek hem teorik hem de pratik olarak oldukça zordur. Banka dışından birinin bankayı değerlendirirken göz önünde bulundurması gereken bazı önemli verilere ulaşması hiç kolay değildir. Örneğin değerlemeyi yapacak olan kişinin bankanın kredi portföyünün kalitesini bilmesi, fon arzından ve talebinden doğan vade farklılıklarından dolayı ortaya çıkan karları tahmin etmesi ve bankanın hangi biriminin daha

²¹⁴ REZAEE Zabihollah; **a.g.e.**, s.34-35

²¹⁵ REZAEE Zabihollah; **a.g.e.**, s.333-335

çok karlılık sağladığını tahmin tespit etmesi çok zordur. Banka içinden bir kişinin banka değerlemesi yapması da kolay iş değildir. Bu sefer ortaya çıkan problemin bankanın kendi iç birimleri arasında gerçekleşen işlemlerden kaynaklanan transfer fiyatının nasıl uygulanacağıdır.²¹⁶

Bankacılık sektöründe indirgenmiş nakit akımları metodunun uygulanmasında endüstriyel sektöre göre bazı farklar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, banka nakit yaratma potansiyelini etkileyen kalemlerin öncelikle göz önüne alınması gerekmektedir. Nakit yaratan kalemlerin büyüme oranları, geçmiş bilânço ve gelir tabloları kullanılarak hesaplanmaktadır. Bankacılık sektörü büyüme oranları, yurt içi ve yurt dışı piyasalar için hesaplanarak yayımlanmaktadır. Söz konusu oranlar, değerlemesi yapılacak banka için baz teşkil etmektedir. Finansal hizmet firmalarında, borç ve borç ödemeleri kolaylıkla tanımlanmadığında, nakit akışlarını tahmin etme ya da Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (WACC) hesaplaması sorun olacaktır. Bu durumda özkaynağın değerinin, direkt olarak özkaynağa nakit akışlarının indirgenmesi ile ölçülmesi daha doğru olacaktır. Ancak, bu argümanı fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter değeri ölçümleri ile genişletmek daha uygundur.²¹⁷

Banka değerlemesinde diğer bir sorun yanlış eşleştirmeden sağlanan kazanç ve kayıplardır. Faiz oranları vade yapısının eğrisi, yukarı doğru eğimlidir. Bir banka, fonlarını 3 yıl vadeli kredi olarak kullandırır ve bu kullandırmanın finansmanını bir yıllık mevduat toplayarak gerçekleştirirse, kısa ve uzun dönem faiz oranları arasında yanlış eşleştirmeden doğan bir kazanç elde eder. Ancak bu görünüm, ilk bakışta aldatıcı olacaktır. Çünkü bir yıllık sağlanan kaynak, ikinci yılın başında beklenen yeni faiz oranı ile sağlanır. Bu oranın da cari faiz oranlarından yüksek olması beklenir. Dolayısıyla, yanlış eşleştirmeden sağlanan kazanç yapısı zaman içinde bu

²¹⁶ COPELAND Tom, Tim COLLIER and Jack MURRIN; **VALUATION Measuring and The Value of Companies**, John Wiley Sons Ltd., New York, Third Edition, 2000, s. 433-434

²¹⁷ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.590

görünümünü sürdürememektedir.²¹⁸ Ancak, yanlış eşleştirme yapısını sürdürebilmek aşağıdaki şartlar yerine getirildiğinde mümkün olabilmektedir:

- Faiz marjlarının, faiz oranları seyrine göre ayarlanabilmesi mümkün ise,
- Kredilerden sağlanan nakit akışları, cari oranlardan yeniden yatırımlarda kullanılır ve fonlaması faiz marjı politikası çerçevesinde devam ettirilir ise,
- Faiz oranlarının değişmesi ile faizli mevduatlarla faizsiz mevduat arasında ikame edebilme esnekliğinin olması,
- Yanlış eşleştirme karlarından elde edilen pay forward faiz oranlarının spot faiz oranlarından yüksek olması beklentisi içinde yüksek olacaktır.

Bu şartlar yerine getirilerek sürdürülür ise yanlış eşleştirme durumu sürekli hale gelmektedir.

Banka değerlemesi yaparken yapılan analizler endüstriyel (üretim) firma analizlerine tam olarak benzememektedir. Mali sektörün ekonomik ve finansal gelişmelere duyarlılığı daha yüksek olup bunun sonucunda ürünlerini ve marjlarını (özellikle net faiz marjları) daha sık uyarlamak zorunda kalmaktadır. Banka değerlemesi yaparken gelecek için tahmin edilecek değişkenlerin çok iyi seçilmesi ve yapılan tahminin tutarlı olması gerekmektedir.²¹⁹ Ekonomilerde yaşanan dalgalanmalar, Türkiye’de finansal sistemin önemli bir bölümünü oluşturan bankaların faaliyetlerinde tutarsızlık yaratarak gelecekteki tahminleri güçleştirmektedir. Son yaşanan krizler Türk bankacılık sisteminin bu duyarlılığını bir kez daha gözler önüne sermektedir.

Çalışmada; banka değerlemenin zorlukları da dikkate alınarak özellikle banka bilgilerinin önemli bir bölümünün gizli bilgi olarak saklanması dolaylı bankaların dışarıdan hisse senetlerine yatırım yapacak bir yatırımcı açısından değerlemesi üzerinde durulacak olup gerektiğinde varsayımlar kullanılacaktır.

²¹⁸ COPELAND Tom vd., **a.g.e.**,s.438-440

²¹⁹ COPELAND Tom vd., **a.g.e.**,s.434

3.1.3 Banka Değerlemesini Ayırt Eden Temel Unsurlar

Finansal hizmet firmalar ve bankalar ile diğer firmalar arasında; olabildiğince karlı olmaya çalışmak, rekabet nedeniyle sıkıntıya girmek, hızlı büyümeyi istemek gibi birçok ortak özellik vardır. Bankalar eğer halka açık şirketler iseler tıpkı diğer firmalarda olduğu gibi hissedarlarına sağladıkları toplam geri dönüşler (temettü ve sermaye kazancı) aracılığı ile değerlendirilmektedir.²²⁰ Bu benzerliklere rağmen bu başlıkta, finansal hizmet firmalarını diğer firmalardan farklı kılan özellikler üzerinde yoğunlaşmakta ve bu özelliklerin değer üzerindeki etkileri incelenmektedir.

3.1.3.1 Bankacılık Sektöründe Borç ve Özsermaye Ayrımı

Bir üretim işletmesinde firmanın sermayesi denildiğinde uzun vadeli borç ve özsermayesi 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. Diğer bir ifadeyle; şeker fabrikası için pancar ne ise, bankalar için de borç daha yüksek bir fiyattan satılabilecek, daha fazla kazanç sağlayacak ve diğer finansal ürünlere dönüşebilecek bir hammaddeyi ifade etmektedir.²²¹ Sonuç olarak, bankalarda sermaye, sadece özsermayeyi içerecek şekilde dar kapsamlı olarak tanımlanmaktadır.

Borcu da içeren tanım, bankalar için diğer firmalara göre daha belirsizdir. Örneğin, bir müşterinin banka hesabına yatırdığı paranın, banka tarafından nasıl algılanacağı tartışılabilir. Mevduat açısından bakıldığında, mevduat ile bankanın kendisinin borçlanması arasında çok az bir ayrım vardır. Eğer faize tabi mevduat borç olarak nitelendirilirse, üretim işletmelerinde nasıl finansman giderleri faaliyet karından 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

²²⁰ DAMODARAN Aswath, a.g.e., s.576

²²¹ DAMODARAN Aswath, a.g.e., s.576-578

mevduat benzeri banka borçları faaliyetlerden kaynaklanan borçlar olarak dikkate alınıp (üretim işletmelerinde satıcılar hesabı gibi) 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. Banka değerlemesinde, ister FCFF istenirse de FCFE yöntemi kullanılsın her iki yöntemde de iskonto oranı olarak özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.²²²

3.1.3.2 Bankacılık Sektöründe Düzenleyici Uygulamalar

Finansal hizmet sağlayan firmalarla ilgili olarak, kapsamı ülkeler arasında farklılık arz etse de, tüm dünyada yoğun düzenlemeler söz konusudur. Bu düzenlemeler genellikle üç şekilde olmaktadır.²²³

1. Bankalar ve sigorta şirketlerinden, poliçe ve mevduat sahiplerini riske atmamaları ve varlıklarının ötesinde genişlememelerini temin için sermaye rasyolarını sürdürmeleri istenir. Sermaye yeterliliği rasyosu bu düzenlemelere en iyi örnektir.
2. Finansal hizmet firmaları fonlarını yatırılabilecekleri alanlar açısından belirli şartlarla sınırlandırılırlar. Örneğin, Amerika'da Glass-Steagal Yasası ticari bankaların yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunmalarını ve üretim şirketlerinin özsermayelerine katılmalarını yasaklamaktadır. Bununla beraber Türkiye'de bireysel emeklilik yatırım fonlarının yatırım yapabilecekleri alanlara da sınırlamalar getirilmiştir.
3. Mevcut şirketlerin birleşmelerinin yanı sıra yeni firmaların sektöre girişi de düzenleyici otoriteler tarafından kısıtlanmıştır. Türkiye'de Bankacılık Düzenleme ve Denetim Kurumu yeni banka kuruluşlarına önemli sınırlamalar getirmektedir.

²²² ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, (2006), s.101-102

²²³ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.578

Değerleme açısından bakıldığında, büyüme ile ilgili varsayımların yeniden yatırım hakkındaki varsayımlarla bağlantılı olduğu görülmektedir. Finansal hizmet firmalarında bu varsayımlar düzenleyici kısıtları aşmamalarını garanti altına alacak şekilde belirlenmelidir. Bu firmalarda riskin nasıl ölçülmesi gerektiğine ilişkin uygulama usulleri farklı belirlenebilmektedir. Eğer düzenleyici kurallar, tahditler değişiyor veya değişmesi bekleniyorsa, değer üzerinde etkisi olabilecek geleceğe yönelik belirsizliklerde oluşabilecektir.²²⁴ Varsayımsal olarak mevcut düzenlemelere göre değerlendirilmesi ama bununla birlikte duyarlılık analizlerinin de dikkate alınması gerekmektedir. Türkiye’de diğer ülkelerde olduğu gibi bankacılık sektöründe üst kurul ile sermaye yeterlilik oranı takip edilmektedir. Çalışmada bankaların risk ağırlıklı varlıkların detayları herhangi bir yerde açıklanmadığı için bu durum göz ardı edilmektedir.

3.1.3.3 Bankacılık Sektöründe Yeniden Yatırım

Finansal hizmet firmalarının fonlarını nereye ne kadar yatırılabilecekleri konusunda düzenleyici sınırlamalara tabi olduğu bilinmektedir. Eğer yeniden yatırım, gelecekteki büyüme için kaçınılmaz olarak tarif edilirse, bu firmaların yeniden yatırımlarının ölçülmesine ilişkin sorunlarla karşılaşılacaktır. Yeniden yatırım açıklanırken iki husus üzerinde durulmuştur.²²⁵

1. Net sermaye harcamaları
2. İşletme sermayesi.

Finansal hizmet firmalarında bu iki unsurun da ölçülmesinde sorunlar doğmaktadır. Finansal hizmet firmaları; fabrika, ekipman ve diğer sabit varlıklara yatırım yapan imalat firmalarından farklı olarak, fiziksel varlığı olmayan marka ve beşeri sermayeye yatırım yapmaktadır. Sonuçta, bu firmaların gelecekteki büyüme için yaptıkları yatırımlar muhasebe tablolarında faaliyet harcaması olarak sınıflandırılmaktadır. Bir bankanın nakit

²²⁴ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.578

²²⁵ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

akımları tablosunda sermaye harcaması ve yerini tutan düşük amortisman ya hiç rastlanmaz ya da çok az rastlanmaktadır.²²⁶

İşletme sermayesinde farklı bir problemle karşılaşılmaktadır. Eğer işletme sermayesi cari varlıklar ve yükümlülükler arasındaki fark olarak tanımlanırsa, bir bankanın bilançosunun önemli bir bölümü bu kategorilerden birinden ya da diğerinden oluşmaktadır. Bu tutarlardaki değişimler büyük ve kırılabilir olabileceği gibi gelecekteki büyüme için yapılacak yeniden yatırımlarla da ilişkisi olmayabilir.

Yeniden yatırımın ölçülmesindeki bu zorluğun bir sonucu olarak firmaların değerlemesinde iki sorunla karşılaşılmaktadır.²²⁷

Yeniden yatırımları tahmin etmeksizin nakit akışlarını tahmin etmek çok güçtür. Diğer bir deyişle, eğer net sermaye harcamalarını ve işletme sermayesindeki değişiklikler tanımlanmazsa, nakit akışlarını da tahmin etmek güçleşmektedir.

Yeniden yatırım oranı hesaplanamazsa, gelecekte beklenen büyüme oranını tahmin etmek çok zorlaşmaktadır.

Çalışmada Damodaran'ın belirttiği sorunlar dikkate alınmakta olup bankalar için net işletme sermayesi hesaplanmamıştır.

3.1.4 Banka Değerlemesinde Genel Çerçeve

Finansal hizmet firmalarında borcun taşıdığı rolün önemi, faaliyette bulundukları düzenleyici tahditler ve yeniden yatırımı tanımlamadaki zorluk dikkate alındığında, bu firmalar nasıl değerlendirebilecek? Bu başlıkta sorunların üstesinden gelinmesine imkan sağlayacak ana kurallar önerilmektedir.²²⁸

- Öncelikle, bütün firmanın değerinin belirlenmesinden ziyade doğrudan özsermayenin değerlemesinin yapılması daha doğru olacaktır.

²²⁶ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

²²⁷ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

²²⁸ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

- Ya yeniden yatırım ihtiyacını tahmin edilmesini gerektirmeyen bir nakit akış ölçüsü bulunmalı ya da bu firmalar için daha anlamlı olacak şekilde yeniden yatırım baştan tanımlanmalıdır.

Bu çalışmanın birinci bölümünde firmalarda özsermayenin değerlemesi ile bir firmanın değerlemesi arasındaki farklılıklar ele alınmıştır. Firmaların değerini borç ödemelerinden önceki beklenen nakit akımlarını ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranıyla iskonto edilerek belirlenmektedir. Özsermayenin değerlemesini ise özsermayeye nakit akımlarını özsermaye maliyeti oranıyla iskonto edilerek belirlenmektedir.

Borç ödemelerinden önceki nakit akımlarının ya da sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetinin tahmin edilmesi, borç ve borç ödemelerinin kolayca tanımlanamadığı zamanlarda (daha önce belirtildiği gibi finansal hizmet sunan firmalarda söz konusu olan) sorun doğurmaktadır. Özsermayenin değerlemesi, özsermaye maliyetinde nakit akımlarının iskonto edilmesiyle yapılabilir. Sonuç olarak, finansal hizmet firmaları için ikinci yaklaşım üzerinde durulacaktır. Bu konu katsayıları da içerecek şekilde genişletilebilir. Fiyat/Kazanç ya da Piyasa Değeri/Defter Değeri gibi özsermaye katsayıları finansal hizmet firmalarına, EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) gibi değer katsayılarından daha uygundur.²²⁹

Bir firmadaki özsermayenin değerini belirlemek için normalde yapılması gereken özkaynağa ait nakit akımlarını tahmin etmektir. Damodaran'ın çalışmasında Özsermayeye ait serbest nakit akımı aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımları= Net Gelir - Net Sermaye Harcamaları

- Nakit Dışı İşletme Sermayesinde Değişim
- (Borç Geri Ödemesi - Yeni Borç)

²²⁹ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

Eğer net sermaye harcamaları veya nakit dışı işletme sermayesi tahmin edilemez ise, özkaynağa ait serbest nakit akımları da net bir şekilde tahmin edilememektedir.²³⁰ Bu durumda finansal hizmet firmaları için kullanabilecek iki ihtimal söz konusudur:

- Temettülerin özkaynağa nakit akımı olarak kullanılmak ve firmaların zaman içerisinde serbest nakit akımlarını temettü olarak özkaynağa ödediklerini varsaymak. Temettüler ölçülebilir / kullanılabilir olduğundan firmanın ne kadar yeniden yatırım yapması gerektiği sorusuna gerek kalmayacaktır.
- Özkaynağa ait serbest nakit akımlarını, finansal hizmet firmalarının yapabileceği yeniden yatırım türlerini ölçmeye imkân verecek şekilde uyarlamak. Mesela; bir sermaye katsayısı kısıtı altında faaliyet gösteren bankalar söz konusu olduğunda, gelecekte daha fazla kredi verebilmeleri için özkaynak sermayelerini yeniden yatırıma dönüştürmek zorunda olmaları gündeme gelecektir.²³¹

Yapılacak olan değerlemede ödenen temettülerin özkaynağa nakit akımları olarak kullanılması Türkiye’de halka açık bankalar için geçerli bir seçenek olmayacaktır. Bunun nedenleri arasında elde edilen karların tamamının temettü olarak ödenmemesi gelmektedir.

3.1.5 Banka Değerlemesi ile İlgili Literatür Taraması

Bankaların değerlendirilmesi ile ilgili literatür incelenecek olursa bazı makalelerin bankaların değerlemesine özel olarak hazırlandığı görülmektedir. Diğer makalelerin ise banka değerlerini etkileyen kurumsal özelliklerini araştırırken, değerlendirme yaklaşımları ile ilgilenmedikleri görülmektedir. Bu soruların cevaplarına bakmaksızın banka değerlendirme, değerlendirme teknikleri hakkında derin bir bilgi ve geniş bir bankacılık bilgisi gibi iki konuda özel

²³⁰ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579

²³¹ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.579-580

uzmanlık istemektedir. Bankaların değerinin ölçülmesi ile ilgili olarak iki sorunun cevaplanması gerekmektedir.²³²

- Bankalara hangi değerlendirme metodu uygulanmalıdır?
- Standart değerlendirme metotları kullanılabilir mi? Kullanılamaza nasıl düzeltilmeli?

Literatürde banka değerlendirme ile ilgili çok fazla çalışmaya rastlamak mümkün değildir. Banka değerlendirme konusu genellikle değerlendirme kitaplarında bir bölüm olarak incelenmiştir. Banka değerlendirme, konusu değerlendirme olan bu kitapların ikisinde²³³ bir bölüm olarak, diğer kitapta²³⁴ ise birleşme, devralma ve satın almalarda banka değerinin tespit edilmesi üzerine konu edilmiştir. Diğer bir kitapta²³⁵ ise yeni baskıya hazırlanan bir bölüm olarak banka değerlemesi konusu ele alınmıştır. Stephanie Gross yazdığı doktora tezinde banka değerlendirme konusunu detaylı olarak incelemiş ve çalışmayı kitap²³⁶ haline getirmiştir.

Değerleme ve hissedar değeri yaklaşımları bankalar için değil özünde endüstri firmaların değerini belirlemek için yapılmıştır. Banka değerlendirme ilk olarak Copeland ve arkadaşlarının (2000)'de; Stewart (1990)²³⁷ ve Young ile O'Byrne²³⁸ (2000)'de değere dayalı yönetimin genel kurallarını ortaya koyan yazarların, görüşlerini temel alarak yazmış oldukları kitapta bir bölüm halinde yer almıştır. Stewart ve arkadaşları ise yayınlarında bankalar için değere dayalı yönetim felsefesini tartışmamışlardır. Konusu banka değerlendirme olan çalışmaların arasına yayınlandığı görülmektedir.²³⁹

²³² GROSS Stephanie, **a.g.e.**, s.9-10

²³³ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.575-606, COPELAND Tom vd., **a.g.e.**, s.433-454

²³⁴ REZAEI Zabihollah; **a.g.e.**,

²³⁵ BENNINGA Simon Z. Ve Oded H. SARIG, **Corporate Finance: A Valuation Approach**, McGraw Hill, New York, 2001

²³⁶ GROSS Stephanie, **Banks and Shareholder Value – An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Gabler Edition Wissensschaft, Wiesbaden, December 2006

²³⁷ STEWART, G. Bennet, **The Quest For Value: A Guide for Senior Managers**, McGraw Hill, New York, 1990

²³⁸ YOUNG S. David ve Steven F. O'BRYNE, **EVA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation**, McGraw Hill, New York, 2000

²³⁹ GROSS Stephanie, **a.g.e.**, s.12

1980'lerde Alman yazılarında incelendiğinde değerleme konusunun Alman denetçilerine yönelik olarak tamamen muhasebe bakış açısıyla hazırlandığını ve Copeland ve arkadaşları gibi nakit akışını baz alan standart değerleme yöntemlerini içermediği görülmektedir. 1990'larda Kuzey Amerika'daki yazılar incelendiğinde örneğin Mercer²⁴⁰ (1992), Johnson²⁴¹ (1996) ve Rezaee (2001), değerlemenin genel kurallarının geliştirildiği ve bazı bankalar üzerine uygulamaları ile bankacılık sektörü üzerine geniş kapsamlı eserler yazıldığı görülmektedir.

Yakın zamanlarda yazarların banka değerleme konusunda literatüre daha geniş kapsamlı katkıda bulundukları görülmektedir. Bu dönemde yazılan makalelerin büyük bir çoğunluğu genel olarak değerleme kurallarının tartışılması ve bunların herhangi bir banka uygulanmasına dayanmadan teorik olarak bankacılık sistemine uyarlanmasını kapsamaktadır. Kirsten (2000), Geltinger (2003) ve Kümmel (1995) Copeland'ın çalışmasını baz almışlar ve detaylarda bankacılık ile ilgili konuları da incelemişlerdir. Fakat yapılan bu çalışmalar daha çok teorik olduğu için uygulamacılar tarafından kullanılamamıştır. Bu dönemde (1990'larda) Alman ve İsviçreli akademisyenler Kuzey Amerika'da yayınlanan banka değerleme çalışmalarını görmezden gelmeyi tercih etmiştir.²⁴²

İndirgenmiş nakit akımları yada ekonomik katma değer (EVA) yaklaşımı karşılaştırıldığında bir çok banka, değerinin bulunmasında ekonomik katma değer (EVA) yaklaşımı tercih etmektedir. Banka değerleme literatüründe diğer firmaların değerlendirilmesinde de standart hale gelen indirgenmiş nakit akımları yaklaşımına odaklanılmıştır. Bu konuda yapılan çalışmalar incelendiğinde; Uyemura²⁴³ ve arkadaşları (1996), Bodmer²⁴⁴

²⁴⁰ MERCER Z. Christopher, **Valuing Financial Institutions**, Homewood, 1992

²⁴¹ JOHNSON Hazel J., **The Bank Valuation Handbook: A Market-Based Approach to Valuing a Bank**, Irwin Professional Publishing; Chicago, 2nd Edition, Ekim-1995

²⁴² GROSS Stephanie, **a.g.e.**, s.12-13

²⁴³ UYEMURA Dennis G., Charles C. KANTOR ve Justin M. PETTIT, "EVA For Banks: Value Creation, Risk Management and Profitability Measurement", **Journal of Applied Corporate Finance**, 1996, Vol.9, Iss.2, s. 94-112

²⁴⁴ BODMER Adriana, **Value Based Management for Bank**, Haupt, Bern, Aralık-2001

(2001) ve MSDW²⁴⁵ (2001) gibi yazarlar yayınlarında banka değerlendirme modeli olarak Ekonomik Katma Değer yaklaşımını kullandıkları görülmektedir.

Bazı çalışmalarda değerlendirme aşamalarına yoğunlaşmış ve tek tek açıklanmaya çalışılmıştır. Behm²⁴⁶, Arnsfeld²⁴⁷ ve Faust bankalar için sermaye maliyetinin tahmini üzerine detaylı çalışmalar yapmıştır. Schell ve Wildburger bankaların performanslarının tahminine ve potansiyel sorunları üzerine çalışmıştır. Her iki makalede çok teknik olarak hazırlanmıştır.²⁴⁸

Bazı çalışmaların bankacılık sektöründeki gelişmeleri, yeni trendleri konu olarak seçtiği görülmektedir. 1990'ların sonundaki bu gelişmelerin başında banka birleşmeleri dikkati çekmektedir. Becker²⁴⁹ ile Koch²⁵⁰ ayrı ayrı banka birleşmelerinde değerlerin tespit edilmesi üzerine, Merkle²⁵¹ ise uluslararası bankacılık yapan bankaların birimlerinin değerlemesi ve problemleri üzerine çalışmıştır.²⁵²

Diğer çalışmalarda faiz oranı riskinin ile varlık kalitesi ve yapısının banka değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Kummel²⁵³ faiz oranı riskinin banka değerine olan etkisini, Sonntag bankaların fon transfer fiyatlamasının değerlendirme ve değer dayalı yönetim ile olan ilişkisini araştırmıştır. Literatürde varlık ile borç uyumsuzluğunun yada varlık yönetiminin banka değerine ve sermaye maliyetine olan etkilerini araştıran bir çok çalışmaya rastlamak mümkündür.

²⁴⁵ MSDV, **Valuing Financial Stocks with Residual Income**, Morgan Stanley Dean Witter, Equity Research, North America, 2001

²⁴⁶ BEHM Ulrich, "Shareholder Value and Cost of Capital for Bank", Bern, 1994, <http://www.uni-koeln.de/wiso-fak/bankseminar/veroeff/mub/77/sharehld.pdf>, 25.02.2007,

²⁴⁷ ARNSFELD Torsten, "Cost of Capital for Banks: An Empirical Study", Frankfurt, 1998, <http://www.utzverlag.de/buecher/40513les.pdf>, 25.01.2006

²⁴⁸ GROSS Stephanie, **a.g.e.**, s.14-15

²⁴⁹ BECKER Dirk, **Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von Zusammenschlußeffecten**, Lieferbar, Berlin, 1999, İngilizce Abstract'ından yararlanılmıştır.

²⁵⁰ KOCH Thorsten, **Bewertung von Bankenakquisitionen**, Frankfurt, 2002

²⁵¹ MERKLE Thomas, **Bereichsbewertung der Universalbank**, Frankfurt, 2001

²⁵² GROSS Stephanie, **a.g.e.**, s.15

²⁵³ KUMMER Axel Tibor, **Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder-value-Ansatz : unter besonderer Berücksichtigung des Zinsänderungsrisikos, Ludwigsburg**, Berlin 1995, <http://suche.suub.uni-bremen.de/cgi-bin/brewis/user/zsearch?search=sqn&sqn=00959783&user=>, 18.02.2007

Tablo 3-1: Banka Değerleme Üzerine Yapılan Çalışmaların Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi

Çalışmalar	Değerleme Modelleri						Hissedar Değerinin Ölçülmesi					Hissedar Değerinin Yönetilmesi					
	Bankacılık Sektörünün Özellikleri	Pazar Temelli Yaklaşımlar	Net Varlık Değeri	İskontolu Gelir Yaklaşımı	Net Nakit Akımları Yaklaşımı	EVA Yaklaşımı	Performans Ölçümlerinin Tanımı	Geleceğe Yönelik Tahminlerin Açıklanması	Özsermaye Maliyeti	Sürekli Değer	İşletme Fonksiyonlarının Değerinin Ölçülmesi	Değer Süşrücşleri	Stratejik Planlama	Sistemlerin Kontrolü	Tesvik Primi	Birleşme ve Satınalma	Örnek Vaka İncelemesi
Adolf vd. (1989)		(x)	(x)	x			x	x	x	x	x						
Amsfeld (1998)									x								
Amsfeld ve Gehrke (2001)	x				x		(x)		x								
Becker D. (1999)	(x)		x	x	x		x	x	x	x	x						
Becker G. (1996)			x		x						x			x			
Becker G. (1997)														x			
Behm (1994)					x		x	(x)	x	x	x	x					
Benninga ve Sarig (2001)	x			x	x		x	x	x	x		x					x
Bodmer (2001)		x	(x)		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Bohme (1997)					(x)	(x)											(x)
Borner ve Lewis (1997)	x				x		x	x	x	x	x	x					
Bremke ve Busmann (2000)									(x)					x			
Bruning ve Hoffjan (1997)														x			
Brunner (1996)					(x)								x	x		x	
Cates (1991)						(x)						x		x			
Copeland vd. (2000)	x				x	(x)	x	x	x	(x)	x						
Damodaran (2004)	x	x	x		x	x	x										
Dombret ve Bender (2001)		x	x	x			(x)	(x)	(x)	(x)	(x)						
Faust (2001)	x				x		x	x	x	x	x			x			
Fiordolesi (2002)						x	x										x
Fiordolesi ve Molyneux (2004)						x	x										x
Geltinger (2003)		x	x	x	x		x	x	x	x				x			(x)
Hohmann (1998)	x	(x)	x		x	x	x	x	x	x		x					(x)
Horter (1996)												x					
Horter (1998)		(x)			x	x	(x)	x	x	x	x	x		x			(x)
Johnson (1996)					x						x						
Kirsten (1995)												x		(x)			
Kirsten (2000)	x	x			x	x	x		x	x	x						
Koch (2002)	x	x	x		x		x		x		(x)					x	
Kummel (1995)	x				x		x	x	x	x	(x)						
Kunowski (2002)	x	x	x	x	x		x	x	x		x						
Leemputte (1989)												x	(x)			(x)	
Lehar (1998)									x					x			
Liebich (1995)		x	x	x	x												
Lottner (1997)													x	x	x		
Matten (2000)					x	x	x	x	x	x	x			x			
Mercer (2002)	x			x		x	x	x					x	x			
Merkle (2001)	x	x	x	(x)	x	x	(x)	x	x		x						(x)
MSDW (2001)	x					x			x	x	x		x	x		(x)	
Rezaee (2001)	x	x			x	(x)	x	x	x	x						x	
Schell (1988)				x				x									
Schierenbeck (1997)													x	x			
Schmittmann (1996)									(x)					x			
Seidel (2000)					x		(x)		(x)					x	(x)		
Sonntag (2001)					x						x						
Strutz (1993)			x		x		x	(x)	x	x	x	x			(x)		
Uyemura vd. (1997)						x	x				x		x			x	x
Vettinger (1996)	x	x			x	x	x	x	x		x		x	x	x		
Wariboko (1994)	(x)	x	x		x						x						
Wildgruber (1998)				x	(x)			x	x								
Zessin (1982)	x		x	x			(x)	x	(x)								

Kaynak: Stephanie GROSS, **Banks and Shareholder Value – An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden, December 2006,s.14

Yukarıdaki 3.1 nolu tabloda banka değerleme konusunda yapılan çalışmalar karşılaştırmalı olarak verilmektedir. Çalışmalar banka değerlemede kullanılan yöntemlere, hissedar değerinin ölçülmesine ve yönetilmesi ana başlıklarına göre karşılaştırmaya tabi tutulmaktadır. Banka değerlemede kullanılan yöntemlerde önce çalışmalar bankacılık sektörünün özelliklerine değinip değinmediği ve bu özelliklerin dikkate alınmasına göre karşılaştırmaya tabi tutulmuştur. Yapılan çalışmaların önemli bir kısmında bankacılık sektörünün kendine özgü yapısının dikkate alındığı görülmektedir. Ardından ise kullanılan yöntemler, pazar temelli (göreceli) değerleme yöntemleri, net varlık değeri, iskontolu gelir yaklaşımı, net nakit akımları yaklaşımı ve ekonomik katma değer (EVA) yaklaşımına göre sınıflandırmaya tabi tutulmuş ve çalışmalar kullanıldıkları yönteme göre işaretlenmiştir. Yapılan çalışmalarda net nakit akımları yaklaşımlarının diğer yöntemlere göre daha çok kullanıldığı gözlenmektedir.

Diğer bir karşılaştırma konusu ise hissedar değerinin ölçülmesidir. Kullanılan performans ölçümlerinin tanımları, geleceğe yönelik kullanılan tahminlerin açıklanması, özsermaye maliyeti tespiti, sürekli değer hesaplanması ve banka fonksiyonlarının ölçülmesi gibi alt konu başlıklarında yapılan çalışmalar karşılaştırılmıştır. Bu konuda yapılan çalışmaların bankaların özsermaye maliyetlerinin tespit edilmesi üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Banka değerlemesi yapılırken bulunan nakit akımlarının, temettülerin, ekonomik katma değerlerin yani üç yöntemde iskonto oranı olarak bankalarda özsermaye maliyetinin bilinmesi gerekmektedir.

Banka değerleme ve hissedar değeri ile ilgili yapılan çalışmaların bir kısmının da hissedar değerinin yönetimine odaklandığı görülmektedir. Yapılan çalışmalarda hissedar değerinin yönetiminde²⁵⁴ (VBM) değer sürücülerinin (value drivers) stratejik planlama, sistem kontrolü ve teşvik primi konuları üzerinde durulmuştur.

²⁵⁴ Value Based Management – Değere Dayalı Yönetim konusu başlı başına ayrı bir tez konusu olabileceği için bu çalışmada dikkate alınmamaktadır.

Banka değerleme konusunda yapılan çalışmalar incelendiğinde Alman ekolünün bu konudaki çalışmalara ağırlık verdiği görülmektedir. Çalışmada Alman ekolünden yazarların yaptığı Almanca olarak yayınlanan çalışmaların ancak İngilizce özetlerinden yararlanılabilmektedir.

Banka değerleme üzerine yapılan uygulamalı çalışmalar ve özellikleri ise aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 3-2: Banka Hissedar Değeri zerine Yapılan Uygulamalı alışmalar

Yazar ve Yayın Yılı	Data Kaynağı	rneklem Grubu	rneklem Seti (n)	Zaman Aralığı	Kullanılan Performans lm Aracı
Barfield (1998)	PWC ²⁵⁵	Dünya Geneline İlk 25 Banka	25	1992-1997	Toplam Getiri
Barfield (1998)	PWC	Dünya Geneline İlk 50 Banka	50	1993-1998	Toplam Getiri
Fiordelisi (2002)	Kendi	İtalyan Bankaları	33	1995-1999	EVA
Kennedy (1999)	Roland Berger	Avrupa Bankaları	60	1993-1998	Performans Endeksi
Sinn vd. (2003)	BCG ²⁵⁶	Dünya Geneline Bankalar	700	1998-2002	Riske Göre Düzeltilmiş Toplam Getiri
Sinn vd. (2004)	BCG	Dünya Geneline Bankalar	750	1999-2003	Riske Göre Düzeltilmiş Toplam Getiri
OECD (2004)	OECD	Dünya Bankacılık İndeksi	N/a	2000-2003	Sektöre Göre Getiri Endeksi
Uyemura vd. (1996)	Sten Stewart	Dünya Geneline İlk 100 Banka	100	1986-1995	EVA
MSDW (2001)	MSDW	Amerikan Finansal Kurumları	39	2001	EVA
MOW (2003)	MOW ²⁵⁷	Dünya Geneline Finansal Kurumlar	400	1997'den Yıllık	Riske Göre Düzeltilmiş Toplam Getiri

Kaynak: Stephanie GROSS, **Banks and Shareholder Value – An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden, December 2006,s.16

²⁵⁵ Price Waterhouse Coopers

²⁵⁶ Boston Consulting Group

²⁵⁷ Mercer Oliver Wyman

Tabloda verilen makaleler bankaların hissedar değerlerinin bulunmasına yönelik ampirik yani uygulamaya dayalı çalışmalardır.

3.1.6 Banka Değerleme Yöntemleri

Banka değerleme yöntemleri incelenerek aşağıda özetlenmektedir.

Rezaee değerlemeyi üç başlık altında çeşitlendirmektedir. Buna göre 3 tür değerleme yöntemi vardır.²⁵⁸ Bunlar:

1. Maliyet Yaklaşımına Göre Değerleme
2. Piyasa Yaklaşımına Göre Değerleme
3. Gelir Yaklaşımına Göre Değerleme

Damodaran, banka değerlemeyi iki yaklaşımı kullanarak incelemiştir. Birincisi indirgenmiş nakit akımı yaklaşımıdır. Firmanın değeri dört faktör tarafından belirlenmektedir. Bunlar, mevcut varlıklardan nakit akışı üretme kapasitesi, bu nakit akışlarının beklenen büyüme oranı, istikrarlı büyümeyi uzatmak için gerekli zaman uzunluğu ve sermaye maliyetidir. Bir firmayı veya öz kaynakları değerlemenin ikinci yolu, pazarın benzer veya karşılaştırılabilir firmaları nasıl değerlediğine dayanan göreceli değerleme yaklaşımıdır.²⁵⁹

Benninga ve Sarig ise banka değerleme yöntemleri olarak sadece iki yöntemi kullanmıştır. Bunlar temettü modeli ve indirgenmiş nakit akımları yaklaşımıdır. Bu yöntemler ayrıca küçük ve büyük ölçekteki bankalar için örnekler hazırlanarak incelenmiştir.²⁶⁰

Copeland ve arkadaşlarının kitabında bir bölüm ayırdığı banka değerleme konusunda değerleme yöntemi olarak indirgenmiş nakit akımı yaklaşımı kullanmıştır. Copeland banka değerleme yönteminde indirgenmiş nakit akımlarını hesaplarken özsermayeye serbest nakit akımları yöntemini

²⁵⁸ REZAAE Zabihollah; **a.g.e.**, s.335-336

²⁵⁹ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.750

²⁶⁰ BENNINGA ve SARIG, **a.g.e.**, s. 1-2,

kullanmıştır. Çalışmada ayrıca bankaların içeriden ve dışarıdan yatırımcılar tarafından değerlendirilmesi örnekler yardımıyla anlatılmaktadır.²⁶¹

Gross çalışmasında banka değerlendirme yöntemlerini üç başlık altında incelemiştir. Bunlar pazar temelli yaklaşımlar, varlık temelli yaklaşımlar ve nakit akımı temelli yaklaşımlardır. Gross ayrıca çalışmasında hissedar değerini ölçme ve yönetme alanlarına da değinmiştir.²⁶²

Literatürde “banka değerlendirme” ile ilgili çalışmalar incelendiğinde genellikle değerlendirme çeşitleri yukarıdaki gibi sınıflandırılmaktadır. Maliyet yaklaşımına değerlemeden kastedilen bankaların ellerinde bulunan varlıkların değerlemesidir. Piyasa yaklaşımına göre değerlemeden ise piyasada faaliyet gösteren bankaların oranlarından ve benzerliklerinden hareketle yapılan yani göreceli değerlemeden bahsedilmektedir. Gelir yaklaşımına göre değerlemeden kasıt ise indirgenmiş nakit akımlarına göre değerlemedir. Çalışmada bunlardan indirgenmiş nakit akımları yaklaşımlarına göre değerlendirme metodu üzerinde ayrıntılı durulmaktadır.

3.1.6.1 Göreceli Değerleme Yöntemi ve Bankalarda Uygulanması

Göreceli değerlendirme yöntemi birinci bölümde incelenmiş olup bu bölümde bankalarda uygulanması konusu ele alınacaktır.

3.1.6.1.1 Bankaların Göreceli Değerleme Yönteminde Kullanılacak Oranlarının Belirlenmesi

Değer/Borç Ödemeli Faaliyet Nakit Akımı [(V-Nakit)/EBITDA] ya da Değer/ Faiz ve Vergi Öncesi Kar (V/EBIT) gibi firma değerine ilişkin oranlar, bankaların göreceli değerlemesinde etkin olarak kullanılabilen oranlar değildir, çünkü bankaların gerek değerlerinin gerekse de faaliyet karlarının tahmin edilmesi oldukça zordur. Bankacılık sektöründe genellikle özsermayeye yönelik değerlendirme yapılması nedeniyle, bu sektördeki firmaların göreceli değerlemesinde özsermayeye özgü oranların kullanılması

²⁶¹ COPELAND Tom vd., a.g.e.,s.434

²⁶² GROSS Stephanie, a.g.e., s.29

3.1.6.1.2 Fiyat/Kazanç Oranları

Bankaların fiyat/kazanç oranları, diğer firmaların fiyat/kazanç oranlarına benzer şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedinin Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

Daha önceden de belirtildiği üzere, fiyat/kazanç oranı; kazançlardaki beklenen büyüme oranının, kar payı dağıtım oranının ve özsermaye maliyetinin bir fonksiyonu olmaktadır. Diğer firmalarda olduğu gibi, kazançlardaki beklenen büyüme oranı ile kar payı dağıtım oranının yüksek, özsermaye maliyetinin düşük olduğu bankalarda fiyat/kazanç oranı nispeten yüksek olmaktadır.

Bankaların göreceli değerlemesinde üzerinde önemle durulması gereken konulardan bir tanesi, beklenen giderlerin tespitinde karşılıkların (provisions) kullanılmasıdır. Bankalar batık kredileri için düzenli olarak karşılık ayırmaktadır. Bu karşılıklar (raporlanmış) gelirin azalmasına neden olmakta, dolayısıyla da (raporlanmış) fiyat/kazanç oranı bu durumdan etkilenmektedir. Sonuç itibarıyla, batık kredilerin tasnifinde daha muhafazakâr davranan bankalar, daha düşük gelir beyan ettiklerinden, bu bankaların fiyat/kazanç oranları nispeten yüksek olmaktadır.²⁶⁴

Bankaların göreceli değerlemesinde kazanç oranlarının kullanılmasında bir diğer nokta da, farklı alanlarda yatırımları bulunan bankalardır. Bu durumdaki bankaların yatırım yaptıkları alanlar farklı risk düzeyine, büyüme oranlarına ve getiri karakteristiklerine sahip olduğundan, bu bankaların göreceli değerlemesinde kullanılacak karşılaştırılabilir firmaların/bankaların sağlıklı bir biçimde tespit edilmesi mümkün olmamaktadır.

3.1.6.1.3 Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları

Bankaların piyasa değeri/defter değeri oranları aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

²⁶⁴ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.599

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı=Hisse Senedinin Fiyatı/Hisse Senedinin Defter Değeri

Görüldüğü üzere, bir bankanın piyasa değeri/defter değeri ile bir firmanın piyasa değeri/defter değeri oranına benzer şekilde hesaplanmaktadır. Bankaların piyasa değeri/defter değeri oranlarını etkileyen temel değişkenler; hisse başına kazançtaki beklenen büyüme oranı, kar payı dağıtım oranı, özsermaye maliyeti ve özsermayenin kazanma gücü olmaktadır. Diğer değişkenlerin sabit kalması koşuluyla; hisse başına kazançtaki beklenen büyüme ve kar payı dağıtım oranlarının yüksek, özsermaye maliyetinin düşük ve özsermayenin kazanma gücü fazla olduğu bankaların piyasa değeri/defter değeri oranları da yüksek olmaktadır. Belirtilen değişkenler içerisinde, piyasa değeri/defter değerini en fazla etkileyen değişken özsermayenin kazanma gücü olup; bu değişken, oranın belirleyicisi konumundadır.²⁶⁵

Bankalarda, özsermayenin kazanma gücü ile piyasa değeri/defter değeri arasındaki ilişki, üretim firmaları ile karşılaştırıldığında, çok daha kuvvetli olmaktadır. Bunun nedeni, özsermayenin defter değeri ile özsermayenin piyasa değeri arasındaki farkın fazla olmamasıdır. Çünkü bankaların varlıkları güncel değerlerini sürekli olarak koruyan varlıklardır. Ancak, özsermayenin kazanma gücü ile piyasa değeri/defter değeri oranları arasındaki ilişki incelenirken, diğer değişkenlerin etkilerinin de ihmal edilmemesi gerekmektedir.

Görüldüğü üzere, değerlemenin temel prensipleri bankalara da uygulanabilmektedir. Buna karşın, bankaların değerlemesi yapılırken dikkat edilmesi gereken önemli noktalar da bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, bankalarda “borç” kavramının tanımlanmasında ve hesaplanmasında bir takım problemlerin ortaya çıkmasıdır. Bankalarda borç toplamının kesin bir biçimde ifade edilememesi, sermaye maliyetini ve dolayısıyla da firma değerini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Bu nedenle, banka değerlemesinde özsermayenin değerini özsermayeye serbest nakit

²⁶⁵ DAMODARAN Aswath, **a.g.e.**, s.599

akımlarını özsermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgeyerek hesaplamak ve bankanın değerini bu şekilde tespit etmek daha sağlıklı bir yaklaşım olmaktadır.²⁶⁶ Banka değerlemesinde karşılaşılan ikinci problem, sermaye harcamaları ile işletme sermayesinin hesaplanması boyutunda ortaya çıkmaktadır. Bankalarda yeniden yatırım harcamalarının birçoğu, faaliyet giderleri altında ele alınmaktadır. Bu nedenle, özsermayeye serbest nakit akımlarının tespit edilmesinde, ya kar payları kullanılmalı (ve dağıtılan kar payı dışındaki tutar yeniden yatırım tutarı olarak ele alınmalı) ya da yeniden yatırım tutarı mevcut duruma göre tekrar tanımlanmalıdır.²⁶⁷

3.1.6.1.4 Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları

Türkiye’de İMKB’de faaliyet gösteren bankaların hesaplanmış fiyat kazanç ve piyasa değeri defter değeri oranları 2006 yılı sonu itibariyle aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 3-4: Türkiye’de İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları Hesaplanabilmesi İçin Gereken Bilgiler

BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI						
(Bin YTL)						
		PİYASA DEĞERİ	NET KAR (SON 4 ÇEYREK)	AMORTİSMAN (SON 4 ÇEYREK)	NAKİT NET TEMETTÜ	ÖZSERMAYE
AKBNK	AKBANK	18.920.000	1.545.171	96.969	486.001	6.634.698
ALNTF	ALTERNATİFBANK	558.420	37.962	2.277	---	182.464
ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI	1.680.000	119.325	10.098	18.312	584.169
DENİZ	DENİZBANK	4.393.790	250.876	37.342	---	1.142.583
FINBN	FINANSBANK	7.375.000	778.053	42.207	---	1.983.717
FORTS	FORTIS BANK	2.060.069	73.343	49.041	---	1.112.734
GARAN	GARANTİ BANKASI	9.828.000	973.308	152.823	95.022	4.381.806
ISATR	İŞ BANKASI (A)	16.540	50	4	0	385
ISBTR	İŞ BANKASI (B)	37.700	73	5	5	558
ISCTR	İŞ BANKASI (C)	17.917.608	1.238.055	92.102	276.628	9.476.172
SKBNK	ŞEKERBANK	595.000	25.106	13.178	---	355.592
TKBNK	T. KALKINMA BANK.	1.024.000	168.728	2.552	7.968	553.754
TSKB	T.S.K.B.	774.000	104.178	1.766	---	541.912
TEBNK	T.EKONOMİ BANK.	1.338.750	102.699	16.262	16.868	523.403
TEKST	TEKSTİLBANK	456.000	4.189	4.437	---	326.554
VAKBN	VAKIFLAR BANKASI	8.505.350	774.443	62.142	359.399	4.169.857
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANK.	7.731.333	(417.906)	109.401	---	1.764.126
TOPLAM / ORTALAMA		83.211.559	5.777.653	692.606	1.260.203	33.734.484

²⁶⁶ DAMODARAN Aswath, a.g.e., s.604

²⁶⁷ ERCAN Metin Kamil vd., a.g.e., (2006), s.77-80

Tablo 3-5: Türkiye’de İMKB’de İşlem Gören Bankaların Fiyat Kazanç ve PD/DD Oranları

		BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI					
		F/K					
		YTL(1)	YTL(2)	ABD\$	TV (%)	F/NA	PD/DD
AKBNK	AKBANK	11,94	12,24	12,45	2,57	11,52	2,85
ALNTF	ALTERNATİFBANK	25,32	14,71	15,06	---	13,88	3,06
ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI	17,15	14,08	14,56	1,09	12,98	2,88
DENİZ	DENİZBANK	28,61	17,51	18,15	---	15,24	3,85
FINBN	FINANSBANK	16,41	9,48	9,87	---	8,99	3,72
FORTS	FORTIS BANK	21,02	28,09	30,09	---	16,83	1,85
GARAN	GARANTİ BANKASI	10,90	10,10	10,35	0,97	8,73	2,24
ISATR	İŞ BANKASI (A)	329,39	328,80	333,98	0,00	306,03	42,96
ISBTR	İŞ BANKASI (B)	517,79	516,86	525,00	0,01	481,07	67,53
ISCTR	İŞ BANKASI (C)	14,50	14,47	14,70	1,54	13,47	1,89
SKBNK	ŞEKERBANK	22,32	23,70	22,68	---	15,54	1,67
TKBNK	T. KALKINMA BANK.	6,20	6,07	5,99	0,78	5,98	1,85
TSKB	T.S.K.B.	7,99	7,43	7,50	---	7,31	1,43
TEBNK	T.EKONOMİ BANK.	13,39	13,04	13,04	1,26	11,25	2,56
TEKST	TEKSTİLBANK	---	108,86	102,38	---	52,86	1,40
VAKBN	VAKIFLAR BANKASI	11,34	10,98	11,21	4,23	10,17	2,04
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANK.	---	---	---	---	---	4,38
TOPLAM / ORTALAMA		30,13	14,40	14,78	1,51	12,86	2,47

Hesaplamalarda fiyat kazanç oranı YTL1, YTL2 ve ABD\$ şeklinde hesaplanmıştır. YTL1 hesaplama şeklinde toplam piyasa değeri son iki 6 aylık bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda yer alan kar veya zararın toplamına bölünerek sonuca ulaşılmıştır. YTL 2 ise de toplam piyasa değeri son dört 3 aylık kar toplamına bölünmüştür. ABD \$ bazında hesaplamada ise dolar bazında toplam piyasa değeri dolar bazında son dört 3 aylık kar toplamına bölünerek bulunmaktadır. Yapılan hesaplamalar 29.12.2006 tarihi verileri dikkate alınarak yapılmaktadır.²⁶⁸

Nakit akımlarına göre firma değerini etkileyen ana unsurları dikkate almadan sadece katsayılara bakıldığında söylenebilecek en temel görüş katsayıların düşük olduğu firmaların piyasa değerlerine göre daha ucuz olduğudur.²⁶⁹ Katsayılara göre yatırım kararı alınması gerektiği zaman düşük kalan katsayıların seçilmesi yatırımcı için kazanılacak bir fırsat olarak görülmektedir. O halde düşük kar açıklayan yada zarar eden firmaların hisse

²⁶⁸ İMKB; Aylık Bülteni, Ocak-2007

²⁶⁹ ERCAN Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN, a.g.e., s. 140

senetlerine yatırım yapılmaması lazım gelirken o hisse senetlerinin işlem hacminin de yükseldiği gözlenebilmektedir.

Bankacılık sektörünün 2006 yılı sonu itibariyle değerler incelendiğinde dolar bazında fiyat kazanç ortalamasının 14,78 ve piyasa değeri defter değeri katsayısının ise ortalama 2,47 olarak gerçekleştiği gözlenmektedir. Yatırımcı için hisse senedine yatırım yapılacak bankaların katsayıları ile sektör ortalaması önem kazanmaktadır. Aşırı ve yüksek değerlenmiş kararı geçmiş verilere bakılarak karar verilmekte ortalamanın altında kalan katsayılara sahip bankaların hisse senetleri düşük değerlenmiş olarak nitelendirilip alım kararı verilebilmektedir. Göreceli değerlendirme yönteminde hesaplanan katsayılar geleceğe yönelik beklentileri yansıtmadığı için her zaman doğru sonuçlarda vermeyecektir.

3.2 ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE BANKA DEĞERİNİN TESPİTİ

Çalışmanın bu bölümünde indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi kullanılarak bir ticari bankanın değerlemesi teorik ve uygulamalı bir örnek yardımıyla gösterilmektedir.

Bu çalışmada banka değerinin indirgenmiş nakit akımları ile tespiti için Microsoft Excel sayfaları kullanılmıştır.

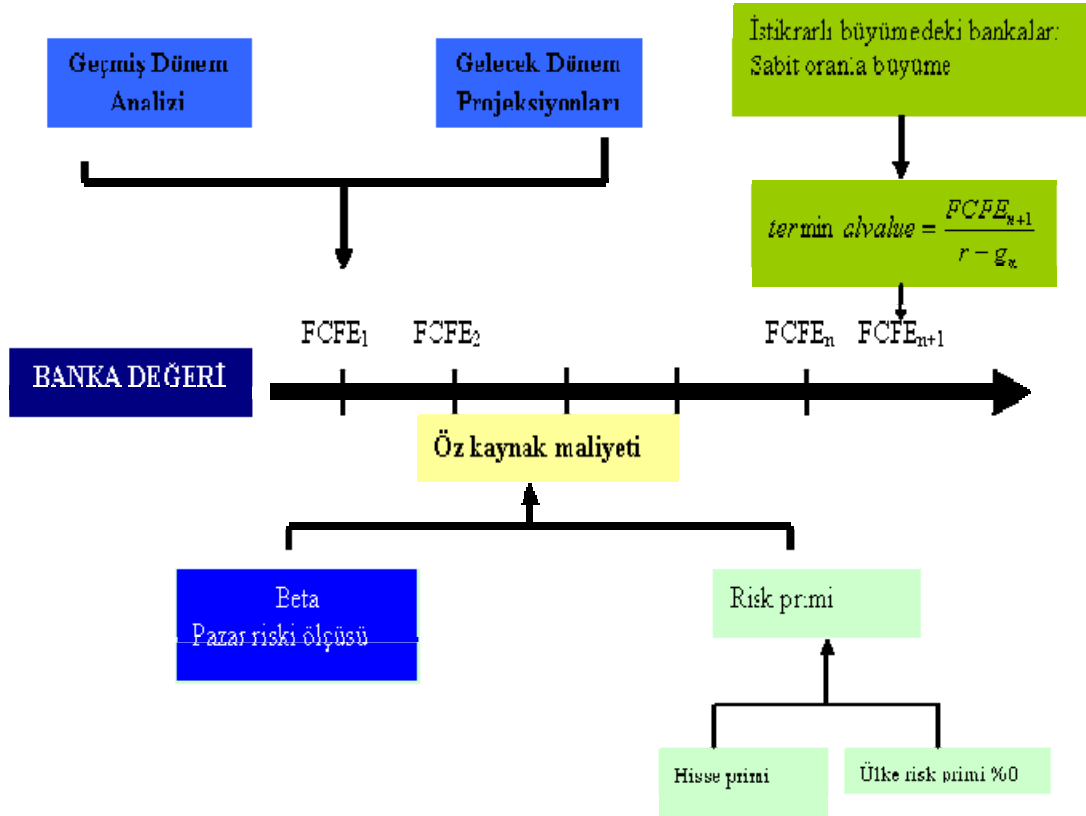
3.2.1 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemiyle Banka Değerleme Aşamaları

Çalışmada bankaların değerlemesi sırasında neden özsermayeye nakit akımları modelinin kullanılması gerektiği daha önce vurgulanmıştır.

Özsermayeye nakit akımları ile bir bankanın değerlemesi için izlenecek yol aşağıdaki şekildeki gibi ifade edilebilmektedir.²⁷⁰

²⁷⁰ Şeklin çizilmesinde Aswath Damodaran'dan yararlanılmıştır.

Şekil 3.1: Banka Değerlemede İzlenecek Akım Şeması



Özsermayeye serbest nakit akımlarının hesaplanabilmesi için geleceğe yönelik olarak bankaların proforma bilanço ve gelir tablolarının hazırlanması gerekmektedir. Bir bankanın gelecekte yaratabileceği nakit akımı için geçmişte meydana gelen finansal davranışların diğer bir ifade ile geçmiş performansın analiz edilmesi gerekmektedir.

3.2.1.1 Geçmiş Dönem Performansının Analizi

Firma değerlemesi ile ilgili tecrübeler her firmanın kendi gerçekleri ile değerlendirilmesi gerektiğini ve her yapılan değerlemenin diğerinden farklı olduğunu göstermektedir. Bir firmanın değerinin tespitinde ilk adım firmanın geçmiş performansının analiz edilmesidir. Firmanın geçmiş performansının iyi analiz edilmesi gelecek performans ile ilgili tahminlerde bulunurken ve bu

tahminlere göre elde edilen sonuçları değerlendirilirken analiste önemli bir bakış açısı sağlamaktadır.²⁷¹

Çalışmada İMKB’de faaliyet gösteren ticari bankalar değerlemeye tabi tutulmaktadır. Bu bankaların mali tablolarına ait veriler İMKB’nın web sayfasında ilan edilen tablolardan alınmıştır. Ana kalemler itibariyle 7 bankaya ait veriler düzenlenmiştir. Bu çalışmada banka değerinin indirgenmiş nakit akımları ile tespiti için Microsoft Excel sayfaları kullanılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında yapılan işlemler Excel sayfaları ile desteklenerek anlatılacaktır.

Veri seti, 1999 yılından 2006 yılı sonuna kadar İMKB’ de hisse senetleri işlem gören 7 banka için SPK’ nın istediği formattaki banka bilanço ve gelir tablosundan alınarak oluşturulmuştur. Bu bankalar; Akbank, Alternatif Bank, Fortis, Finans Bank, İş Bankası, Türk Ekonomi Bankası ve Tekstil Bank’dır.

Çalışmada kullanılan 7 bankaya ait veriler yukarıda da belirtildiği gibi İMKB sayfasından indirilmiştir. İMKB’den indirilen adı geçen bankalara ilişkin bilanço ve gelir tablolarının dönemler arasındaki formatlarının ve parasal tutar ifadelerinin farklılık göstermesi nedeniyle veriler yeniden düzenlenmiştir. Tutar ifadelerinin farklılıklarının oran hesaplanmasında bir yanlışlığa neden olmaması için geçmişe yönelik verilerin hepsi YTL olarak yeniden düzenlenmiştir. Bütün hesaplar ana hesaplar itibariyle dikkate alınırken, aktifte yer alan “Krediler” ve pasifte yer alan “Mevduat” hesapları alt hesap düzeyinde dikkate alınmıştır. Ayrıca bilanço ve gelir tablosunun yanında bazı bilgilerin derlenmesi için her yıla ilişkin İMKB’den elde edilen “Faaliyet Raporları”ndan yararlanılmıştır. Faaliyet Raporları’ndan elde edilen bilgiler;

- Maddi duran varlıkların amortisman giderleri,
- Maddi olmayan duran varlıkların amortisman giderleri,
- Personel giderleri,

²⁷¹ ERCAN Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN, a.g.e., s. 81-82

- Orta ve uzun vadeli mevduatlar,
- Alınan kredilerin orta ve uzun vadeli kısmı,
- Alım satım amaçlı menkul kıymetlerin uzun vadeli kısmı (1 yıl ve üzeri),
- Satılmaya hazır menkul kıymetlerin uzun vadeli kısmı (1 yıl ve üzeri),
- Son yıla ait hisse senedi sayısıdır.

Bankaların finansal verileri her yıl dönem sonu tarihli T.C. Merkez Bankası ABD Doları Efektif Satış Kuru ile yeniden düzenlenmiştir. Analizler ve her türlü hesaplamalarda döviz cinsinden düzenlenmiş finansal tablolar esas alınmıştır.²⁷² Çalışmada kullanılan ilgili bankalara ait bilanço, gelir tabloları ve gerekli bilgiler çalışmanın ekinde verilen EK-1’de detaylı olarak incelenebilmektedir.

3.2.1.1.1 Performansların Analizi

Çalışmada düzenlenmiş veriler üzerinden geçmişe yönelik aşağıdaki analizler yapılmaktadır.

- Dikey yüzde analizi
- Aktif toplamı cinsinden yüzde analizi
- Faiz gelirleri cinsinden yüzde analizi
- Faiz giderleri cinsinden yüzde analizi
- Mevduat toplamı cinsinden yüzde analizi
- Krediler toplamı cinsinden yüzde analizi

Yukarıda ifade edilen analizlerin yanı sıra yıllar itibariyle aşağıdaki oranlar da hesaplanmaktadır.

- Aktif Büyüme Hızı

²⁷² ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, (2006), s.109-111

- Krediler/Toplam Aktif
- Takipteki Krediler/Toplam Krediler
- Mevduat/Toplam Aktif
- Alınan Krediler/Toplam Aktif
- Krediler/Mevduat
- Zorunlu Karşılıklar/Mevduat
- Kısa Vadeli Krediler/Krediler
- Orta ve Uzun Vadeli Krediler/Krediler
- YP Krediler/Krediler
- YP Kısa Vadeli Krediler/Toplam Kısa Vadeli Krediler
- YP Orta ve Uzun Vad. Krediler/Toplam Orta ve Uzun Vad. Krediler
- YP Mevduat/Toplam Mevduat
- ROA
- ROE

Yukarıda yıllar itibariyle bulunan oranların ortalamaları ve standart sapmaları da hesaplanmaktadır. Bazı verilerin ortalaması ve standart sapmalarında tüm dönemler dikkate alınırken, bazılarında ise son 3 yıl dikkate alınmıştır.²⁷³ Bazı yıllarda son 3 yılın kullanılmasının sebebi ise daha önceki yıllara ait verilerin istenen formatta bulunamamasından ve konjonktürel durumun daha iyi yansıtılmak istenmesinden kaynaklanmaktadır.

Yukarıda ana hatları ile ifade edilen bilgilerin detayları ve programın çalışma aşamaları bu bölümde ifade edilmektedir.

Çalışma her aşamasında kullanılacak bilgileri ifade eden 5 alt bölümden oluşmaktadır. Bunlar sırasıyla aşağıdadır:

²⁷³ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**, (2006), s.110-111

1. Verilerin Aktarılması
2. Dolar Kuruna Çevirim
3. Projeksiyon Kriterleri
4. Özsermaye Maliyeti
5. Değer Tespiti ve Rapor

Çalışmanın ilk aşaması olan bu bölümde veri tabanında bulunan 7 bankaya ilişkin bilanço, gelir tablosu ve bazı dipnot bilgileri derlenmektedir. Örnek banka için kullanılan bilgiler EK-1’de yer almaktadır.

Çalışmanın ikinci aşaması olan Dolar Kuruna Çevirim’de ise YTL olarak düzenlenmiş geçmiş bilgilerin aynı bilanço tarihindeki T.C. Merkez Bankası Efektif Satış Kuru bilgileri yine YTL cinsinden dikkate alınmaktadır. Çalışmada kullanılan dolar kurları YTL cinsinden yıllar itibariyle aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.6: 1999 – 2006 Yılları Arasında Kullanılan Dolar Kurları

Yıllar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1 \$ =	0,5427	0,675	1,4336	1,6476	1,3999	1,3427	1,3503	1,4105

Çalışmada ilerleyen aşamalarında da varsayılan kur olarak ABD Dolar kuru ve burada ifade edilen kurlar dikkate alınmaktadır. Farklı bir kur girerek de değerlendirme yapmak mümkündür. Çalışmada kullanılan örnek banka için yapılan dolar çevrimleri EK-2’de yer almaktadır.

Çalışmada bankaların mali tablolarının 2002 yılından itibaren enflasyon muhasebesi düzeltmelerine tabi tutulması nedeniyle enflasyon düzeltmesi yapılmamış olup mali tablolar dolar cinsinden ifade edilmiştir.

3.2.1.1.2 Performans Analizinin Örnek Banka Üzerinde Uygulaması

Çalışmada verilecek örnek İMKB’ında işlem gören AKBANK’a aittir. Çalışmanın bu kısmında ise aktarılan verilerin Excel sayfasında değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan unsurlara değinilmektedir.

Bankaların performans analizleri büyüme başlığı altında incelenmektedir. Verileri aktarıldıktan sonra dolara çevrilmekte ve analizlere tabi tutulmaktadır. Örnek banka için yapılan analizler sonucunda aşağıdaki tablolar ve grafikler oluşturulmaktadır. Bu analizlerden amaç nakit akışları ile analizin temelini oluşturan gelecekte yaratılacak nakit akımlarının en doğru şekilde tespit edilmesidir.

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile değerlemenin temeli gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesine bağlıdır. Geleceği tahmin etmek ise geçmişin iyi analiz edilmesine dayanır.²⁷⁴ Geçmiş dönemlerde bilanço ve gelir tablosunun yapısı, zaman içerisinde gösterdikleri eğilim geleceği tahmin etmek için bir diğer ifadeyle proforma mali tabloların oluşturulması açısından önem arz etmektedir. Örnek banka için yapılan analizler aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

²⁷⁴ LUNDHOLM Russell ve Richard SLOAN; Equity Valuation and Analysis with Eval, Mc Graw Hill, New York, 2004, s. 56-57

Tablo 3.7: Örnek Banka İçin Yapılan Analiz Sonuçları

AKBANK	Yatay Analiz								Ortalama	Std.Sapma
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Seçilmiş Bazı Oranlar										
Aktif Büyüme Hızı		35,88%	42,58%	-4,51%	41,91%	23,46%	49,20%	8,55%	28,15%	19,89%
Krediler / Toplam Aktif	31,62%	35,74%	28,23%	25,69%	29,57%	37,06%	42,20%	49,48%	34,95%	7,92%
Takipteki Krediler / Toplam Krediler	0,61%	0,23%	1,95%	1,81%	1,27%	1,58%	1,62%	2,09%	1,39%	0,66%
Mevduat / Toplam Aktif	59,75%	59,47%	69,26%	67,87%	64,79%	57,05%	60,04%	59,72%	62,24%	4,47%
Alınan Krediler / Toplam Aktif	15,01%	20,75%	15,59%	13,17%	12,37%	13,88%	13,90%	16,08%	15,09%	2,60%
Krediler / Mevduat	52,93%	60,10%	40,76%	37,86%	45,63%	64,96%	70,29%	82,85%	56,92%	15,56%
Zorunlu Karşılıklar / Mevduat	6,75%	2,69%	1,37%	2,04%	2,54%	1,61%	1,49%	1,06%	2,44%	1,83%
Kısa Vadeli Krediler / Krediler	72,84%	56,88%	36,14%	29,84%	37,35%	46,92%	46,76%	44,05%	46,35%	13,50%
Orta ve Uzun Vadeli Krediler / Krediler	27,16%	43,12%	63,86%	70,16%	62,65%	53,08%	53,24%	55,95%	53,65%	13,50%
YP Krediler / Krediler					55,99%	39,88%	33,59%	30,45%	39,98%	11,37%
YP KV Krediler / Toplam Kısa Vadeli Krediler					29,04%	17,83%	19,60%	0,00%	16,62%	12,12%
YP OUV Krediler / Toplam OUV Krediler					72,05%	59,36%	45,88%	0,00%	44,32%	31,42%
YP Mevduat / Toplam Mevduat					68,62%	66,12%	44,95%	43,90%	55,90%	13,29%
ROA	7,31%	4,67%	-0,09%	2,80%	4,49%	2,92%	2,75%	2,79%	3,46%	2,13%
ROE	41,99%	31,75%	-0,75%	21,10%	26,27%	16,39%	22,51%	22,65%	22,74%	12,30%
Net Faiz Marjı		6,76%	4,07%	15,20%	14,50%	12,44%	16,88%	21,66%	13,07%	6,00%
MEVDUAT	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Ortalama	Std.Sapma
Bankalararası Mevduatı	2,84%	8,43%	5,56%	2,83%	7,00%	4,99%	8,40%	5,07%	6,37%	1,65%
Tasarruf Mevduatı	25,18%	22,85%	14,61%	18,24%	23,18%	26,79%	34,10%	38,73%	30,70%	7,02%
Resmi Kuruluşlar Mevduatı	0,02%	0,03%	0,04%	0,04%	0,07%	0,04%	0,07%	0,09%	0,07%	0,02%
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	6,21%	7,54%	4,16%	6,93%	6,34%	5,95%	12,54%	9,27%	8,52%	3,06%
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	1,24%	0,74%	0,87%	1,21%	1,14%	0,82%	5,08%	4,48%	2,88%	2,21%
Döviz Tevdiat Hesabı	64,50%	60,41%	74,76%	70,75%	62,26%	61,40%	39,80%	42,36%	51,46%	12,03%
Kıymetli Madenler Depo Hesapları	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
KREDİLER	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Ortalama	Std.Sapma
Kısa Vadeli	72,84%	56,88%	36,14%	29,84%	37,35%	46,92%	46,76%	44,05%	43,77%	4,48%
Orta ve Uzun Vadeli	27,16%	43,12%	63,86%	70,16%	62,65%	53,08%	53,24%	55,95%	56,23%	4,48%
Takipteki Krediler (Net)	0,61%	0,23%	1,95%	1,81%	1,27%	1,58%	1,62%	2,09%	1,64%	0,34%
Özel Karşılıklar (-)	0,00%	0,00%	1,95%	1,81%	1,27%	1,58%	1,62%	2,09%	1,64%	0,34%

Tablo 3.8: Örnek Banka İçin Yapılan Analiz Sonuçları-Devamı

FAİZ GELİRLERİ VE GİDERLERİ İÇİN % DAĞILIMLARI

FAİZ GELİRLERİ	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Ortalama	Std.Sapma
Kredilerden Alınan Faizler	32,95%	36,00%	33,60%	23,95%	25,76%	43,21%	51,81%	59,66%	45,11%	14,55%
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0,00%	0,00%	0,46%	1,85%	2,31%	1,93%	2,05%	2,25%	2,13%	0,18%
Bankalardan Alınan Faizler	5,15%	41,72%	21,98%	1,26%	0,51%	0,45%	0,59%	1,11%	0,67%	0,30%
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	1,34%	1,32%	11,13%	21,41%	8,33%	0,91%	0,06%	0,02%	2,33%	4,02%
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	58,39%	20,91%	32,74%	51,51%	63,00%	53,47%	45,47%	36,91%	49,71%	11,14%
Diğer Faiz Gelirleri	2,17%	0,05%	0,10%	0,03%	0,09%	0,02%	0,03%	0,04%	0,05%	0,03%
FAİZ GİDERLERİ	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Ortalama	Std.Sapma
Mevduata Verilen Faizler										
Bankalararası Mevduata	2,24%	7,87%	5,12%	3,00%	1,50%	2,08%	4,25%	4,01%	2,96%	1,37%
Tasarruf Mevduatına	60,20%	42,15%	54,22%	54,30%	60,24%	58,94%	45,64%	48,51%	53,33%	7,34%
Resmi Kuruluşlar Mevduatına	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,05%	0,02%	0,02%	0,02%
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	0,65%	0,02%	0,01%	1,22%	3,03%	2,92%	13,17%	10,34%	7,36%	5,20%
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	6,97%	4,16%	3,51%	6,00%	6,56%	5,64%	4,04%	4,18%	5,10%	1,21%
Döviz Tevdiat Hesaplarına	21,51%	27,17%	25,34%	15,70%	14,55%	15,07%	10,60%	11,46%	12,92%	2,22%
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	2,07%	2,06%	1,42%	13,59%	9,25%	8,78%	14,36%	10,59%	10,75%	2,53%
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	6,29%	16,52%	10,02%	5,97%	4,66%	6,41%	7,81%	10,79%	7,42%	2,59%
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diğer Faiz Giderleri	0,05%	0,05%	0,35%	0,22%	0,20%	0,15%	0,09%	0,12%	0,14%	0,05%

Örnek banka için yapılan analizde temelde bilânço ve gelir tablosundaki kalemlerin gelişimi incelenmeye çalışılmıştır. İlk olarak aktifin büyüme hızı bir önceki yıla göre tespit edilmiştir. Aktifin büyüme oranı, bir önceki yıl baz alınarak aktif toplamında meydana gelen artışın bir önceki yılın aktif toplamına bölünmesi suretiyle bulunmaktadır. Örnek banka için 2002 yılındaki krizinde etkisiyle bir daralma yaşanmış olmasına ve 2006 yılında büyüme hızının yavaşlamasına rağmen ortalama büyüme oranının %28 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Örnek banka için 2006 yılında aktif büyüme hızının düşmesi bu bankayı değerleyecek olan yatırımcı açısından önemlidir. Bu yavaşlamanın süreklilik arz edip etmeyeceği bankanın gelecekte yaratacağı nakit akışlarının hesaplanmasında önemlidir. Çalışmanın ekinde verilen analizle çeşitli büyüme alternatiflerine göre bankanın değeri ölçülebilmekte ve bankanın değerinin büyümeye duyarlılığı hesaplanabilmektedir.

Bu analizde bankaların mevduat, kredi, plase oranları, faiz marjları, faiz gelirleri ve faiz giderleri ilişkin olarak geliştirdikleri hareket tarzları da incelenmeye çalışılmıştır. Örneğin ele alınan banka için kredilerin toplam aktif içindeki payının ortalaması %35 iken son yıllarda ekonomideki gelişmelerin de etkisi ile %50'lere doğru yükselmiştir. Mevduat ise toplam aktifin ortalama %62'sini oluşturmaktadır. Toplanan mevduatın önemli bir kısmı, örnek bankla için ortalama %52'si döviz tevdiat hesabı ile %31'i ise tasarruf mevduatından oluşmaktadır. Bankaların topladıkları mevduatın ne kadarını kredi olarak dağıttığı plase oranıyla (Kredi/Mevduat) hesaplanmaktadır. Örnek banka için bu oranın ortalama %57'lerde oluşmasına karşılık ekonomideki gelişmelere paralel olarak kriz yıllarında %38'lere kadar düştüğü ve 2006 yılında ise %83'e kadar çıktığı gözlenmektedir.

Bankaların net faiz gelirlerin aktife oranlamasından ise net faiz marjı bulunmaktadır. Bankaların son yıllarda faiz marjlarının arttığı gözlenmektedir. Örnek banka için ortalama net faiz marjı %13'lerde oluşurken 2006 yılında bu oran %22'ye kadar çıkmıştır. Bankalar mevduatın önemli bir kısmını tasarruf mevduatı ve döviz tevdiat hesapları olarak toplamaktadır. Kriz dönemlerinde

mudilerin döviz tevdiatı hesaplarına yöneldiği görülmektedir. Örnek banka için mevduatın ortalama %31'i tasarruf mevduatı ve %52'si döviz tevdiat hesapları olarak toplanmaktadır.

Tablo 3.7'de ise faiz gelirleri ve giderlerinin kendi içerisinde dağılımları verilmektedir. Faiz gelirlerinin ve giderlerinin yıllar itibarıyla gelişimi incelenmektedir. Örnek banka için faiz gelirlerinin dağılımı incelendiğinde ortalama %45'lik bir payın kredilerden alınan faiz gelirlerinden ve %50'lik bir kısmın ise menkul değerlerden alınan faizlerden oluştuğu görülmektedir. Kriz yıllarında (2001 – 2002) menkul değerlerden alınan faizler önemli bir paya sahipken 2005 ve 2006 yıllarında kredilerden alınan faizlerin %60'ları bulunduğu görülmektedir. Son yıllarda bankaların asıl işlevi olan aracılık faaliyetine geri döndükleri görülmektedir. Verilen faiz giderlerindeki gelişim incelendiğinde ise önemli paya toplanan tasarruf mevduatlarına ödenen faizlerin sahip olduğu görülmektedir. Tasarruf mevduatına ödenen faizlerin toplam faiz giderleri içindeki payı örnek banka için ortalama %53'lük bir orandır.

Analizden de anlaşıldığı gibi geçmiş dönemde bankaların geliştirdikleri finansal hareket tarzı gelecek projeksiyonu için önemli göstergeler sunmaktadır. Çalışmanın projeksiyon kısmında seçilen değer sürücüleri için bu oranlar ve standart sapmaları kullanılacaktır.

3.2.1.2 Bilânço ve Gelir Tablosu Kalemlerinin Projeksiyonu (Proforma Tabloların Hazırlanması)

Tahmini nakit akışlarının belirlenebilmesi için bilânço kalemlerinin projeksiyona tabi tutulması gerekmektedir. Bilânço bankaların borçlarını, yatırımlarını, mevduat gibi gelir ve harcamalarını da içeren değer sürücülerini kapsamaktadır. Bu değer sürücülerini baz alarak gelecekte nakit akışlarını tahmin etmek, gelir ve harcamalara dışarıdan değer atamak suretiyle yapılan tahmine göre daha kompleks bir işlemdir. Bilânço kalemlerinin projeksiyonu

ile ilgili kullanılabilecek yöntemler vardır. Rezaee'nin²⁷⁵ kullandığı yöntem yedi basamaktan oluşmaktadır. Bu basamaklar aşağıdaki gibidir.

1. Varlıkların bir önceki yıla göre seviyelerinin ve büyüme hızının tespit edilmesidir.
2. Getirili ve Getirisiz aktiflerin toplam aktiflere oranı bulunmaktadır.
3. Toplam kredilerin getirili aktiflere oranı, net kredilerin büyüme oranı (rezervler dikkate alınarak)
4. Getirili aktiflerle net krediler arasındaki farkı dikkate alarak yatırımları ve diğer getirili aktifleri tahmin
5. Toplam varlıklar ile özsermaye arasındaki fark ile borçların tahmini
6. Vadeli ve vadesiz mevduatın toplam borçlara oranı
7. Risk ağırlıkları altında sermaye gereksiniminin tahmin edilmesidir.

Rezaee aynı kitabında bilanço kalemlerinin bazılarının projeksiyonu için alternatif yollarda önermektedir. İndirgenmiş nakit akımlarının yaklaşımına göre firma değerlemenin başarısı gelecekte yaratılacak nakitlerin doğru tahmin edilmesine bağlıdır. Nakit akımların doğru tahmin edilip edilmemesi bu yaklaşımın subjektif yanını ortaya çıkarmaktadır. Nakit akımlarının doğru tahmin edilebilmesi için hesaplamada kullanılacak olan unsurların gerçeğe uygun olarak projekte edilmesi gerekmektedir. Rezaee'nin önerdiği projeksiyon yaklaşımları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

²⁷⁵ REZAAEE Zabihollah; **a.g.e.**, s.341-342

Tablo 3.9: Bankacılık Sistemi Bilânço Kalemlerinin Tahmininde Kullanılabilecek Projeksiyon Yaklaşımları

Bilanço Unsurları	Alternatif Projeksiyon Teknikleri
Krediler	Pazar payı Bir önceki yıla göre değişim Toplam varlıkların yüzdesi Salt değeri
Kredi Karşılıkları	Toplam kredilerin hedef değeri Geçerli oranlar üzerinden
Yatırımlar (Menkul Kıymet)	Bir önceki yıla göre yüzdesel değişim Toplam varlıkların yüzdesi Salt değeri Getirili aktifler ile net krediler arasındaki fark
Diğer Getirili Aktifler	Bir önceki yıla göre yüzdesel değişim Toplam varlıkların yüzdesi
Getirisiz Aktifler	Toplam varlıklar ile getirili aktifler arasındaki fark Toplam varlıkların yüzdesi Bir önceki yıla göre değişim Salt değeri
Toplam Varlıklar	Bir önceki yıla göre değişim Ayrı ayrı varlıkların toplam değerleri Salt değeri
Mevduat	Pazar payı Bir önceki yıla göre değişim Toplam borçların yüzdesi Salt değeri
Borçlar	Bir önceki yıla göre değişim Toplam borçların yüzdesi Salt değeri Toplam borçlar ile mevduat arasındaki fark
Toplam Borçlar	Toplam varlıklar ile özsermaye arasındaki fark Ayrı ayrı borçların (pasif unsurların) toplam değerleri

Kaynak: Zabihollah REZAEI; **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, John Wiley Sons Ltd., New York, Second Edition, 2001, s. 342

Çalışmada bilanço projeksiyonu; aktifin büyüme hızı, mevduatın pasif içinde tutacağı pay, mevduatın ne kadarının kredi olarak kullanılacağı (plase oranı), net faiz marjı üzerine kurgulanmış olup çalışmada Excel sayfaları aracılığıyla otomatik olarak bilgisayara yaptırılmaktadır.

3.2.1.2.1 Projeksiyon Kriterleri

Çalışmanın bu aşaması ise geçmiş bilgilerden yararlanarak geleceğe dönük tahminlerin ve varsayımların yapılabildiği alandır. Çalışmada kullanılan projeksiyon kriterleri aşağıdaki gibidir.²⁷⁶

- 1) Dönem sayısı
- 2) Aktif büyüme oranı
- 3) Mevduat / Pasif oranı
- 4) Kredi / Mevduat oranı
- 5) Net faiz marjı
- 6) Kurumlar vergisi yükü

3.2.1.2.1.1 Dönem Sayısı

Geleceğe dönük olarak kaç yıl için tahmin yapılacağıının belirlendiği kriterdir. Microsoft Excel uygulamalarında her bir sayfada bilindiği üzere 255 adet sütun bulunmaktadır. Buna göre programda ilk iki sütun dışında 253 yıla ilişkin projeksiyon yapılabilmesi mümkün olup, uygulamada genellikle 3 ile 10 yıl arası yapılan tahminler daha isabetli sonuçlar vermektedir.

Çalışmada örnek banka ve diğer bankalar için 5 yıllık bir dönem tahmin edilmeye çalışılacaktır. Diğer taraftan dönemlerde kullanılacak olan değer sürücülerindeki değişme sabit yada değişken olarak da girilebilir. Örneğin geleceğe yönelik projeksiyonda değerlemeyi yapan kişi ilk yıllardaki büyümeyi yüksek daha sonraki yıllarda ise düşük yada tam tersi alternatifleri veya her yıl için ayrı bir büyüme oranı belirleyebilir. Bu durum kullanılan tüm değer sürücülerini için geçerlidir. Çalışmada hesaplamalar dönemlerdeki değişiminin sabit olduğu varsayımı üzerine yapılmaktadır.

²⁷⁶ Çalışmanın bu kısmında Metin Kamil ERCAN vd., **a.g.e.**, (2006)'da kullanılan program 2006 yılı verileri ilave edilip kullanılmıştır.

3.2.1.2.1.2 Aktif Büyüme Oranı

Çalışmada gelecekteki nakit akımlarının bulunabilmesi için proforma mali tabloların hazırlanmasında çıkış noktası aktif büyüme oranının belirlenmesidir. Bankalarda geçmiş yılların aktif büyüme hızının ortalaması verilirken, bu ortalamanın sahip olduğu standart sapma (riski) oranı da verilmektedir.

Bankaların aktif büyüme oranı; bir sonraki yılın aktif toplamı bir önceki yılın aktif toplamından çıkarılıp bir önceki yılın aktif toplamına bölünerek hesaplanmıştır. Bu durum formüle edilmek istenirse aşağıdaki eşitlik ortaya çıkmaktadır.

$$\text{Aktif Büyüme Oranı}_{2006} = \frac{AT_{2006} - AT_{2005}}{AT_{2005}} \quad (1)$$

AT= Aktif Toplamı

Yıllar itibariyle aktif büyüme oranları bulunduktan sonra bunların ortalaması bulunmaktadır. Ortalama bulunurken 2000 yılından 2006 yılına kadar olan 7 yılın aktif büyüme oranları kullanılmaktadır. Bulunan değerlerin aritmetik ortalaması hesaplanmaktadır.

Aktifin büyüme oranı bulunduktan sonra ortalama ortalamadan meydana gelen sapmalar, standart sapma ile hesaplanmaktadır. Örnek banka için yapılan hesaplamalar doğrultusunda;

Aktif büyüme oranı = 0,2755

Standart sapma = 0,2062 olarak bulunmuştur.

Örnek bankanın aktif büyüme oranı bir standart sapma aralığında yaklaşık %7 ile %43 arasında olabilecektir. Çalışmada örnek banka için baz alınacak büyüme oranı %15 olarak belirlenmektedir. Gelecek yıllarda aktif belirlenen bu oran üzerinden projekte edilen her yıl için büyütülecektir.

Ancak yine çalışmada duyarlılık analizi ile bankaların aktif büyüme oranının değişmesine karşılık değerinde meydana gelecek değişiklikler bankalar bazında çalışmanın 4. bölümünde uygulama kısmında detaylı olarak ele alınmaktadır.

3.2.1.2.1.3 Mevduat / Pasif Oranı

Projeksiyon kriterlerinden diğer bir oran ise mevduatın pasif içindeki oranıdır. Burada ifade edilmek istenen ise pasif toplamının yüzde kaçının mevduatlardan oluştuğudur. Bankaların önemli bir kaynağı mevduatlarıdır. Bilançoda pasifte yer alan mevduat bankalar için borç niteliğinde olup bankaların güvenilirliğine ve verdikleri faiz oranına göre şekillenmektedir.

Çalışmada önemli bir değer sürücüsü olarak belirlenen mevduat / pasif oranı geçmiş yıllar için mevduat toplamı aktif yada pasif toplamına bölünerek bulunmaktadır. Ayrıca geleceğe doğru projeksiyon yapılırken mevduat ta kendi içerisinde geçmiş yıllardaki dağılımın ortalamasına göre de dağıtılmaktadır. Mevduatın tasarruf, döviz tevdiat hesapları vb. hesaplar arasındaki dağılımın bilinmesi gelir tablosunda bu mevduata verilen faizle ilişkilendirilmesi açısından önemlidir.

Mevduat / pasif oranı 8 yıl için detayları ile birlikte hesaplanarak aritmetik ortalaması bulunmuştur. Örnek banka için yapılan hesaplamalar doğrultusunda;

$$\text{Mevduat/pasif oranı} = 0,6224$$

$$\text{Standart sapması} = 0,0447 \text{ olarak bulunmuştur.}$$

Örnek bankanın mevduat/pasif oranı bir standart sapma aralığında yaklaşık %58 ile %65 arasında olabilecektir. Çalışmada örnek banka için baz alınacak oran %65 olarak belirlenmektedir. Gelecek yıllarda mevduatın pasif içindeki payı belirlenen bu oran üzerinden projekte edilecektir.

3.2.1.2.1.4 Kredi / Mevduat Oranı

Projeksiyon kriterlerinin diğer bir oranı da Kredi/Mevduat oranıdır. Burada ifade edilmek istenen, toplanan mevduatın ne kadarının kredi olarak kullanıldığı diğer bir ifadeyle, mevduatın krediye plase oranıdır. Bankaların son yıllarda aracılık fonksiyonunu yerine getirmeye başlamasıyla birlikte bu oranın artış eğilimi gösterdiği bilinmektedir.

Çalışmada önemli bir değer sürücüsü olarak belirlenen kredi / mevduat oranı geçmiş yıllar için mevduat toplamının kredilerin toplamına bölünmesi ile bulunmaktadır. Ayrıca geleceğe doğru projeksiyon yapılırken kredilerde kendi içerisinde geçmiş yıllardaki dağılımın ortalamasına göre de dağıtılmaktadır. Krediler, kısa ile orta ve uzun vadeli krediler olarak ayırma tabi tutulmuş ve projeksiyon yapılırken bu ayırım dikkate alınmıştır.

Kredi / Mevduat oranı 8 yıl için detayları ile birlikte hesaplanarak aritmetik ortalaması bulunmuştur. Örnek banka için yapılan hesaplamalar doğrultusunda;

$$\begin{aligned} \text{Kredi / Mevduat oranı} &= 0,5692 \\ \text{Standart sapması} &= 0,1556 \text{ olarak bulunmuştur.} \end{aligned}$$

Örnek bankanın kredi / mevduat oranı bir standart sapma aralığında yaklaşık %41 ile %72 arasında olabilecektir. Çalışmada örnek banka için baz alınacak oran %65 olarak belirlenmektedir. Gelecek yıllarda kredilerin mevduata aktarılma payı (plase oranı) belirlenen bu oran üzerinden projekte edilecektir.

3.2.1.2.1.5 Net Faiz Marjı

Çalışmada kullanılan büyüme oranları bilanço hesaplarının büyüme oranlarını ifade ederken, aşağıda belirtilen “Net Faiz Marjı” ise gelir tablosunun büyümesinde dikkate alınan en önemli oranlar bütünüdür. Gelir tablosunun en önemli iki kalemi olan faiz geliri ve faiz giderlerinin projeksiyon yapılacak dönemde tahmininde kullanılan Net Faiz Marjı hesaplaması için geçmiş dönem ortalamaları aşağıdaki tabloda hesaplanmaktadır.

Tablo 3.10: Örnek Banka İçin Faiz Marjları ve Gelir Tablosu İçindeki Paylarının Hesaplanması

AKBANK										
GELİR TABLOSU	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Ortalama	Std. Sapma
FAİZ GELİRLERİ										
Kredilerden Alınan Faizler	0,27	0,19	0,36	0,13	0,11	0,15	0,12	0,14	0,136773	0,016271
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0,00	0,00	0,03	0,05	0,06	0,04	0,03	0,00	0,024034	0,024490
Bankalardan Alınan Faizler	0,10	0,25	0,55	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03	0,022759	0,007938
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0,27	0,06	0,35	0,40	0,78	0,09	0,01	0,00	0,033650	0,377672
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	0,51	0,46	0,29	0,17	0,17	0,15	0,12	0,12	0,131382	0,024373
Diğer Faiz Gelirleri	1,72	0,05	0,15	0,05	0,10	0,02	0,02	0,02	0,021502	0,040916
FAİZ GİDERLERİ										
Mevduata Verilen Faizler										
Bankalararası Mevduata	0,13	0,10	0,13	0,12	0,02	0,04	0,04	0,09	0,058730	0,030566
Tasarruf Mevduatına	0,40	0,20	0,50	0,34	0,27	0,21	0,12	0,15	0,156820	0,069153
Resmî Kuruluşlar Mevduatına	0,12	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01	0,06	0,03	0,032912	0,021321
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	0,02	0,00	0,00	0,02	0,05	0,05	0,09	0,13	0,089558	0,040183
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	0,93	0,60	0,55	0,56	0,60	0,64	0,07	0,11	0,273797	0,308997
Döviz Tevdiat Hesaplarına	0,06	0,05	0,05	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03	0,026014	0,004308
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000000	0,000000
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0,46	0,35	0,00	0,54	0,31	0,07	0,07	0,09	0,077224	0,115287
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	0,04	0,05	0,06	0,03	0,03	0,02	0,03	0,05	0,033749	0,010617
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000000	0,000000
Diğer Faiz Giderleri	0,00	0,01	0,08	0,04	0,03	0,00	0,00	0,00	0,003157	0,012054
FAİZ GELİRLERİ	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Ortalama	
Kredilerden Alınan Faizler	0,33	0,36	0,34	0,24	0,26	0,43	0,52	0,60	0,52	
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Bankalardan Alınan Faizler	0,05	0,42	0,22	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0,01	0,01	0,11	0,21	0,08	0,01	0,00	0,00	0,00	
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	0,58	0,21	0,33	0,52	0,63	0,53	0,45	0,37	0,45	
Diğer Faiz Gelirleri	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
FAİZ GİDERLERİ	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%		
Mevduata Verilen Faizler	0,92	0,81	0,88	0,80	0,86	0,85	0,78	0,79	0,80	
Bankalararası Mevduata	0,02	0,08	0,05	0,03	0,02	0,02	0,04	0,04	0,03	
Tasarruf Mevduatına	0,60	0,42	0,54	0,54	0,60	0,59	0,46	0,49	0,51	
Resmî Kuruluşlar Mevduatına	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	0,01	0,00	0,00	0,01	0,03	0,03	0,13	0,10	0,09	
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	0,07	0,04	0,04	0,06	0,07	0,06	0,04	0,04	0,05	
Döviz Tevdiat Hesaplarına	0,22	0,27	0,25	0,16	0,15	0,15	0,11	0,11	0,12	
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0,02	0,02	0,01	0,14	0,09	0,09	0,14	0,11	0,11	
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	0,06	0,17	0,10	0,06	0,05	0,06	0,08	0,11	0,08	
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Diğer Faiz Giderleri	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	

Net Faiz Marjı Detayları öncelikle “Grup Toplamına Göre % Dağılımları” ile ifade edilen faiz gelirleri ve faiz giderleri ayrı ayrı grup toplamı olarak gösterilmektedir. Faiz gelirin %100 olarak kabul edilmesi halinde grup içi alt hesapların toplam cinsinden dağılımları da hemen altında gösterilmektedir. Faiz giderlerinin de yine aynı şekilde grup toplamı %100 ile ifade edilirken, alt detayları yine bu toplamın içindeki payı cinsinden ifade edilmiştir. Faiz giderleri altında yer alan ilk alt hesap olan “Mevduata Verilen Faizler” hesabı da yine kendine ait 7 alt hesaptan oluşmaktadır. Bu 7 hesabın faiz giderleri içindeki yüzdesel dağılımının toplamı mevduata verilen faizler hesabının oranına eşit olmaktadır.

Net faiz marjı formunda yer alan ikinci önemli veriler ise, her bir faiz gideri ya da faiz geliri kaleminin yıllara göre bilançoadaki ilgili hesaba oranlanmasının ortalamalarını ifade etmektedir. Net faiz marjı son oransal verileri olan “Bilanço Kalemine Göre Risk” ile ifade edilmek istenen de, yukarıda ortalamaları açıklanan oranların sahip olduğu standart sapmalarını göstermektedir.

Net faiz marjı bulunurken kullanılan oranların nasıl hesaplandığı ise aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 3.11: Net Faiz Marjı Faiz Gelirlerinin Hesaplanmasının Detayları

FAİZ GELİRLERİ	Gelir Tablosu Kalemi / Bilânço Kalemi
Kredilerden Alınan Faizler	Kredilerden Alınan Faiz / Krediler
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faiz / Zorunlu Karşılıklar
Bankalardan Alınan Faizler	Bankalardan Alınan Faiz / Bankalar ve Diğer Mali Kuruluşlar
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler / Para Piyasaları
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	Menkul Değerlerden Alınan Faiz / (Alım Satım Amaçlı Menkul Değerler + Satılmaya Hazır Menkul Değerler + Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değerler)
Diğer Faiz Gelirleri	Diğer Faiz Gelirleri / Diğer Aktifler

Tablo 3.12: Net Faiz Marjı Faiz Giderlerinin Hesaplanmasının Detayları

FAİZ GİDERLERİ	Gelir Tablosu Kalemi / Bilânço Kalemi
Mevduata Verilen Faizler	
Bankalararası Mevduata	Bankalararası Mevduata Verilen Faizler / Bankalararası Mevduat
Tasarruf Mevduatına	Tasarruf Mevduatına Verilen Faizler / Tasarruf Mevduatı
Resmi Kuruluşlar Mevduatına	Resmi Kuruluşlar Mevduatına Verilen Faizler / Resmi Kuruluşlar Mevduatı
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	Ticari Kuruluşlar Mevduatına Verilen Faiz / Ticari Kuruluşlar Mevduatı
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	Diğer Kuruluşlar Mevduatına Verilen Faiz / Diğer Kuruluşlar Mevduatı
Döviz Tevdiat Hesaplarına	Döviz Tevdiat Hesaplarına Verilen Faiz / Döviz Tevdiat Hesabı
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	Kıymetli Maden Depo Hesaplarına Verilen Faiz / Kıymetli Maden Depo Hesapları
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faiz / Para Piyasaları
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	Kullanılan Kredilere Verilen Faizler / Alınan Krediler
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faiz / İhraç Edilen Menkul Kıymetler
Diğer Faiz Giderleri	Diğer Faiz Giderleri / (Muhtelif Borçlar + Diğer Yabancı Kaynaklar)

Yukarıda hesaplama detayları verilen net faiz marjı her yıl için hesaplanmakta ve bu verilerin ortalamaları ile standart sapması da hesaplanarak çalışmada gösterilmektedir.

Bu hesaplamalarda bankanın yabancı para pozisyonu dikkate alınmadığından gelir tablosunun “Kredilerden Alınan Faizler” detayındaki Türk Parası ve Yabancı Para kredilerinden alınan faiz detayları çalışmada hesaplanmamaktadır. Proforma gelir tablolarının düzenlenmesinde kredilerden alınan faizler toplamı ana kalem olarak verilmekte, detaylar gösterilmemektedir.

Çalışmada, kar marjları dönem sonu döviz kurları üzerinden hesaplanmakta olup, net faiz marjı hesaplanırken yansıyan geçmiş dönem

ortalamaları ve standart sapmaları 2004 yılından başlayan son üç dönemi içermektedir.

Örnek banka için faiz marjları ve gelir tablosundaki dağılımları yıllar itibariyle ortalamalar kullanılmıştır. Örnek banka için bu ortalama rakamların görünümü aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.13: Örnek Banka İçin Faiz Marjları ve Gelir Tablosundaki Paylarının Dağılımı

%100	Faiz Gelirleri	Marj
%52	Kredilerden Alınan Faizler	0,14
%2	Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0,02
%1	Bankalardan Alınan Faizler	0,02
%0	Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0,03
%45	Menkul Değerlerden Alınan Faizler	0,13
%0	Diğer Faiz Gelirleri	0,02
%100	Faiz Giderleri	Marj
%80	Mevduata Verilen Faizler	
%3	Bankalar Arası Mevduata	0,06
%51	Tasarruf Mevduatına	0,16
%0	Resmi Kuruluşlar Mevduatına	0,03
%9	Ticari Kuruluşlar Mevduatına	0,09
%5	Diğer Kuruluşlar Mevduatına	0,27
%12	Döviz Tevdiat Hesaplarına	0,03
%0	Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0,0
%11	Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0,08
%8	Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	0,03
%0	Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0,0
%0	Diğer Faiz Giderleri	0,0

Örnek banka için yapılan hesaplamalarda faiz gelirlerinin %52'sinin verdiği kredilerden aldığı faizlerden oluştuğu, %45'ininde elindeki menkul kıymetlerden elde ettikleri faizlerden oluştuğu görülmektedir. Banka

kullandırmış olduğu kredilerden yaklaşık ortalama olarak %14 faiz işlettiği görülmektedir. Buradaki hesaplamada dikkate alınması gereken nokta dönem sonunda bilançoda bulunan kredi rakamlarının ortalamaları yansıttığı varsayılmaktadır. Geleceğe yönelik projeksiyonlar ise yukarıdaki ortalamalar ve faiz marjları üzerinden yapılacaktır.

Örnek bankanın faiz giderlerinin önemli bir kısmını yaklaşık %80'ini mevduata verilen faizler oluşturmaktadır. Mevduat içindeki önemli payda tasarruf mevduatına ait olduğu yukarıdaki tablodan görülmektedir. Çalışmada örnek banka için yukarıdaki verilen ortalamalar ve faiz marjları kullanılmıştır.

3.2.1.2.1.6 Kurumlar Vergisi Yüğü

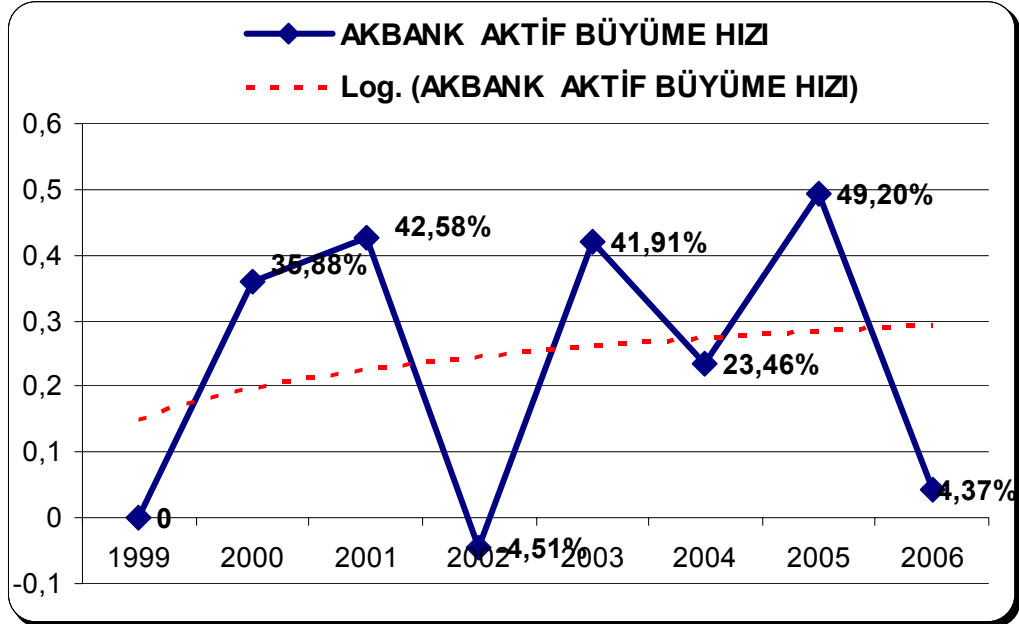
Çalışmada projeksiyon kriterlerinde son oran ise “Kurumlar Vergisi Yüğü” dür. Burada proforma gelir tablosunda örnek bankaya ait kurumlar vergisi yüğü kullanılmaktadır. Örnek banka için kurumlar vergisi yüğü %22 olarak kullanılmıştır.

3.2.1.2.2 Projeksiyon Kriterlerinin Örnek Banka Üzerinde Uygulanması

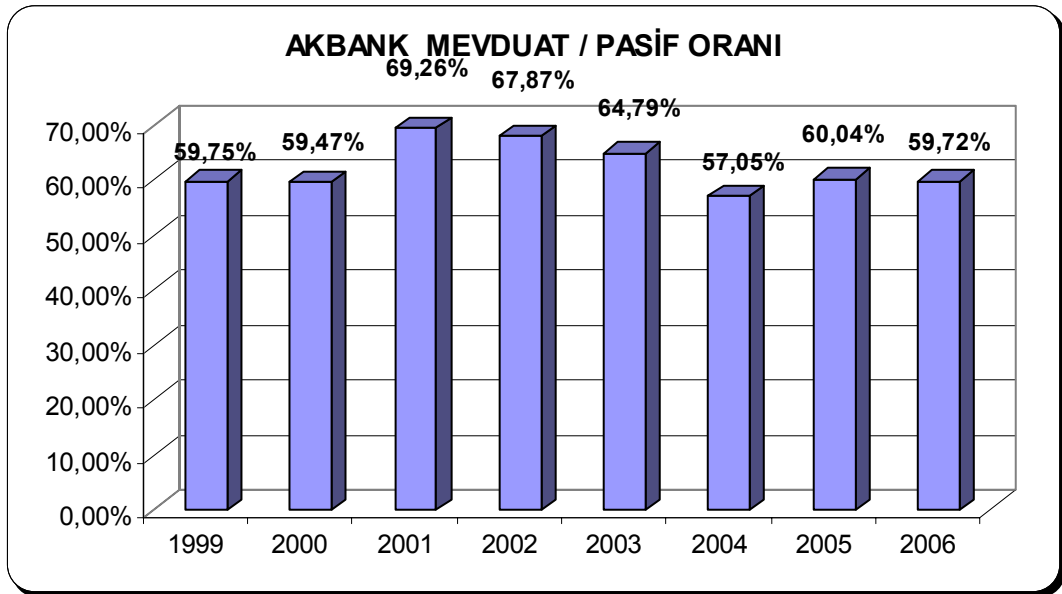
Çalışmanın bu kısmında projeksiyon kriterlerinin geçmişteki verilerinden hareket ederek geleceğe yönelik muhtemel tahminler yapılmaya çalışılmaktadır. Örnek bankanın projeksiyon kriterlerinin geçmişteki verileri aşağıdaki grafiklerde görüldüğü gibidir.

Projeksiyon kriterleri belirlenirken ortalamalar ve standart sapmaları dikkate alınmalıdır. Çalışmada bankalar dışarıdan değerklenmekte olduğu için ortalamalar dikkate alınmış olup bankaların içeriden değerklenmek istenmesi durumunda projeksiyon kriterlerinde farklı rakamlarda kullanılabilecektir.

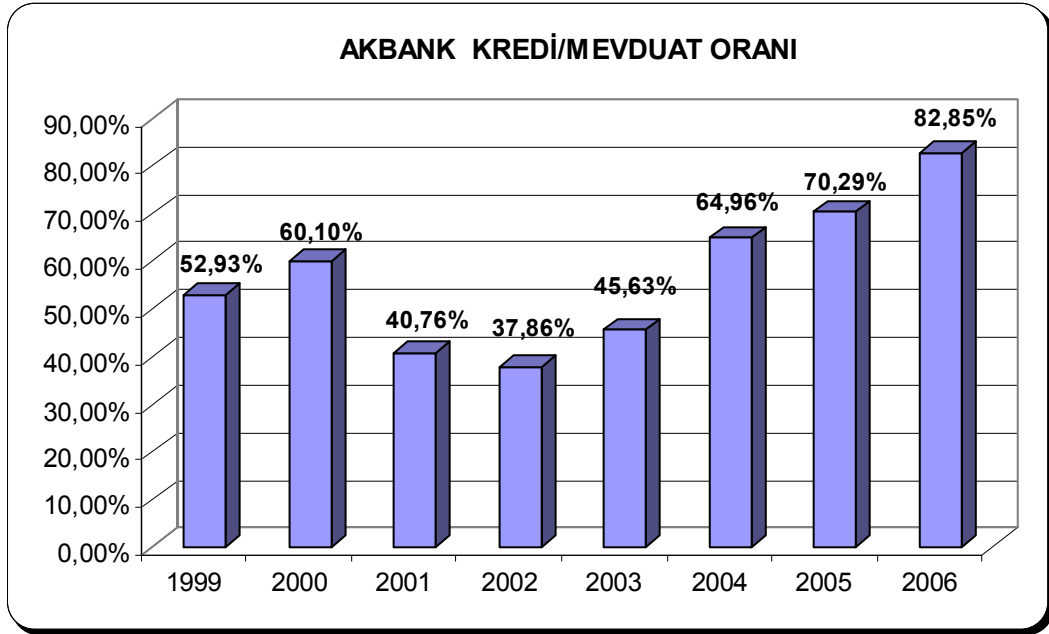
Grafik 3.1: Örnek Bankanın Aktif Büyüme Hızı



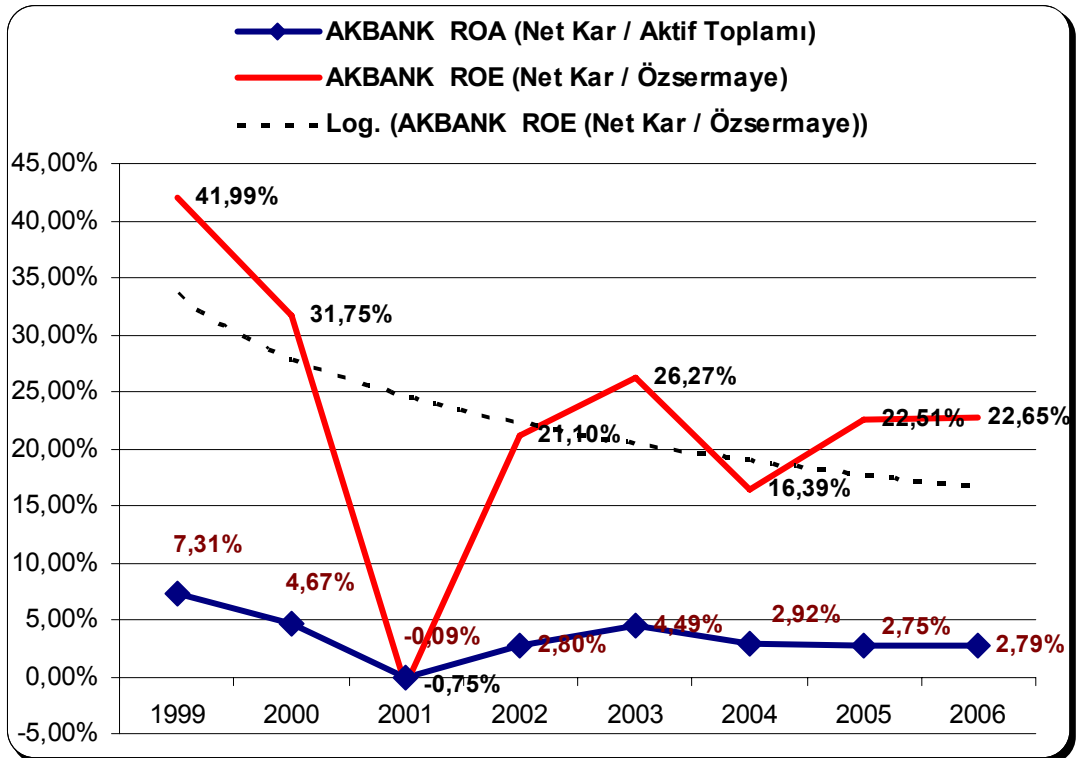
Grafik 3.2: Örnek Bankanın Mevduat Pasif Oranı



Grafik 3.3: Örnek Bankanın Kredi Mevduat Oranı



Grafik 3.4: Örnek Banka için ROA ve ROE Hesaplamaları



Örnek banka için belirlenen projeksiyon kriterleri baz alınarak 2007 ve 2011 yılları arasında gerçekleşmesi muhtemel proforma bilanço ve gelir tabloları çalışmada EK-3’de verilmektedir. Proforma bilanço ve gelir tabloları oluşturulduktan sonra bankanın özsermayeye nakit akımının bulunması gerekmektedir.

3.2.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Hesaplamasının Banka İçin Düzenlenmesi

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

$$FCFE = \text{Net Kar} \quad (1)$$

+Amortismanlar

-Sermaye Harcamaları

- Δ Net İşletme Sermayesi

-Anapara Geri Ödemeleri

+Yeni Borçlar

$$FCFE = \text{Net Kar} \quad (2)$$

-(1- λ) (Sermaye Harcaması-Amortismanlar)

- (1- λ) (Δ Net İşletme Sermayesi)

Bilindiği gibi yukarıda “ λ ” firmanın sermaye yapısı içerisindeki borç oranıdır. Bankalar için borç sıfır kabul edildiğinden ikinci formülü aşağıdaki gibi düzenlemek mümkündür:

$$FCFE = \text{Net Kar}$$

- (Sermaye Harcaması - Amortismanlar)

-(Δ Net İşletme Sermayesi)

Bu çalışmada her iki hesaplama yöntemini bankalar için adapte etmek mümkün olmakla birlikte, çalışmada bankalar için yapılan düzenlemede (1) nolu formül esas alınmıştır.²⁷⁷

3.2.2.1 *Net Kar*

Net kar, FCFE hesaplamasında ilk kalemi oluşturmaktadır. Net kar rakamı banka gelir tablosunun “Net Dönem Karı/Zararı” hesabı olarak alınmaktadır. Bu hesabı etkileyen temel değişken “Net Faiz Geliri”, dolayısıyla “Net Faiz Marjı” olmaktadır.²⁷⁸ Bankalar için net kar rakamı çalışmada bilançoda bulunan mevduat ve krediler, gelir tablosundaki faiz gelir-giderleri ile karşılaştırılıp hesaplandığı için mevduat / pasif oranı, kredi / mevduat oranlarından etkilenmektedir.

3.2.2.2 *Amortismanlar*

Amortismanlar, “Maddi Duran Varlıklar”ın ve “Maddi Olmayan Duran Varlıklar”ın ilgili döneme ait amortisman giderleridir. Üretim işletmelerinden farklı olmamakla birlikte, bankalarda duran varlıkların aktif toplamı içerisindeki paylarının düşük olmasına bağlı olarak, amortisman giderleri de düşük olmaktadır.²⁷⁹ Çalışmada döneme ait amortisman giderlerine bankaların bilanço dipnotlarından ulaşılmıştır.

3.2.2.3 *Sermaye Harcamaları*

Sermaye harcamalarının bankalar için hesaplanmış hali “Dönem Sonu – Dönem Başı” rakamları olmak üzere aşağıdaki gibidir:²⁸⁰

- Sermaye Harcamaları=Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar
- + İştirakler
- + Bağlı Ortaklıklar
- + Orta ve Uzun Vadeli Krediler

²⁷⁷ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,2006,s.102-103

²⁷⁸ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,2006,s.103

²⁷⁹ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,2006,s.103

²⁸⁰ ERCAN Metin Kamil vd., **a.g.e.**,2006,s.103

+ Orta ve Uzun Vadeli Alım Satım Amaçlı + Satılmaya Hazır Menkul Değerler

+ Personel Giderleri

Çalışmada bankalar için üretim firmalarından farklı olarak beşeri sermayeyi temsil ettiği ve bankalarda önemli bir paya sahip olduğu için dönemin personel giderleri de sermaye harcamalarına dâhil edilmiştir.

3.2.2.4 Δ Net İşletme Sermayesi

Bankalar için net işletme sermayesi mevduat ve kredilerin diğer bir ifade cari varlıklar ile yükümlülüklerin (borçların) kırılğan yapısından dolayı anlamlı olmadığından, hesaplama formatı düzenlenirken Δ Net İşletme Sermayesi sıfır kabul edilmektedir.

3.2.2.5 Anapara Geri Ödemeleri

Anapara geri ödemeleri, bu hesaplamalarda sıfır kabul edilerek yoruma açık hesapların dönem başı ve dönem sonu farkı olan tutarlar, yeni borçlar hesaplamasında dikkate alınmıştır. Örneğin buna gerekçe olarak; “Muhtelif Borçlar” hesabındaki dönem sonu – dönem başı farkının ne kadarının yeniden borçlanmadan kaynaklandığı, dönem içerisinde ne kadar borç ödemesi yapıldığının kolay tespit edilememesi gösterilebilir. Rakamlarla ifade edilmek istenirse; muhtelif borçlar hesabının dönem sonu tutarı 1.000 YTL, dönem başı tutarı 750 YTL olduğu varsayıldığında aradaki 250 YTL’lik fark yeni borçlanma olarak dikkate alınmaktadır. Gerçekte bu dönem içerisinde yeni borçlanma tutarı 800 YTL. ve borç anapara geri ödemesi de 550 YTL olmuş olabilir ($800 - 550 = 250$ YTL).²⁸¹

²⁸¹ ERCAN Metin Kamil vd., a.g.e.,2006,s.104

3.2.2.6 *Yeni Borçlar*

Yeni borçların bankalar için hesaplanmış hali “Dönem Sonu–Dönem Başı” rakamları olmak üzere aşağıdaki gibidir:

Yeni Borçlar=Orta ve Uzun Vadeli Mevduat

+ Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler

+ İhraç Edilen Menkul Kıymetler

+ Muhtelif Borçlar

+ Diğer Yabancı Kıymetler

+ Finansal Kiralama Borçları

+ Sermaye Benzeri Krediler

Çalışmada mevduatın ve alınan kredilerin orta ve uzun vadeli kısımları dikkate alınmaktadır. Dönem içindeki kısa vadeli hareketler sermaye harcamaları ile yeni borçlar da kaynak ayrılmasını veya kullanılmasını gerektirmediğinden dikkate alınmamaktadır.

Yukarıda her biri için nasıl hesaplandığı belirtilen kalemler aşağıdaki formülde yerine konulduğunda ilgili döneme ait özsermayeye serbest nakit akımı tutarı bulunmaktadır.

FCFE=Net Kar

+ *Amortismanlar*

- *Sermaye Harcamaları*

- Δ *Net İşletme Sermayesi*

- *Anapara Geri Ödemeleri*

+ *Yeni Borçlar*

Çalışmada örnek banka için yukarıda projeksiyon kriterlerine ve özsermayeye serbest nakit akımları hesaplama şablonuna göre 5 yıllık projeksiyon dönemi için (2007 – 2011) hesaplanan nakit akımları aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.14: Örnek Banka İçin Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması

AKBANK		ANA MENÜ				
NET NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI		2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		2.550.699.072	2.933.303.933	3.373.299.523	3.879.294.451	4.461.188.619
(+) Amortisman		102.657.366	118.055.970	135.764.366	156.129.021	179.548.374
(-) Sermaye Harcamaları		1.719.682.253	2.244.634.670	2.581.329.870	2.968.529.351	3.413.808.753
Maddi Duran Varlıklar		206.077.326	104.879.149	120.611.022	138.702.675	159.508.076
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		2.239.719	3.976.573	4.573.059	5.259.018	6.047.870
İştirakler		124.472.402	18.670.860	21.471.489	24.692.213	28.396.045
Bağlı Ortaklıklar		-214.970.963	65.989.880	75.888.363	87.271.617	100.362.359
Orta ve Uzun Vadeli Krediler		-70.601.977	800.967.628	921.112.772	1.059.279.688	1.218.171.641
Orta ve Uzun Vad. Alım Satım Amaçlı + Satılmaya Hazır						
Men. Kıy.		1.618.362.051	1.183.726.647	1.361.285.644	1.565.478.491	1.800.300.265
Personel Giderleri		54.103.696	66.423.932	76.387.522	87.845.650	101.022.497
(+) Yeni Borçlar		-342.304.192	683.599.638	786.139.583	904.060.521	1.039.669.599
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat		208.009.251	155.146.197	178.418.127	205.180.846	235.957.973
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler		-347.041.448	419.362.798	482.267.217	554.607.300	637.798.395
İhraç Ed. Menkul Kıymetler		0	0	0	0	0
Muhtelif Borçlar		-80.232.382	75.532.375	86.862.231	99.891.566	114.875.301
Diğer Yabancı Kıymetler		-114.772.703	31.201.274	35.881.465	41.263.685	47.453.237
Finansal Kiralama Borçları		-12.165.050	1.772.273	2.038.114	2.343.831	2.695.406
Sermaye Benzeri Krediler		3.898.140	584.721	672.429	773.294	889.288
(-) Ana Para Geri Ödemeleri						
Özsermayeye Serbest Nakit Akımları		591.369.993	1.490.324.872	1.713.873.602	1.970.954.643	2.266.597.839
						Devam Eden Değer
						2.334.595.774

Örnek banka için 5 yıllık bir projeksiyon dönemi tahmin edilmiş olup bu dönem için aktif büyüme oranı geçmiş yıllar ortalaması ve standart sapması da dikkate alınarak %15 olarak belirlenmiştir. Tahmin edilen dönem için pasifin %65'inin mevduattan oluştuğu ve toplanan mevduatın %65'ide kredilere aktaracağı varsayılmaktadır. Dönemde katlanılacak kurumlar vergisi ve fon payı dahil oranın %22 olacağı tahmin edilmiştir. Tüm bu projeksiyon kriterleri ve bankalar için uyarlanmış özsermayeye serbest nakit akımları hesaplama şablonuna göre projeksiyon dönemine (2007 – 2011) ait nakit akımları yukarıdaki Tablo 3.14'deki gibi hesaplanmıştır. Ayrıca sonsuza kadar büyüme oranı da %3 olarak tahmin edildiği için son yıldaki diğer bir ifade ile 2011 yılına ait nakit akımı %3 daha büyütülerek sonsuza kadar devam edecek nakit akımı tahmin edilmiştir.

Özsermayeye serbest nakit akımları bulunduktan sonra özsermaye maliyeti ile indirgenerek bankanın bugünkü değeri bulunmaktadır.

3.2.3 Özsermaye Maliyeti

Net nakit akımları tamamlanan bankanın değerlendirme aşamalarından biriside özsermaye maliyetinin tespit edilmesidir. Bankalarda özsermaye maliyetinin tespit edilmesi ayrıca bir tez konusu olabileceği ve çok detaylı bir çalışmayı gerektirdiğinden çalışmanın bu kısmında kısaca ele alınmaktadır.

Özsermayeye serbest nakit akımları ile banka değerlemesi yapıldığı için değer tespitinde indirgeme faktöründe kullanılacak olan oran özsermaye maliyetidir. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında genellikle sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) veya arbitraj fiyatlama modeli (APT) kullanılmaktadır.²⁸² Çalışmada modellerin detaylarına girilmeyecek olup örnek banka için sermaye varlıkları fiyatlama modeline göre bir hesaplama yapılacaktır.²⁸³ CAPM yaklaşımını uygulayabilmek için CAPM'i belirleyen üç

²⁸² ERCAN Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN, **a.g.e.**, s.66

²⁸³ Bu modeller hakkında daha detaylı bilgi için; AKSOY Ahmet ve Cihan TANRIÖVEN, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Gazi Kitapevi, Üçüncü Baskı, Ankara, Mayıs 2007, s.644-659; KARAN Mehmet Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Birinci Baskı, Ankara, 2001, s.193-219; s.245-264

faktörün tahmin edilmesi gerekmektedir. Risksiz faiz oranı, piyasa risk primi ve sistematik risk (beta) nın belirlenmesi gerekmektedir.²⁸⁴

Örnek bankanın özsermaye maliyeti yaklaşımı kullanılacak olup risksiz faiz oranı olarak %8 ve piyasa risk primi için ise %5 ve beta için 1,2²⁸⁵ rakamları kullanılacaktır. Bu rakamlar ışığında örnek bankanın özsermaye maliyeti;

$$k_s = r_f + \text{Beta} (E(r_m - r_f))$$

$$k_s = \%8 + 1,2 (\%5) = \%14 \text{ olarak hesaplanmaktadır.}^{286}$$

Çalışmada kullanılan diğer bankalar içinde özsermaye maliyeti baz olarak %14 olarak kullanılacaktır.

3.2.4 Değerin Tespiti

Özsermaye maliyeti (%14) ve sonsuza kadar devam eden değeri (%3) belirlendikten sonra özsermayeye serbest nakit akımları özsermaye maliyeti ile bugünkü değere iskonto edilmektedir. Sonsuza kadar devam eden değer de bugüne aynı oranla iskonto edildikten sonra toplam değer bulunmaktadır.

Örnek banka için toplam değer; 16.189.353.049 \$ olarak bulunmuştur. Değerleme günündeki geçerli kur olan yaklaşık 1,2 ile YTL bazında ifade edilmesi gerekirse de bankanın değeri 19.427.223.659 YTL olarak hesaplanmaktadır. Örnek bankanın Ocak-2008 sonu itibariyle piyasada oluşan değeri ise 20.250.000.000 YTL'dir.²⁸⁷

Çalışmada kullanılan diğer 6 banka için özet bilgiler 4. bölümde belirtilmektedir.

²⁸⁴ ERCAN Metin Kamil ve Aykan ÜREten, **a.g.e.**, s.67-69

²⁸⁵ 2007 Yılı sonu için hesaplanmış beta değeridir. http://bigpara.ekolay.net/M1/hisse_detay.asp?hisse_combo=10%7EAKBNK, 10.Şubat.2008, 13:30

²⁸⁶ Değerleme firmalarının Türk Bankaların değerlemesinde de kullandıkları özsermaye maliyeti %13'tür. http://www.garantibank.com/investor_relations/investor/ML_Turkish_Banking_3_March_2007.pdf, 01.Şubat.2008, 10:30

²⁸⁷ İMKB, **Aylık Bülten**, Ocak-2008, s.40

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB UYGULAMASI

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmada öncelikle özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle İMKB’de faaliyet gösteren, 1999-2006 yılları arasında verilerine sağlıklı ve düzenli olarak ulaşılan ticaret bankalarının değerinin bulunması amaçlanmaktadır.

Bankaların özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değerinin piyasada oluşan değerini açıklama gücü bulunacaktır. Ayrıca bankaların değerlerinin kullanılan değer sürücülerine ve özsermaye maliyetine olan duyarlılığı da analiz edilmektedir.

Çalışmada İMKB’de işlem gören ve çalışmada kullanılan bankaların finansal oranları ile piyasa değeri arasında ilişki olup olmadığı, ilişki varsa bu ilişkinin yönünün ne şekilde olduğu tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Bankaların özsermayeye serbest nakit akımları ile değerinin bulunmasında geçmiş performanstan hareketle gelecekteki tahmini bilanço ve gelir tabloları oluşturulmakta ve bunlardan tahmini nakit akımları bulunmaktadır. Geçmiş performansın belirlenmesinde ve tahmini bilanço ve gelir tablolarının oluşturulmasında ise finansal oranlar etkin olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada mali oranlar ile piyasa değeri arasında ilişkinin gücü özsermayeye serbest nakit akımları ile bankaların değerinin bulunmasını ve doğrulunun teyit edilmesi açısından önem taşımaktadır.

4.2 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Çalışmada İMKB'de işlem gören ticari bankalardan Akbank, Alternatifbank, Finansbank, Fortis, İşbankası, Türk Ekonomi Bankası (TEB), Tekstil bankası olmak üzere 7 adet bankanın verileri kullanılmıştır.

Bu bankaların seçiminde 1999 ve 2006 yılları arasında verilerinin devamlılığı önemli bir seçim kriterini oluşturmaktadır. İMKB'de işlem gören diğer ticari bankalar yeni halka açılmaları (Denizbank, Şekerbank ve Vakıfbank gibi) yada verilerine ulaşmadaki istikrarsızlık (Yapı Kredi Bankası) gibi nedenlerle araştırma dışında bırakılmıştır. Yine katılım ve yatırım bankaları da bilanço formatlarındaki farklılık nedeniyle çalışma kapsamına alınmamıştır.

4.3 ARAŞTIRMADA KULLANILAN TEMEL VERİLER

Çalışmada bankaların değerleri bulunurken 1999 – 2006 yılları arasındaki bilanço ve gelir tabloları temel alınmıştır. Kullanılan bazı verilerde yine bankaların bilanço ve gelir tablosu dipnotlarından alınmıştır.

Çalışmada 2 tür analiz yapılmasından dolayı bankaların finansal oranları ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ölçen istatistiksel analizde ise bağımsız değişkenler olarak bankaların 2002 ile 2006 yılları arasındaki mali oranları kullanılmış olup bunlar Türkiye Bankalar Birliğinin (TBB) web sayfasında yayınlanan istatistikî bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak da piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) kullanılmış olup bunlarda İMKB aylık bültenlerinden elde edilmiştir.

4.4 ARAŞTIRMANIN METODU

Çalışmada izlenecek yol aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.

1) Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Piyasa Değerini Açıklama Gücü

a) Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunması

b) Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Piyasa Değerlerini Açıklama Gücü

2) Bankaların Değerlerinin Kullanılan Değer Sürücülerine Duyarlılığı

3) Bankaların Mali Oranları İle Piyasa Değeri Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi

4.1.1 İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankaların Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerinin Piyasa Değerini Açıklama Gücü

Çalışmanın bu kısmında İMKB’de işlem gören ticari bankaların tezde bulunan değerlerinin piyasada oluşan değerlerini açıklama gücü incelenmektedir.

4.1.1.1 İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankaların Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerleri

Çalışmanın 3. bölümünde ticari bankaların özsermayeye serbest nakit akımları ile değerinin bulunması ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Çalışmanın bu kısmında İMKB’de işlem gören 7 ticari bankanın özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değerleri topluca gösterilmekte ve yorumlanmaktadır.

Çalışmada bankaların değerinin tespit edilmesi kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- Bankalar için gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi için 5 yıllık bir dönem kullanılmıştır. Bankaların 2007- 2011 yılları arasındaki özsermayeye serbest nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır.
- Bankalar için tahmin edilen dönemler için sabit büyüme oranı kullanılmıştır. Bu oran bankaların aktif büyüme hızının logaritması dikkate alınarak belirlenmektedir.

- Sonsuza kadar devam eden değer içinde büyüme oranı %3 olarak kullanılacaktır.

Yukarıdaki temel varsayımlar altında bankaların bulunan değerleri aşağıdaki tabloda topluca verilmektedir.

Tablo 4.1: İMKB’de Faaliyet Gösteren Bazı Ticari Bankaların Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Toplu Gösterimi²⁸⁸

Banka Adı	Aktif Büyüme Hızı	Mevduat/Pasif Oranı	Kredi/Mevduat Oranı	Özsermaye Maliyeti	Devam Eden Değer İçin Büyüme Oranı	FCFE’ye Göre Olması Gereken Değer	Piyasa Değeri	Sapma
Akbank	15%	65%	65%	14%	3%	19.427.224	20.250.000	-4,06%
Alternatif	5%	75%	50%	14%	3%	653.283	408.000	60,12%
Finansbank	15%	55%	90%	14%	3%	7.100.019	7.280.000	-2,47%
Fortis	15%	65%	60%	14%	3%	2.243.530	1.620.000	38,49%
İşbankası	10%	65%	55%	14%	3%	16.350.639	15.988.019	2,27%
Teb	15%	70%	55%	14%	3%	1.818.782	1.676.100	8,51%
Tekstilbank	15%	65%	75%	14%	3%	336.313	363.000	-7,35%

Bankaların özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle değerlendirilmesi yapılırken kullanılan değer sürücülerin etkisini ön plana çıkartmak için bütün bankalarda özsermaye maliyeti %14 ve sonsuza kadar büyüme oranı %3 olarak kullanılmıştır.

Akbank için yapılan çalışmada aktifin büyüme hızı olarak %15, mevduat/pasif oranı %65, kredi/mevduat oranı %65 kullanılması durumunda özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) yöntemine göre olması gereken değeri 19.427.223.659 YTL (16.189.353.049 \$) hesaplanmıştır. Olması gereken (gerçek) değer, piyasada oluşan değer (20.250.000.000) ile karşılaştırıldığında Akbank’ın FCFE ile bulunan değer arasında %4,06’lık bir sapma olduğu görülmüştür. Akbank piyasada yaklaşık %4 oranında yüksek değerlendirilmiştir.

17 Ekim tarihinde imzalanan anlaşma uyarınca Citigroup, Akbank’ın %20 hissesini, hisse başına 9,50 Ykr’dan, yaklaşık 3,1 milyar dolara satın almıştır.²⁸⁹ Ercan ve diğerleri tarafından Akbank’ın değeri 1998 - 2005 yılı

²⁸⁸ Bankaların Piyasa Değerleri için İMKB 2008 Ocak Ayı Hisse Senedi Bülteni kullanılmıştır.

²⁸⁹ <http://www.akbank.com/701.aspx>, 13.Şubat.2008, 16:24

verileri kullanılarak yaklaşık 17 Milyar \$ olarak bulunmuş²⁹⁰ ve bankanın 2006 yılı sonundaki hisse senedinin satışına konu olan piyasa değeri ise yaklaşık 16 Milyar \$ olarak bulunmuştur. Çalışmada ise 1999 – 2006 yılı verileri kullanılarak 2006 yılsonu itibariyle bulunan değer yaklaşık 16 Milyar \$ olarak bulunması yapılan çalışmaların özellikle banka dışından değerlemecilerin çalışması olması nedeniyle sonuçların yakın çıkması modelin çalıştığına güçlü kanıtları olmaktadır.

2005'in sonunda yaşanan Fortis Dışbank satın almasında da hesaplanan değerlerin modelde hesaplanan rakamlara yakın çıkması diğer bir kanıt olmaktadır. Fortis, Dışbank hisselerinin %89,3'ünü 880 milyon Euro'luk teklif vererek, Dışbank'ın tamamının piyasa değeri 1 milyar 280 milyon dolara, hisse başına fiyat da 4,71 YTL düzeyine karşılık gelmektedir.²⁹¹ Çalışmada ise 2006 yılı sonu itibariyle Fortis'in değeri yaklaşık 1,8 Milyar \$ olarak bulunmuştur. Ayrıca yapılan çalışmada Fortis'in piyasada %2,7 oranında yüksek değerlendirildiği de görülmektedir.

2006 yılının ortalarında gerçekleşen bir diğer satın alma ise National Bank of Greece'nin Finansbank'ı satın almasıdır. Yunanistan'ın en büyük bankası National Bank of Greece (NBG), Finansbank'ın yüzde 46 hissesini 2.3 milyar Euro'ya (yaklaşık 2.8 milyar dolar) almak üzere anlaşma imzaladı.²⁹² Çalışmada bankanın 2006 yılsonu itibariyle yaklaşık değeri 6 Milyar \$ olarak bulunmuştur. Yine Ercan ve diğerleri tarafından yapılan çalışmada ise bankanın 2005 yılı sonu değeri 4,5 Milyar \$'dır.²⁹³

İşbank için yapılan çalışmada aktifin büyüme hızı olarak %10, mevduat/pasif oranı %65, kredi/mevduat oranı %55 kullanılması durumunda özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) yöntemine göre olması gereken değeri 16.350.638.966 YTL (13.625.532.472 \$) hesaplanmıştır. Olması gereken (gerçek) değer, piyasada oluşan değer (15.988.019.000) ile karşılaştırıldığında İşbankasının FCFE ile bulunan değer arasında %2,27'lik

²⁹⁰ ERCAN Metin Kamil vd.,**a.g.e.**(2006),s.126

²⁹¹ <http://www.ntvmsnbc.com/news/318489.asp>,13.Şubat.2008, 17:00

²⁹² <http://www.ntvmsnbc.com/news/367605.asp>,13.Şubat.2008, 17:37

²⁹³ ERCAN Metin Kamil vd.,**a.g.e.**(2006),s.126

bir sapma olduğu görülmüştür. İşbankası piyasada yaklaşık %2 oranında düşük değerlendirilmiştir.

Alternatifbank için yapılan çalışmada aktifin büyüme hızı olarak %5, mevduat/pasif oranı %75, kredi/mevduat oranı %50 kullanılması durumunda özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) yöntemine göre olması gereken değeri 653.282.581 YTL (544.402.151 \$) hesaplanmıştır. Olması gereken (gerçek) değer, piyasada oluşan değer (408.000.000) ile karşılaştırıldığında Alternatifbank'ın FCFE ile bulunan değer arasında %60,12'lik bir sapma olduğu görülmüştür. Alternatifbank piyasada yaklaşık %60 oranında düşük değerlendirilmiştir.

Türk Ekonomi Bankası (Teb) için yapılan çalışmada aktifin büyüme hızı olarak %15, mevduat/pasif oranı %70, kredi/mevduat oranı %55 kullanılması durumunda özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) yöntemine göre olması gereken değeri 1.818.781.636 YTL (1.515.651.363 \$) hesaplanmıştır. Olması gereken (gerçek) değer, piyasada oluşan değer (1.676.100.000) ile karşılaştırıldığında Teb'in FCFE ile bulunan değer arasında %8,51'lik bir sapma olduğu görülmüştür. Teb piyasada yaklaşık %8 oranında düşük değerlendirilmiştir.

Tekstilbank için yapılan çalışmada aktifin büyüme hızı olarak %15, mevduat/pasif oranı %65, kredi/mevduat oranı %75 kullanılması durumunda özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) yöntemine göre olması gereken değeri 336.312.295 YTL (280.260.246 \$) hesaplanmıştır. Olması gereken (gerçek) değer, piyasada oluşan değer (363.000.000) ile karşılaştırıldığında Tekstilbank'ın FCFE ile bulunan değer arasında %7,35'lik bir sapma olduğu görülmüştür. Tekstilbank piyasada yaklaşık %49 oranında yüksek değerlendirilmiştir.

Bulunan bu değerler değerlemecinin yaklaşım tarzına göre değişiklik gösterebilecektir. Bu durum indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile firmaların değerlemesini subjektif bir değerlendirme modeli yapmakta ve bu yöntemle

getirilen eleştirilerin başında yer almaktadır. Fakat yapılan bütün değerlendirme işlemlerinde aranan bir yöntem olması da göz ardı edilmemelidir.

4.1.2.1 Özsermayeye Nakit Akımları Yöntemiyle Bulunan Değerlerin Piyasa Değerlerini Açıklama Gücü

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değer piyasada oluşan değer ile karşılaştırılarak aşırı veya düşük değerlendirilip değerlendirilmediği yorumu yapılabilmektedir. Tom Copeland ve arkadaşları çalışmalarında Amerika'daki 31 büyük firmanın indirgenmiş nakit akımları ile buldukları değerleri piyasadaki oluşan değerleri açıklama gücünü incelemişlerdir.²⁹⁴ Çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların piyasa değeri/defter oranları, bağımsız değişken olarak da indirgenmiş nakit akımı sonucu bulunan değer/defter değeri oranları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan değerlerin piyasada oluşan değeri açıklama gücü (r^2) 0,92 olarak bulunmuştur.

Çalışmada hisse senetleri İMKB'de işlem gören 7 banka içinde bulunan değerlerin piyasa değerini açıklama gücü incelenmiştir. Bunun için bağımlı değişken olarak (y) bankaların 2008 ocak ayı sonu itibarıyla piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da FCFE yöntemine göre bulunan değer / özsermayenin defter değeri hesaplanıp, kullanılmıştır.

Bankaların FCFE yöntemine göre bulunan değeri / özsermayenin defter değeri her biri için ayrı ayrı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Bankaların özsermayesinin defter değeri 2007 yılı sonundaki değeri olup İMKB 2008 Ocak Ayı Bülteninden alınmıştır.

²⁹⁴ COPELAND Tom vd., a.g.e., s.77

Tablo 4.2: Bankaların FCFE Yöntemine Göre Bulunan Değeri / Özsermayenin Defter Değeri Oranı

Bankalar	FCFE'ye Göre Bulunan Değer	Özsermayenin Defter Değeri	FCFE/DD
Akbank	19.427.223.659	10.128.701.000	1,92
Alternatif	653.282.581	235.772.000	2,77
Finansbank	7.100.019.246	2.544.702.000	2,79
Fortis	2.243.529.504	1.617.193.000	1,39
İşbank	16.350.638.966	11.003.812.000	1,49
Teb	1.818.781.636	669.706.000	2,72
Tekstil	336.312.295	363.819.000	0,92

Her bir banka için bu oran ayrı ayrı hesaplandıktan sonra bankaların PD/DD oranı ile FCFE/DD oranı arasındaki korelasyon ve r^2 hesaplanmıştır. Bankaların PD/DD ile FCFE/DD oranları aşağıdaki tabloda topluca görülmektedir.

Tablo 4.3: Bankaların PD/DD ve FCFE/DD Oranların Gösterimi

Bankalar	PD/DD	FCFE/DD
Akbank	2	1,92
Alternatif	1,73	2,77
Finansbank	2,86	2,79
Fortis	1	1,39
İşbank	1,45	1,49
Teb	2,5	2,72
Tekstil	1	0,92

Bu iki oran grubu arasındaki korelasyon (r) 0,8510 ve açıklama gücü (r^2) ise 0,72'dir. Kullanılan banka sayısının düşük olması regresyon modelinin kurulmasını ve modelin anlamlılığının istatistiksel olarak test edilmesini zorlaştırmaktadır. Yapılan çalışmada bu değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitif olup kuvveti de 0,85'dir. Burada bağımsız değişkenin (x) yani FCFE/DD'nin bağımlı değişken olan PD/DD'ni açıklama gücü ise 0,72'dir.

Modelin anlamlılığı test edilmek istenirse aşağıdaki regresyon denklemi oluşturulmaktadır.

$$PD/DD = c + \beta_1 FCFE + \varepsilon_i \quad (3)$$

Örnekleme teorisi, anakütle parametrelerinin tahmin edilmesinin yanında istatistik hipotezlerin test edilmesine de imkan sağlamaktadır. Hipotez testleri, örnek verilerinden hareketle anakütle parametreleri hakkında

iddiaların belirli bir anlamlılık düzeyinde (hata düzeyinde) araştırılması konusunu içermektedir. Bu analiz yöntemleri t-testi, z testi ve Anova testleri vardır.²⁹⁵

t-Testi, iki örneklem grubu arasında ortalamalar açısından fark olup olmadığının araştırmak için kullanılmaktadır. t- Testi, bir gruptaki ortalamanın diğer gruptaki ortalamadan önemli derecede farklı olup olmadığını belirlemektedir. t Testinde kritik nokta ikidir. t Testi her zaman iki farklı ortalamayı yada değeri karşılaştırmaktadır. Özellikle, örneklem büyüklüğünün çok fazla olmadığı, örneklemin alındığı ana kütlelin standart sapmasının bilinmediği ve ana kütlelin parametrelerinin hipotez testinde kullanılmadığı durumlarda tercih edilmektedir. SPSS programında üç farklı t-testi alternatifi vardır.²⁹⁶ Bu analizlerden çalışmaya uygun analiz yöntemi bağımlı iki örnek (paired samples t- test) t-testidir. Çalışmada test edilecek hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 Hipotezi: İki grubun ortalamaları arasında fark yoktur. $H_0: \mu = \mu_0$

H_1 Hipotezi: İki grubun ortalamaları arasında fark vardır. $H_1: \mu \neq \mu_0$

Bankaların PD/DD ve FCFE/DD değerleri SPSS 13.0 istatistik paket programında yerine konulup analiz edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

Tablo 4.4: Bankaların Piyasa Değerinin FCFE/DD ile Açıklama Gücünün Anlamlılığının Test Edilmesi

Paired Samples Statistics		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	PD_DD	1,7914	7	,71420	,26994
	FCFE_DD	2,0000	7	,76816	,29034

Paired Samples Correlations		N	Correlation	Sig.
Pair 1	PD_DD & FCFE_DD	7	,851	,015

²⁹⁵ KALAYCI Şeref, **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, Ankara, Asil Yayıncılık, 2005, s. 73

²⁹⁶ KALAYCI Şeref, a.g.e., s.74-77

Tablo 4.5: Bankaların Piyasa Değerinin FCFE/DD ile Açıklama Gücünün Anlamlılığın Test Edilmesi (Devamı)

Paired Samples Test		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	PD_DD - FCFE_DD	-,2086	,40761	,15406	-,5855	,1684	-1,354	6	,225

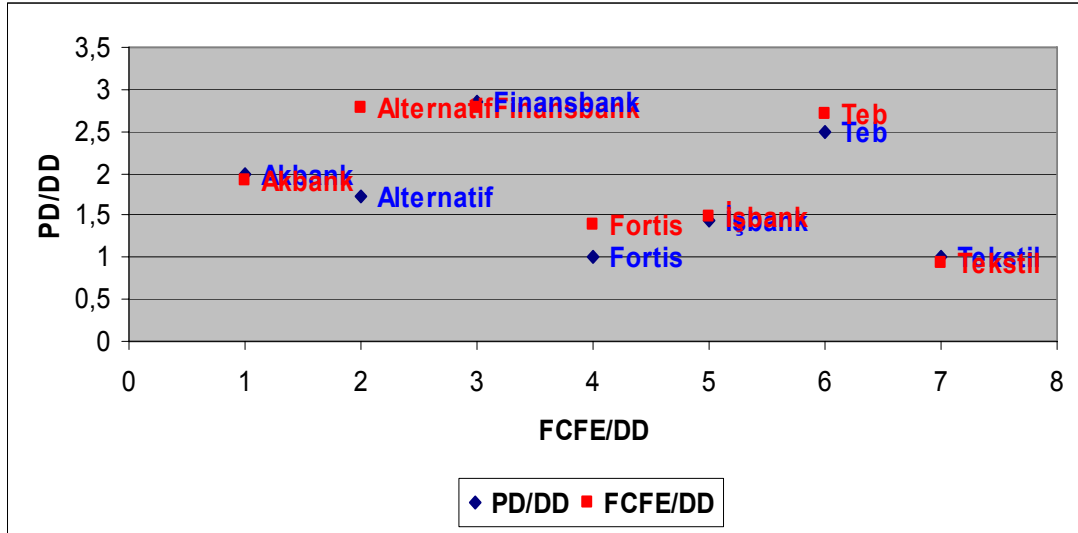
Analiz sonuçlarına göre %95 güven aralığında sig (2 tailed) değeri 0,05'in üstünde çıktığı için H_0 Hipotezi kabul edilmektedir. Yani bankaların PD/DD ile çalışmada tarafımızdan bulunan FCFE/DD değerleri arasında önemli bir farklılık yoktur.

Çalışmada bulunan korelasyon katsayısı SPSS analizi sırasında da 0,851 olarak bulunarak Excel'de yapılan analiz doğrulanmıştır. Aralarındaki korelasyonun yüksek çıkması ve açıklama gücünün de %72 gibi yüksek²⁹⁷ açıklamayı işaret etmektedir.

Bankaların PD/DD ile FCFE/DD arasındaki bağıntının İMKB'de işlem gören ve incelenen 7 bankanın topluca verileri aşağıdaki grafik üzerinde de görülebilmektedir.

²⁹⁷ İki değişken arasındaki korelasyon katsayısının Pearson tarafından yorumlanmış olup eğer r 0,70 ile 0,89 arasında ilişki yüksek olarak değerlendirilmiştir. KALAYCI Şeref, **a.g.e.**, s.116

Grafik 4.1: Bankaların PD/DD ve FCFE/DD Oranlarının Grafik Üzerindeki Gösterimi



4.2.1 Banka Değerini Etkileyen Ana Unsurlardaki Değişimin Firma Değerine Etkisinin Analizi

Banka özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değerini etkileyen ana unsurlar diğer bir ifade ile değer sürücülerini üzerinde çalışmanın 3. bölümünde detaylı olarak durulmuştur. Çalışmanın bu kısmında banka değerini etkileyen unsurlarda meydana gelebilecek değişimler karşısında banka değerinin ne ölçüde etkilendiği örnek banka üzerinde hesaplanmaktadır. Yapılan hesaplamalar ve sonuçları aşağıdaki tablolar halinde verilmektedir.

Banka değeri üzerinde en çok etkiye sahip altı ana unsurun yada değer sürücüsünün; aktif büyüme hızı, mevduat / pasif oranı, kredi / mevduat oranı, kurumlar vergisi yükü, özsermaye maliyeti ve devam eden değer olduğu görülmektedir. Çalışmada bu değer sürücülerine karşı banka değerinde meydana gelen değişim araştırılmış olup örnek banka için yapılan hesaplamalar topluca aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 4.6: Banka Değerini Etkileyen Ana Unsurların Banka Değerine Etkileri

AKTİF BÜYÜME ORANI	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış	MEVDUAT / PASİF ORANI	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış
0,1	17.686.716.474		0,6	17.426.552.669	
0,11	17.455.152.009	-1,31%	0,61	17.179.112.745	-1,42%
0,12	17.191.158.093	-1,51%	0,62	16.931.672.821	-1,44%
0,13	16.893.229.132	-1,73%	0,63	16.684.232.897	-1,46%
0,14	16.559.821.488	-1,97%	0,64	16.436.792.973	-1,48%
0,15	16.189.353.049	-2,24%	0,65	16.189.353.049	-1,51%
0,16	15.780.202.787	-2,53%	0,66	15.941.913.125	-1,53%
0,17	15.330.710.327	-2,85%	0,67	15.694.473.201	-1,55%
0,18	14.839.175.509	-3,21%	0,68	15.447.033.277	-1,58%
0,19	14.303.857.954	-3,61%	0,69	15.199.593.354	-1,60%
0,2	13.722.976.630	-4,06%	0,7	14.952.153.430	-1,63%

KREDİ / MEVDUAT ORANI	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış	Ke	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış
0,6	15.267.209.941		0,09	31.278.534.288	
0,61	15.451.638.562	1,21%	0,1	26.519.084.276	-15,22%
0,62	15.636.067.184	1,19%	0,11	22.957.322.867	-13,43%
0,63	15.820.495.806	1,18%	0,12	20.193.719.949	-12,04%
0,64	16.004.924.427	1,17%	0,13	17.988.572.056	-10,92%
0,65	16.189.353.049	1,15%	0,14	16.189.353.049	-10,00%
0,66	16.373.781.671	1,14%	0,15	14.694.389.508	-9,23%
0,67	16.558.210.293	1,13%	0,16	13.433.301.382	-8,58%
0,68	16.742.638.914	1,11%	0,17	12.355.825.251	-8,02%
0,69	16.927.067.536	1,10%	0,18	11.425.108.325	-7,53%

KURUMLAR VERGİSİ YÜKÜ	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış	DED	BANKANIN OLMASI GEREKEN DEĞERİ	Artış
0,2	17.037.579.563		0,02	15.172.680.415	
0,21	16.613.466.306	-2,49%	0,03	16.189.353.049	6,70%
0,22	16.189.353.049	-2,55%	0,04	17.409.360.210	7,54%
0,23	15.765.239.792	-2,62%	0,05	18.900.480.074	8,57%
0,24	15.341.126.535	-2,69%	0,06	20.764.379.903	9,86%
0,25	14.917.013.278	-2,76%			

Örnek banka için yapılan çalışmada bankanın aktif büyüme hızının baz alınan %15'den %1'lik dilimler halinde düşürülmesi ve artırılması halinde değer beklenin aksine ters tepki verdiği gözlenmektedir. Teoride beklenen durum aktif büyüme hızının artmasıyla değer artması beklenmektedir. Bankalarda aktif büyüme hızı ile banka değeri arasındaki ters ilişkinin nedeni mevduat pasif oranı ile kredi mevduat arasındaki ilişkidir. Eğer bir bankanın

mevduat / pasif oranı, kredi / mevduat oranı ile aynı yada yüksek ise ilişki negatif (ters) yönlü çıkacaktır. Diğer taraftan bankaların asıl fonksiyonu olan aracılık işlevi yerine tam anlamıyla getirilmeye başlandığında yani kredi / mevduat oranı, mevduat / pasif oranından büyük ise aktif büyüme hızı arttıkça bankanın değeri de artacaktır.

Örnek banka için yapılan analizde öne çıkan değişken özsermaye maliyeti'dir. Özsermaye maliyetindeki değişmelere göre banka değeri hesaplanırken %9 ile %18 aralığı seçilmiştir. Özsermaye maliyeti %9 alındığında bankanın değeri yaklaşık 31 milyar \$ olarak hesaplanmakta iken, özsermaye maliyeti %18'e çıktığında bankanın değeri de yaklaşık 11,5 milyar \$'a düşmüştür. Değişim ilk hesaplanan değer baz alındığında %65'i bulmaktadır. Bu durumun teknik nedeni kullanılan diğer değişkenler nakit akımlarının hesaplanmasında dolaylı olarak yer alırken özsermaye maliyetinin direkt olarak indirgeme faktöründe payda da kullanılmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Mevduat / pasif oranı ve kredi / mevduat oranlarında meydana gelebilecek %1'lik değişimler banka değeri üzerinde %1'in üzerinde etkisi olmaktadır. Yine devam eden değerdeki değişimlerde banka değerini etkileyen diğer önemli bir değişkendir.

4.3.1 İMKB'de İşlem Gören Bankaların Mali Oranları İle Piyasa Değeri Arasındaki İlişkinin Test Edilmesi

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin bulunması temeli üzerine kurgulanmıştır. Gelecekteki nakit akımların tahmin edilmesi ise gelir tablosu ve bilanço kalemlerinin tahmin edilmesine bağlıdır.²⁹⁸ Bilanço ve gelir tablosu kalemlerinden üretilen finansal oranlar ile bankaların piyasa değerleri arasındaki ilişkinin incelenmesi bu açıdan önem arz etmektedir.

²⁹⁸ ERCAN Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN, a.g.e., s.93

Çalışmada İMKB’de işlem gören ve çalışmada kullanılan bankaların finansal oranları ile piyasa değeri arasında ilişki olup olmadığı, ilişki varsa bu ilişkinin yönünün ne şekilde olduğu tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Bankaların özsermayeye serbest nakit akımları ile değerinin bulunmasında geçmiş performanstan hareketle gelecekteki tahmini bilanço ve gelir tabloları oluşturulmakta ve bunlardan tahmini nakit akımları bulunmaktadır. Geçmiş performansın belirlenmesinde ve tahmini bilanço ve gelir tablolarının oluşturulmasında ise finansal oranlar etkin olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada mali oranlar ile piyasa değeri arasında ilişkinin gücü özsermayeye serbest nakit akımları ile bankaların değerinin bulunmasını ve doğrulunun teyit edilmesi açısından önem taşımaktadır.

Çalışmada İMKB’de işlem gören ticari bankalardan Akbank, Alternatifbank, Finansbank, Fortis, İşbankası, Türk Ekonomi Bankası (TEB), Tekstil bankası olmak üzere 7 adet bankanın verileri kullanılmıştır.

Bu bankaların seçiminde 2002 ve 2006 yılları arasında verilerinin devamlılığı önemli bir seçim kriterini oluşturmaktadır. İMKB’de işlem gören diğer ticari bankalar yeni halka açılmaları (Denizbank, Şekerbank ve Vakıfbank gibi) yada verilerine ulaşmadaki istikrarsızlık (Yapı Kredi Bankası) gibi nedenlerle araştırma dışında bırakılmıştır. Yine katılım ve yatırım bankaları da bilanço formatlarındaki farklılık nedeniyle çalışma kapsamına alınmamıştır.

Çalışmada bağımsız değişkenler olarak bankaların 2002 ile 2006 yılları arasındaki mali oranları kullanılmış olup bu oranlar Türkiye Bankalar Birliğinin (TBB) web sayfasında yayınlanan istatistikî bilgilerden elde edilmiştir. Bu oranlar çalışmanın ekinde topluca EK-4’de verilmektedir.

Çalışmada bağımlı değişken olarak piyasa değeri kullanılmaktadır. Bağımsız değişken olarak mali oranların kullanılması bağımlı değişken olarak piyasa değerinin de oran olarak ifade edilmesini gerekli kılmaktadır. Bu yüzden piyasa değeri olarak Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranı kullanılmaktadır. Bu veriler ise İMKB aylık bültenlerinden temin edilmiştir.

Çalışmada bağımsız değişken olarak kullanılan oranlar aşağıdaki tabloda detayları ile birlikte verilmektedir.

Tablo 4.7: Çalışmada Kullanılan Bağımsız Değişkenler (Mali Oranlar)

Sermaye Yeterliliği	Rasyolar	
	Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar)	S1
	Özkaynaklar / Toplam Aktifler	S2
	(Özkaynaklar - Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	S3
	Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar	S4
Bilanço Yapısı	(Net Bilanço Pozisyonu + Net Nazım Hesap Pozisyonu) / Özkaynaklar	S5
	TP Aktifler / Toplam Aktifler	B1
	TP Pasifler / Toplam Pasifler	B2
	YP Aktifler / YP Pasifler	B3
	TP Mevduat / Toplam Mevduat	B4
	TP Krediler / Toplam Krediler	B5
	Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	B6
Aktif Kalitesi	Alınan Krediler / Toplam Aktifler	B7
	Finansal Varlıklar (net) / Toplam Aktifler	A1
	Toplam Krediler / Toplam Aktifler	A2
	Toplam Krediler / Toplam Mevduat	A3
	Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	A4
	Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	A5
	Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	A6
	Duran Aktifler / Toplam Aktifler	A7
Likidite	Tüketici Kredileri / Toplam Krediler	A8
	Likit Aktifler / Toplam Aktifler	L1
	Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	L2
Karlılık	TP Likit Aktifler / Toplam Aktifler	L3
	Net Dönem Karı (Zararı) / Toplam Aktifler	K1
	Net Dönem Karı (Zararı) / Özkaynaklar	K2
	Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler	K3
Gelir-Gider Yapısı	Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Aktifler	G1
	Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Faaliyet Gelirleri	G2
	Faiz Dışı Gelirler (net) / Toplam Aktifler	G3
	Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler	G4
	Personel Giderleri / Diğer Faaliyet Giderleri	G5
	Faiz Dışı Gelirler (net) / Diğer Faaliyet Giderleri	G6

Çalışmada kullanılan değişkenlerin dağılımı “Jarque-Bera İstatistiği” ile test edilmiş olup değişkenlerin sadece dördünün normal dağılmadığı görülmüş olup çalışmada etkilerinin görülmesi için tamamı kullanılmıştır. Değişkenlere ilişkin temel istatistikler EK-5’de verilmiştir.

Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişki olup olmadığı ve bu ilişkinin yönü ile şiddetini bulmak için birleştirilmiş (pooled) regresyon analizi kullanılmaktadır. Birleştirilmiş Regresyon analizi Eviews 5.1 programı yardımıyla yapılmaktadır.

Birleştirilmiş Regresyon için analiz öncesi birleştirilmiş (Birleştirilmiş) veriler zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirme olanağı sağlamakta ve farklı zaman aralıklarında aynı firmaya ilişkin sahip olunan veri setlerini ifade etmektedir.²⁹⁹ Birleştirilmiş veriler oldukça zengin bir veri kaynağı olmasının yanında;

- Gruplar içi ve gruplar arası farklılıkları ortaya koyabilmesi,
- Daha fazla serbestlik derecesine ihtiyaç duyan modellerde kolaylıkla uygulanabilmesi,
- Toplulaştırılmış verilerin değişkenler arası çoklu bağlantıyı en aza indirmesi,

nedenleriyle çalışmada analiz yöntemi olarak kullanılması tercih edilmiştir.

4.3.1.1 Araştırma Sonuçları

Çalışmada ilk olarak yıllık oranlar kullanılarak analiz yapılmıştır. Analizde kullanılan banka sayısının az olması ve kullanılan değişken oranının fazla olması nedeniyle model sabit etki altında analize tabi tutulmuştur. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda görülmektedir.

²⁹⁹ IŞIK Nihat, “Dışa Açılma ve Para Politikasının Etkileri Bir Uygulama”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002, s.54

Tablo 4.8: Bankaların PD/DD ile Yıllık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu

Bağımlı Değişken: PDDD
Yöntem: Birleştirilmiş EGLS
Dönem: 2002 2006
Toplam Gözlem: 40

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t Değeri	Anlamlılık (P)
C	-35.31538	34.95539	-1.010298	0.3695
S1	-0.063827	0.084944	-0.751400	0.4942
S2	153.0871	92.84663	1.648817	0.1745
S3	-153.0189	92.58605	-1.652720	0.1737
S4	-0.028814	0.019896	-1.448258	0.2211
S5	0.021421	0.013534	1.582738	0.1886
B1	0.101936	0.120175	0.848227	0.4441
B2	0.144873	0.066028	2.194103	0.0933***
B3	0.087944	0.101873	0.863268	0.4367
B4	-0.113730	0.018265	-6.226797	0.0034*
B5	0.039480	0.026748	1.476020	0.2140
B6	0.307206	0.242917	1.264655	0.2747
B7	0.255277	0.132216	1.930753	0.1257
A1	0.041140	0.056729	0.725211	0.5085
A2	-0.045636	0.091151	-0.500668	0.6429
A3	0.030419	0.046884	0.648810	0.5518
A4	0.223950	0.102094	2.193569	0.0933***
A5	-0.422692	0.127671	-3.310787	0.0296**
A6	-0.008812	0.012933	-0.681358	0.5330
A7	-153.3113	92.81973	-1.651711	0.1739
L1	-0.130656	0.056978	-2.293094	0.0836***
L2	0.054816	0.011602	4.724490	0.0091*
L3	-0.001018	0.052200	-0.019506	0.9854
K1	0.380449	0.833019	0.456710	0.6716
K2	-0.114977	0.071711	-1.603346	0.1841
K3	0.694885	0.746666	0.930650	0.4047
G1	-0.388873	0.370400	-1.049872	0.3530
G2	-0.036715	0.022962	-1.598973	0.1851
G3	-1.230407	0.424065	-2.901455	0.0441**
G4	0.953172	0.287469	3.315733	0.0295**
G5	0.001088	0.069191	0.015723	0.9882
G6	0.025528	0.034187	0.746719	0.4967

* % 1 düzeyinde anlamlı, ** % 5 düzeyinde anlamlı, *** % 10 düzeyinde anlamlı

R ²	0.993771 D-W	2.556655
Uyarlanmış R ²	0.939269	

Model çözümünden de görüldüğü gibi PD/DD değişkenini B2, B4, A4, A5, L1, L2, G3 ve G4 değişkenleri açıklamaktadır. Bu değişkenlerin dökümü aşağıdaki gibidir.

B2: Türk Parası Pasifler / Toplam Pasifler

B4: Türk Parası Mevduat / Toplam Mevduat

A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler

A5: Takipteki Krediler (Net) / Toplam Krediler

L1: Likit Aktifler / Toplam Aktifler

L2: Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler

G3: Faiz Dışı Gelirler / Toplam Aktifler

G4: Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler

Modelde kullanılan değişkenlerin modeli açıklama gücü R^2 ile ifade edilmiş olup analizde %92,93 olarak bulunmuştur. Buda yüksek bir açıklama gücü olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir ifade ile bankaların mali oranları ile PD/DD arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki mevcut olup PD/DD değerinde 2002 – 2006 yılları arasında meydana gelen değişimler mali oranlar tarafından güçlü bir şekilde açıklanmaktadır. D – W test istatistiği ise 2,56 olarak tespit edilmiş olup pozitif otokorelasyon etkisinin var olmadığını göstermektedir.

Analiz sonucunda ticaret bankalarının hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların yıllar itibarıyla bankaların para pozisyonlarına, takipteki kredilerine, likiditelerine ve faiz dışı gelirlerine odaklandıklarını söylemek mümkündür. Analizde değişkenler için tespit edilen katsayılar önceki yıllardaki gerçekleşen oranlar regresyon denkleminde yerine konulduğunda aşağıdaki tablodaki sonuçlarla karşılaşılmaktadır.

**Tablo 4.9: Regresyon Katsayılarının Oranlara Uygulanması
Sonucu Bulunan Değerlerin Karşılaştırılması**

	2006	2005	2004	2003	2002
Akbank	2,85 3,90	3,31 3,46	2,15 1,93	1,90 2,04	1,53 0,01
Alternatifbank	3,06 4,26	3,34 3,56	1,75 1,51	1,51 1,65	1,08 -0,29
Finansbank	3,72 5,03	4,37 4,45	1,52 1,34	0,97 1,14	0,55 -0,81
Fortis	1,85 2,93	2,39 2,61	1,01 1,03	0,63 0,76	0,38 -0,84
Garanti	2,24 3,59	2,81 2,99	1,76 1,53	1,54 1,81	1,10 -0,26
İşbankası	1,89 3,30	2,65 2,78	1,70 1,46	1,64 1,79	1,03 -0,34
Teb	2,56 3,86	2,80 2,80	1,26 0,86	0,80 0,96	0,53 -0,85
Tekstil	1,40 2,66	2,19 2,20	0,63 0,86	0,48 0,47	0,65 -0,57

Regresyon denkleminde katsayılar ve oranlar yerine konulduğunda çıkan sonuçlar yukarıdaki tabloda taralı alanda kırmızı renkli olan rakamlardır. Tabloda gösterilen diğer rakamlar ise gerçekleşmiş PD/DD oranlarıdır. 2002 yılında bankaların mali tabloları krizin izlerini taşıırken piyasada oluşan değerlerin kriz etkisini yansıtmadığını göstermektedir. Sektörde lider rolünü üstlenmiş Akbank, Garanti ve İşbankası'nın yatırımcısına kazandırdığı görülmektedir.

Model 2003 ve 2005 yıllarında ise gerçekleşen PD/DD oranlarını nerdeyse hiç hatasız tahmin etmeyi başarmıştır. Diğer bir ifadeyle mali oranlardan oluşturulan model piyasada oluşan değerleri çok düşük bir hata yüzdesi ile açıklamaktadır. Çalışmada nakit akımların tahmin edilmesinde proforma mali tabloların oluşturulmasında bu oranlardan hareket edildiği düşünüldüğünde PD/DD ile oranlar arasında güçlü bir ilişkinin olması özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile bulunan değerini de güçlendirmektedir.

Çalışmada yıllık oranların kullanılması teknik açıdan modeli anlamlılığının test edilmesini güçleştirdiği için analiz seçilen bankaların 3'er

aylık (çeyrek dönem) oranları ve PD/DD oranları ile tekrar yapılmıştır. Yapılan çalışma ile ilgili sonuçlar aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 4.10: Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Dönemler Sabit Etki Modeli)

Bağımlı Değişken: PDDD
Yöntem: Birleştirilmiş EGLS
Dönem: 2003Q4 2007Q3
Toplam Gözlem: 128

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t Değeri	Anlamlılık (P)
C	1.222044	4.456866	0.274193	0.7846
S1	0.069614	0.013986	4.977318	0.0000*
S2	-0.138909	0.035401	-3.923853	0.0002*
S3	0.051734	0.017279	2.993992	0.0036*
S4	-0.008004	0.002163	-3.701315	0.0004*
S5	-0.004045	0.002549	-1.586767	0.1163
B1	-0.077296	0.061632	-1.254155	0.2132
B2	0.021881	0.052588	0.416080	0.6784
B3	0.000102	0.029438	0.003463	0.9972
B4	0.014366	0.015301	0.938884	0.3505
B5	0.047183	0.016976	2.779366	0.0067*
B6	0.022169	0.032191	0.688683	0.4929
B7	0.019264	0.029175	0.660312	0.5108
A1	-0.003543	0.008266	-0.428614	0.6693
A2	-0.032277	0.032997	-0.978175	0.3308
A3	0.013614	0.017993	0.756632	0.4514
A4	0.109607	0.031274	3.504676	0.0007*
L1	-0.049109	0.022043	-2.227897	0.0285**
L2	-0.013265	0.008507	-1.559226	0.1227
L3	0.072335	0.027500	2.630343	0.0101**
K1	-0.238105	0.284868	-0.835845	0.4056
K2	0.044241	0.026989	1.639202	0.1049
K3	0.167361	0.194024	0.862577	0.3908
G1	0.080087	0.125555	0.637864	0.5253
G2	-0.001484	0.005490	-0.270236	0.7876
G3	0.053369	0.128243	0.416152	0.6783
G4	-0.082029	0.127195	-0.644902	0.5207
G6	-0.000239	0.001516	-0.157480	0.8752
* % 1 düzeyinde anlamlı, ** % 5 düzeyinde anlamlı, *** % 10 düzeyinde anlamlı				
R ²	0.942955	F Değeri		33.45358
Uyarlanmış R ²	0.914768	Anlamlılık (F Değeri)		0.000000
D-W	1.467042			

Model çözümünden de görüleceği üzere PD/DD bağımlı değişkeni üçer aylık mali oranlardan S1, S2, S3, S4, B5, A4, L1 ve L3 değişkenleri tarafından açıklanmaktadır. Bu değişkenlerin dökümü aşağıdaki gibidir.

S1: Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar)

S2: Özkaynaklar / Toplam Aktifler

S3: Özkaynaklar - Duran Aktifler / Toplam Aktifler

S4: Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar

B5: Türk Parası Krediler / Toplam Krediler

A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler

L1: Likit Aktifler / Toplam Aktifler

L3: Türk Parası Likit Aktifler / Toplam Aktifler

Modelde dönemlerin sabit etkisi olduğu varsayımı altında kullanılan değişkenlerin modeli açıklama gücü (R^2) 0,94 gibi yüksek bir oran olarak bulunmuştur. Kurulan modelin istatistikî açıdan anlamlılığı incelendiğinde ise, modelin anlamlılık değerinin 0,00 olarak bulunmasından dolayı %1 alfa düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Durbin Watson (D-W) istatistiği 1,46 olarak bulunmuş olup pozitif otokorelasyon etkisinin varlığına rastlanmamıştır.

Model finansal açısından incelendiğinde üçer aylık oranlarla piyasa değeri arasındaki ilişkiyi açıklamada sermaye yeterliliği rasyolarının ön plana çıktığı görülmektedir. Banka yatırımcılarının bankaların güvenilirliğini satın aldıklarını söylemek mümkündür. Bunun yanı sıra bankaların likiditeleri, takipteki kredileri ve dağıtılan Türk parası krediler de takip edilen unsurlar arasında yer almaktadır.

Aynı dönemde bankaların etkisinin sabit olduğu varsayımı altında model yeniden çözüme tabi tutulacak olursa aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

Tablo 4.11: Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Bankalar Sabit Etki Modeli)

Bağımlı Değişken: PDDD
Yöntem: Birleştirilmiş EGLS
Dönem: 2003Q4 2007Q3
Toplam Gözlem: 128

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t Değeri	Anlamlılık (P)
C	-4.130911	4.569739	-0.903971	0.3683
S1	0.055562	0.015614	3.558477	0.0006*
S2	-0.116754	0.037939	-3.077372	0.0027*
S3	0.075718	0.031680	2.390043	0.0188**
S4	-0.005715	0.002838	-2.013931	0.0469**
S5	-0.004481	0.002082	-2.152285	0.0339**
B1	0.076078	0.073740	1.031708	0.3049
B2	-0.039018	0.061382	-0.635661	0.5265
B3	0.037630	0.031336	1.200858	0.2328
B4	0.040037	0.015844	2.526850	0.0132**
B6	-0.048132	0.033363	-1.442661	0.1524
B7	0.023003	0.027691	0.830707	0.4082
A1	0.011591	0.011363	1.020011	0.3103
A2	0.042598	0.035272	1.207689	0.2302
A3	-0.020014	0.019844	-1.008534	0.3158
A4	0.176395	0.034470	5.117398	0.0000*
L1	-0.025521	0.020627	-1.237257	0.2191
L2	-0.000437	0.007771	-0.056287	0.9552
L3	0.019452	0.018564	1.047865	0.2974
K1	-0.148196	0.237069	-0.625118	0.5334
K2	-0.002688	0.022086	-0.121725	0.9034
K3	0.345689	0.207488	1.666068	0.0990***
G1	-0.043004	0.131070	-0.328100	0.7436
G2	0.000761	0.006320	0.120409	0.9044
G3	-0.082407	0.134749	-0.611560	0.5423
G4	0.055359	0.143078	0.386918	0.6997
G6	0.000319	0.001646	0.193845	0.8467
* % 1 düzeyinde anlamlı, ** % 5 düzeyinde anlamlı, *** % 10 düzeyinde anlamlı				
R ²	0.872985	F Değeri		19.57786
Uyarlanmış R ²	0.828394	Anlamlılık (F Değeri)		0.000000
D-W	1.693757			

Model çözümünden de görüleceği üzere PD/DD bağımlı değişkeni üçer aylık mali oranlardan S1, S2, S3, S4,S5, B4, A4 ve K3 değişkenleri tarafından açıklanmaktadır. Bu değişkenlerin dökümü aşağıdaki gibidir.

S1: Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar)

S2: Özkaynaklar / Toplam Aktifler

S3: Özkaynaklar - Duran Aktifler) / Toplam Aktifler

S4: Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar

S5: (Net Bilanço Pozisyonu + Net Nazım Hesap Pozisyonu) /
Özkaynaklar

B4: Türk Parası Mevduat / Toplam Mevduat

A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler

K3: Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler

Modelde bankaların sabit etkisi olduğu varsayımı altında kullanılan değişkenlerin modeli açıklama gücü (R^2) 0,87 gibi yüksek bir oran olarak bulunmuştur. Kurulan modelin istatistikî açıdan anlamlılığı incelendiğinde ise, modelin anlamlılık değerinin 0,00 olarak bulunmasından dolayı %1 alfa düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Durbin Watson (D-W) istatistiği 1,69 olarak bulunmuş olup pozitif otokorelasyon etkisinin varlığına rastlanmamıştır.

SONUÇ

İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan değerleme yöntemleri, firma ilgili birçok faktörün yıllar itibarıyla tahmin edilmesini, tahminlerin açık bir şekilde ortaya konulmasını, gerçekçi olmasını ve birbiri ile çelişmemesini gerektirmektedir. Firma değerlemesinde nakit akımları ve fiyat katsayıları (göreceli) yöntemlerinin birlikte kullanıldığı görülmektedir. Ancak teorik olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, her ne kadar çok tahmin yapmayı gerektirse de firma değerini en doğru şekilde tespit eden yöntemlerdir. Teorideki bulgular, piyasanın muhasebe temeline dayalı yaklaşımlardan çok nakit akımlarına göre bulunan firma değerleri ile firmaların piyasa değerleri arasında güçlü bir korelasyonun mevcut olduğunu göstermektedir.

Çeşitli sektörlerde değişik yöntemler kullanılarak firmaların değerlerinin tespit edilmesine yönelik uygulamalar bulunmakla beraber bir bankanın değerlemesi konusuyla da birçok durumda karşılaşılabilir. Birleşme ve satın alma durumlarında, tasfiye veya iflas halinde, bir bankanın hisse senetlerine yatırım yapılması planlandığında veya bankanın hisse senetlerinin halka arz edilmesi söz konusu olduğunda, geniş anlamda değerlendirme daha dar anlamda ise banka hisse senetlerinin değerlemesi söz konusu olmaktadır. Türkiye’de bankaların değerlendirilmesi özellikle yaşanan son krizlerden (Kasım 2000-Şubat 2001) sonra daha önemli hale gelmiştir. Durumu kötü olan bankaların tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilmesi ve bunun ardından bu bankaların diğer bankalarla birleştirilmek veya satılmak istenmesi bankaların gerçek değerlerinin tespit edilmesi açısından önem kazanmıştır. Bir diğer taraftan kamu bankalarının özelleştirilmesi sırasında indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılmasının Özelleştirme Kanunu ile zorunlu kılınması yöntemi önemli hale getiren unsurlardan

birisidir. Hisse senetleri halka açık olan bankalar için ise olması gereken değerlerinin tespit edilmesi yatırımcıların kararlarını verirken önemli olmaktadır.

Bankayı değerlendirmek hem teorik hem de pratik olarak oldukça zordur. Bankacılık sektöründe indirgenmiş nakit akımları metodunun uygulanmasında endüstriyel sektöre göre bazı farklar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, banka nakit yaratma potansiyelini etkileyen kalemlerin öncelikle göz önüne alınması gerekmektedir. Nakit yaratan kalemlerin büyüme oranları, geçmiş bilânço ve gelir tabloları kullanılarak hesaplanmaktadır. Bankacılık sektörü büyüme oranları, yurt içi ve yurt dışı piyasalar için hesaplanarak yayımlanmaktadır. Söz konusu oranlar, değerlemesi yapılacak banka için baz teşkil etmektedir. Finansal hizmet firmalarında, borç ve borç ödemeleri kolaylıkla tanımlanmadığında, nakit akışlarını tahmin etme ya da Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (WACC) hesaplaması sorun olacaktır. Bu durumda özkaynağın değerinin, direkt olarak özkaynağa nakit akışlarının indirgenmesi ile ölçülmesi daha doğru olacaktır.

Çalışmada; banka değerlemenin zorlukları da dikkate alınarak özellikle banka bilgilerinin önemli bir bölümünün gizli bilgi olarak saklanması dolaylı bankaların dışarıdan hisse senetlerine yatırım yapacak bir yatırımcı açısından değerlemesi üzerinde durulmuştur.

Çalışmada bankalar için indirgenmiş nakit akımlarına göre değerlendirme yapılırken özsermayeye serbest nakit akımlarının kullanılması gerektiği vurgulanmıştır. Bankaların bilanço yapısı gereği mevduatın (üretim firmalarında borca karşılık gelmektedir) borç ve özsermaye ayrımında yaşanan sorunlar nedeniyle bankaların değerinin bulunmasında özsermayeye nakit akışının bulunması dünya literatüründe kabul görmektedir.

Çalışmada bankaların özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle değerlerinin bulunmasında proforma mali tabloların oluşturulmasında temel değer sürücüleri olarak; aktif büyüme hızı, pasifin ne kadarının

mevduatlardan oluştuğunu gösteren mevduat / pasif oranı ve mevduatın ne kadarının kredilere aktarıldığını gösteren aynı zamanda plase oranı diye adlandırılan kredi/mevduat oranı kullanılmıştır. Temel değer sürücülerinin yanında faiz marjları ve kurumlar vergisi oranları da gelir tablosunda net kara ulaşmada kullanılan değer sürücülerinde yer almaktadır.

Üretim işletmelerinde bilanço ile gelir tablosu arasında ilişki kurmak güçtür. Bankalarda ise kullandırılan kredi ile bunlardan elde edilen faiz gelirleri veya toplanan mevduat ile bunlara ödenen faiz giderleri arasında varsayımsal olarak bir ilişki kurulabilmektedir. Banka dışından değerlemeciler varsayımlarla bu ilişkiyi kurabilirken banka içinden değerlendirme yapan kişiler özellikle dönem sonunda bilançoda yer alan mevduat ve kredilerin vade olarak dağılımlarını biliyorlar ise varsayıma gerek kalmadan bu ilişkiler rahatlıkla ortaya konulabilecektir. Çalışmadan bu ilişkiler geçmişe yönelik olarak incelenmiş olup geleceğe projekte edilmiştir.

Bankalar için nakit akımlarını da üretim firmalarından ayırt eden temel unsurlar çalışmada incelenmiştir. Bankalar için özsermayeye serbest nakit akımları düzenlenirken net işletme sermayesindeki değişim mevduatın yapısından dolayı net olarak hesaplanamadığı için sıfır olarak kabul edilmiştir. Krediler ile mevduatın orta ve uzun vadeli kısmı da yine nakit akımlarının tespit edilmesinde sermaye harcamalarında ve yeni borçlanmada dikkate alınmaktadır.

Çalışmada bankaların bulunan değerleri 2005 ile 2006 yılında Türkiye’de yaşanan banka birleşme ve satın almalarda ilgili bankalar için hesaplanan değerleri ile örtüşmesi çalışmada kullanılan yöntemin başarısını da güçlendirmektedir. Diğer taraftan bankaların çalışmada özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değerlerinin piyasada oluşan değerleri açıklama gücü analiz edilmiştir. Bunun için bağımlı değişken olarak (y) bankaların 2008 ocak ayı sonu itibariyle piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da FCFE yöntemine göre bulunan değer / özsermayenin defter değeri hesaplanıp, kullanılmıştır. Bulunan değerler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Bankalar	FCFE'ye Göre Bulunan Değer	Özsermayenin Defter Değeri	FCFE/DD
Akbank	19.427.223.659	10.128.701.000	1,92
Alternatif	653.282.581	235.772.000	2,77
Finansbank	7.100.019.246	2.544.702.000	2,79
Fortis	2.243.529.504	1.617.193.000	1,39
İşbank	16.350.638.966	11.003.812.000	1,49
Teb	1.818.781.636	669.706.000	2,72
Tekstil	336.312.295	363.819.000	0,92

Bulunan değerler piyasada gerçekleşen değerler ile karşılaştırılmaktadır. Bu değerler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Bankalar	PD/DD	FCFE/DD
Akbank	2	1,92
Alternatif	1,73	2,77
Finansbank	2,86	2,79
Fortis	1	1,39
İşbank	1,45	1,49
Teb	2,5	2,72
Tekstil	1	0,92

Bu iki oran grubu arasındaki korelasyon (r) 0,8510 ve açıklama gücü (r^2) ise 0,72'dir. Yapılan çalışmada bu değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitif olup kuvveti de 0,85'dir. Burada bağımsız değişkenin (x) yani FCFE/DD'nin bağımlı değişken olan PD/DD'ni açıklama gücü ise 0,72'dir. Aralarındaki korelasyonun yüksek çıkması ve açıklama gücünün de %72 gibi değer bulunması yüksek açıklamayı işaret etmektedir.

Modelin anlamlılığı test edilmek istenirse t- testi analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre %95 güven aralığında sig (2 tailed) değeri 0,05'in üstünde çıktığı için H_0 Hipotezi kabul edilmektedir. Yani bankaların PD/DD ile çalışmada tarafımızdan bulunan FCFE/DD değerleri arasında önemli bir farklılık yoktur.

Firma değerlemesinde önemle üzerinde durulması gereken konulardan birisi, firma değerini etkileyen unsurların birbirleriyle olan etkileşimidir. Bu etkileşimi görebilmek için ise en etkili yöntem, farklı senaryolar üreterek duyarlılık analizi yapmaktır. Çalışmada örnek banka baz alınarak yapılan duyarlılık analizi sonucu bankalar özsermaye maliyetine ve devam eden değerde meydana gelen değişimler banka değerini gittikçe

artan ve önemli tutarlarda etkilemektedir. Diğer taraftan bankaların değeri ile aktif büyüme hızı arasında pozitif bir ilişki beklenirken aracılık fonksiyonunu tam olarak yerine getirmeyen bankalarda bu ilişkinin yönü negatif olarak bulunmaktadır. Mevduat / pasif oranı ve kredi / mevduat oranlarında meydana gelebilecek %1'lik değişimler banka değeri üzerinde %1'in üzerinde etkisi olmaktadır. Kullanılan diğer değer sürücülerindeki artışlarda banka değeri arasında bir ilişki olup bunun tutarı diğer sürücülerdeki kadar etkili değildir.

Çalışmada İMKB'de işlem gören ve çalışmada kullanılan bankaların finansal oranları ile piyasa değeri arasında ilişki olup olmadığı, ilişki varsa bu ilişkinin yönünün ne şekilde olduğu tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bankaların özsermayeye serbest nakit akımları ile değerinin bulunmasında geçmiş performanstan hareketle gelecekteki tahmini bilanço ve gelir tabloları oluşturulmakta ve bunlardan tahmini nakit akımları bulunmaktadır. Geçmiş performansın belirlenmesinde ve tahmini bilanço ve gelir tablolarının oluşturulmasında ise finansal oranlar etkin olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada mali oranlar ile piyasa değeri arasında ilişkinin gücü özsermayeye serbest nakit akımları ile bankaların değerinin bulunmasını ve doğrulunun teyit edilmesi açısından önem taşımaktadır.

Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişki olup olmadığı ve bu ilişkinin yönü ile şiddetini bulmak için birleştirilmiş (pooled) regresyon analizi kullanılmaktadır. Analizde kullanılan banka sayısının az olması ve kullanılan değişken oranının fazla olması nedeniyle model sabit etki altında analize tabi tutulmuştur. Modeller itibarıyla analiz sonuçlarının toplulaştırılmış hali aşağıdaki tablodaki gibidir.

Test	Analiz Sonuçları	
	Değişkenler	Model
Bankaların PD/DD ile Yıllık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz	B2: Türk Parası Pasifler / Toplam Pasifler B4: Türk Parası Mevduat / Toplam Mevduat A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler A5: Takipteki Krediler (Net) / Toplam Krediler L1: Likit Aktifler / Toplam Aktifler L2: Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler G3: Faiz Dışı Gelirler / Toplam Aktifler G4: Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler	R^2 0,9938 F Değ. - F Anl. - $D-W$ 2,5567
Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Dönemler Sabit Etki Modeli)	S1: Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar) S2: Özkaynaklar / Toplam Aktifler S3: Özkaynaklar - Duran Aktifler / Toplam Aktifler S4: Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar B5: Türk Parası Krediler / Toplam Krediler A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler L1: Likit Aktifler / Toplam Aktifler L3: Türk Parası Likit Aktifler / Toplam Aktifler	R^2 0,9430 F Değ. 33,4536 F Anl. 0,0000 $D-W$ 1,4670
Bankaların PD/DD ile Üç Aylık Mali Oranları Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları Tablosu (Bankalar Sabit Etki Modeli)	S1: Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar) S2: Özkaynaklar / Toplam Aktifler S3: Özkaynaklar - Duran Aktifler / Toplam Aktifler S4: Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar S5: (Net Bilanço Pozisyonu + Net Nazım Hesap Pozisyonu) / Özkaynaklar B4: Türk Parası Mevduat / Toplam Mevduat A4: Takipteki Krediler (Brüt) / Toplam Krediler K3: Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler	R^2 0,8730 F Değ. 19,5779 F Anl. 0,0000 $D-W$ 1,6938

Bankaların PD/DD ile yıllık mali oranları arasındaki ilişkinin analizde kullanılan değişkenlerin modeli açıklama gücü R^2 ile ifade edilmiş olup analizde %92,93 olarak bulunmuştur. Buda yüksek bir açıklama gücü olduğuna işaret etmektedir. Diğer bir ifade ile bankaların yıllık mali oranları ile PD/DD arasında güçlü ve pozitif yönlü bir ilişki mevcut olup PD/DD değerinde 2002 – 2006 yılları arasında meydana gelen değişimler mali oranlar tarafından güçlü bir şekilde açıklanmaktadır. D – W test istatistiği ise 2,56 olarak tespit edilmiş olup pozitif otokorelasyon etkisinin var olmadığını göstermektedir. Analiz sonucunda ticaret bankalarının hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların yıllar itibarıyla bankaların para pozisyonlarına,

takipteki kredilerine, likiditelerine ve faiz dışı gelirlerine odaklandıklarını söylemek mümkündür.

Bankaların PD/DD ile üç aylık mali oranları arasındaki ilişkinin analiz edildiği model çözümünden de görüleceği üzere PD/DD bağımlı değişkeni üçer aylık mali oranlardan S1, S2, S3, S4, B5, A4, L1 ve L3 değişkenleri tarafından açıklanmaktadır. Modelde dönemlerin sabit etkisi olduğu varsayımı altında kullanılan değişkenlerin modeli açıklama gücü (R^2) 0,94 gibi yüksek bir oran olarak bulunmuş olup model anlamlıdır. Model finansal açısından incelendiğinde üçer aylık oranlarla piyasa değeri arasındaki ilişkiyi açıklamada sermaye yeterliliği rasyolarının ön plana çıktığı görülmektedir. Banka yatırımcılarının bankaların güvenilirliğini satın aldıklarını söylemek mümkündür. Bunun yanı sıra bankaların likiditeleri, takipteki kredileri ve dağıtılan Türk parası krediler de takip edilen unsurlar arasında yer almaktadır.

Çalışmanın sonucunda bankaların değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden, özsermayeye serbest nakit akımları yönteminin kullanılarak bulunmasının piyasada oluşan değeri açıklamada etkili olduğu kanaatine varılmıştır.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ Öztin; **100 Soruda Türkiye’de Bankacılık**, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1987
- AKSOY Ahmet ve Cihan TANRIÖVEN, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Gazi Kitapevi, Üçüncü Baskı, Ankara, Mayıs 2007
- AKSOY Ahmet ve Kürşat YALÇINER; “Enflasyonun Düşmesinin Bankacılık Kesimi ve Sermaye Piyasasına Etkileri”, **Yeniden Yapılanma Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, Ankara Ticaret Odası, Ankara
- AKSOY Ahmet; **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara, 1988
- AKSÖYEK, İsmet; Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara, 1994
- ARNSFELD Torsten, “ Cost of Capital for Banks:An Emprical Study”, Frankfurt, 1998, <http://www.utzverlag.de/buecher/40513les.pdf> ^{25.01.2006}
- ARTUN Tuncay, **İşlevi, Gelişimi, Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye’de Bankacılık**, 1980, İstanbul
- ARTUN Tuncay; **Türkiye’de Bankacılık**, Tekin Yayınevi, 2. Basım, Ankara, 1983
- ASOMEDYA, “Türkiye’de Bankacılık ve Finansal Krizleri, 1929’dan Günümüze”, **Ankara Sanayi Odası Dergisi**, Mart, 2001
- AYPEK, Nevzat ve Ünsal BAN; **Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2002
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Finansal Piyasalar Raporu**, Eylül 2006
- BDDK; **Finansal Piyasalar Raporu**, Ankara, Eylül 2006, Sayı:3
- BEHM Ulrich, “Shareholder Value and Cost of Capital for Bank”, Bern, 1994, <http://www.uni-koeln.de/wiso-fak/bankseminar/veroeff/mub/77/sharehld.pdf>, 25.02.2007,
- BENNINGA Simon Z. Ve Oded H. SARIG, **Corporate Finance: A Valuation Approach**, McGraw Hill, New York, 2001
- BLACK, Andrew ve Diğerleri; **Hissedar Değeri Arayışı**, Dünya Yayınları, İstanbul, Ekim 1998
- BODMER Adriana, **Value Based Management for Bank**, Haupt, Bern, Aralık-2001

BOLAY H. Cahide; “Türk Bankacılık Tarihi”, **Bankacılar Dergisi**, Yıl:2, Sayı:5, Temmuz 1991

BREALEY, Richard A. ve Stewart C. MYERS, **Principles of Corporate Finance**, The McGraw-Hill Companies, Inc., International Edition

BRIGHAM, Eugene F. Ve Louis GAPENSKI, **Intermediate Financial Management**, 5th Edition, The Dryden Press, Fort Worth, 1996

CANBAŞ Serpil ve Hatice DOĞUKANLI, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Beta Yayınları, İstanbul, 1997

CEYLAN Ali, **Finansal Teknikler**, Ekin Kitapevi, Bursa, 2003

COPELAND Tom, Tim COLLER and Jack MURRIN; **VALUATION Measuring and The Value of Companies**, John Wiley Sons Ltd., New York, Third Edition, 2000

COPELAND, Tom ve Diğerleri; **VALUATION Measuring and Managing The Value of Companies**, John Willey & Sons Inc., New York, 2000

ÇELEBİCAN Gürhan; “Türk Bankacılık Sektörü”, **Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz**, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 1998

ÇİFTÇİ Cemil; “Bankalarda Aktif-Pasif Yönetimi ve Düşük Enflasyon Sürecinin Olası Etkileri”, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, 2003

ÇOLAK Ömer Faruk; **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, Ankara, 2001,

ÇOLAK Ömer Faruk ve ARDOR Hakan Naim, “IMF Yönlendirmeli Bankacılık Yeniden Yapılandırma Programı: Türkiye”, Türkiye Ekonomi Kurumu, **Cem Alpar’ın Anısına Armağan**, Ankara, 2002

DAMADORAN, Aswath; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset**, John Wiley & Sons Inc., New York, 2002

DAMODARAN Aswath, **Corporate Finance**, John Willey Sons Yayınları, 2001

DAMODARAN Aswath, **Dark Side Of Valuation**, Financial Times Prentice Hall, 2002

DOYLE Peter, **Değer Temelli Pazarlama**, MediaCat Yayınları, İstanbul, 2003

ELTON, Edwin ve Martin J. GRUBER, **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, 5th Edition, John Wiley&Sons Inc., New York, 1995

ERCAN Metin Kamil, M. Başaran ÖZTÜRK, İlhan KÜÇÜKKAPLAN, E. Savaş BAŞÇI ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, **Firma Değerlemesi Banka Uygulaması**, Literatür Yayınları, İstanbul 2006

ERCAN, Metin Kamil M. Başaran ÖZTÜRK ve Kartal DEMİRGÜNEŞ, **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Gazi Kitapevi, Ankara, Ekim, 2003

ERCAN, Metin Kamil ve Aykan ÜRETEN; **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2000

ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN; **Değere Dayalı İşletme Finansı FİNANSAL YÖNETİM**, Gazi Kitapevi, Ocak–2005

ERSAN İhsan, **Finansal Türevler**, Literatür Yayınları, İstanbul, 1998

ERTUĞRUL Ahmet ve O ZAİM; "Ekonomik Kriz ve Türk Bankacılık Sisteminde Etkinlik", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 1999, Sayı 26

FABOZZI, Frank ve Franco MODIGLIANI, **Capital Markets, Institutions and Instruments**, 2nd Edition, Prentice-Hill International, Boston, 1996

FABOZZI, Frank, Franco MODIGLIANI ve Michael FERRI, **Foundations of Financial Markets and Institutions**, 2nd Edition, 1998, Prentice-Hill International, Boston

Frederich S. MISHKIN, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, New York, 1997

GIDDY Ian, **Global Financial Markets**, D.C. Heath and Company, Toronto, 1994

GÖZEN Mustafa, İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Doktora Tezi**, Ankara 2001

GROSS Stephanie, **Banks and Shareholder Value – An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Gabler Edition Wissensschaft, Wiesbaden, December 2006

GÜNAL Mehmet; **Türk Bankacılık Sektörünün Sorunları ve Geleceği**, Ankara Ticaret Odası Yayını, Ankara, 2001

GÜRBÜZ A. Osman ve Yakup ERGİNCAN, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2004

Hakan ŞAKAR, **Risk Yönetimi Açısından Bankalarda Aktif ve Pasif Yönetimi**, İstanbul, 2002

HITCHNER, James R., **Financial Valuation: Applications and Models**, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 2003

Howard D. CROOSE ve George H. HEMPEL, **Management Policies for Comercial Banks**, New Jersey, 1980

IŞIK Nihat, “Dışa Açılma ve Para Politikasının Etkileri Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara, 2002

İlhan ULUDAĞ ve Erişah ARICAN, **Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar-Kurumlar-Araçlar**, İstanbul, 1999

İlker PARASIZ, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, 1994

İMKB, **Aylık Bülten**, Ocak-2008

İVGEN Hünkar, **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, İstanbul, 2003

JOHNSON Hazel J., **The Bank Valution Handbook: A Market-Based Approach to Valuing a Bank**, Irwin Professional Publishing;Chicago, 2nd Edition, Ekim-1995

KALAYCI Şeref, **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, Ankara, Asil Yayıncılık, 2005

KARAN Mehmet Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Yayınevi, Ankara, 2001

KOLLER T.,”What is Value Based Management?”, **The McKinsey Quarterly**, New York,1994

KORKMAZ Turhan, **Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri**, Ekin Kitapevi, Bursa, 1999

KÖSE Abdurrahman; “Banka Değerlemesi: İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımları”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı: 29, Mart-Nisan 2003

KÜÇÜKKAPLAN İlhan; “Kooperatif Bankacılığı - Dünyadaki Uygulaması ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Ankara, 2002

LUEHRMAN Timoty, “ Strategy As A Portfolio Of Real Options” **Harvard Business Review**, September- October, 1998

LUNDHOLM Russell ve Richard SLOAN; **Equity Valuation and Analysis with Eval**, Mc Graw Hill, New York, 2004, s. 56-57

MARTIN J.D ve J.W PETTY, **Value Based Management**, Harward Business School Pres, Boston, 2000

Mehmet TAKAN, **Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**, Adana, 2001

MERCER Z. Christopher, **Valuing Financial Institutions**, Homewood, 1992

MIMI J. Ve T. KOLLER, **Valuation in Emerging Markets**, John Wiley Sons Inc., New York, 2005

MOYER, R. Charles, James R. McGUIGAN ve William J. KRETLOW, **Contemporary Financial Management**, 5th Edition, West Publishing Company, Saint Paul, 1992

MSDV, "Valuing Financial Stocks with Residual Income", Morgan Stanley Dean Witter, **Equity Research**, North America, 2001

Osman ALTUĞ, **Banka İşletmeleri Muhasebesi**, İstanbul, 2000

ÖCAL Tezer ve Ömer Faruk ÇOLAK; **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 1999

Özer ERTUNA, **Finansal Kurumlar**, Ankara, 1986

PALEPU, Krishna G., Paul M. HEALY and Victor L. BERNARD, **Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements**, South Western College Publishing, Australia, 2000

PARK, Young S. ve Jung-Jin LEE, "An Empirical Study on The Relevance of Applying Relative Valuation Models to Investment Strategies in The Japanese Stock Market", **Japan and World Economy**, 2003, Volume:15

REZAEE, Zabihollah; **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, John Wiley Sons Ltd., New York, Second Edition, 2001

RUDOLF Markus; "Banking Sysytems Financial Intermediation", <http://www.whu.edu/banking>. 11.01.2001,

SARIKAMIŞ Cevat; **Sermaye Pazarları**, Alfa Yayın Dağıtım, Yayın No:213, İstanbul, 2000

SCHILLING George, ""Workings Capital Role in Maintaining Corporate LiQuidity, **TMA Journal**, Sept/Oct , Vol 19

SEYİDOĞLU, Halil; **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992

Stephan ROSS, Rose WESTERFIELD ve Benjamin JORDAN, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition, Mc-Graw Hill Irwin, Boston, 2003

STEWART, G. Bennet, **The Quest For Value: A Guide for Senior Managers**, McGraw Hill, New York, 1990

ŞAKAR Hakan; **Genel Bankacılık Bilgileri**, Strata Yayıncılık, Yayın No:4, İstanbul, Temmuz 2000,

T.C.M.B.; **Finansal İstikrar Raporu**, Ankara, Haziran-2006, s.38

TANRIÖVEN Cihan, “Türk Bankacılık Sektöründe Risk Analizi ve Mali Bünye Bozulmalarına (İflasa) Karşı Erken Uyarı Modeli Geliştirilmesi”, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Ankara,2003

TEVFİK T. Arman, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2005

Tezer ÖCAL, **Para Teorisi: Banka, Kredi, Para**, Ankara 1990

TORRIES, T.F., “Npv Or Irr? Why Not Both”, **Mining Engineering**, Vol.50, 1998

Türkiye Bankalar Birliği (TBB), **Tekdüzen Hesap Planı İzahnamesi**,2000, İstanbul

Türkiye Bankalar Birliği, **40. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi (1957-1997)**, TBB Yayın No:207, İstanbul, 1998

UYEMURA Dennis G., Charles C. KANTOR ve Justin M. PETTIT, “EVA For Banks: Value Creation, Risk Management and Profitability Measurement”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 1996, Vol.9, Iss.2

ÜNAY Vecdi, **Bankalarca İç Ticaretin ve Sanayinin Finanse Edilmesi Usulleri**, 1985, İstanbul

VAN HORNE, James J. and John M. MACHOWICZ, Jr., **Fundamentals of Financial Management**, 10th Edition, Prentice-Hall International, Inc., New Jersey, 1998

YAZICI, Kuddusi; **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, T.C. Başbakanlık DPT Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ağustos 1997

YILGÖR Ayşe Gül, İşletme Değerlemesi Ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış Doktora Tezi**, Ankara 1998

YOUNG S. David ve Steven F. O'BRYNE, **EVA and Value Based Management: A Pratical Guide to Implementation**, McGraw Hill, New York, 2000

ZARAKOĞLU Avni, **Para Kredi ve İktisadi Faaliyetler**, TBB Yayını, 1977,Yayın No:41

AKBANK

	1999			2000			2001			2002			
	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP
NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI	88.415.410	0	88.415.410	98.687.000	0	98.687.000	179.381.000	####	332.351.000	95.460.000	####	240.259.000	108.419.000
ALIM SATIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLER (NET)	1.281.830.721	0	1.281.830.721	645.187.000	0	645.187.000	1.192.357.000	####	2.064.286.000	#####	####	4.735.211.000	#####
BANKALAR VE DİĞER MALİ KURULUŞLAR	600.796.915	0	600.796.915	2.333.322.000	0	2.333.322.000	261.718.000	####	2.716.529.000	2.014.000	####	1.306.816.000	2.027.000
PARA PİYASALARI	55.597.834	0	55.597.834	293.370.000	0	293.370.000	1.823.254.000	####	2.170.985.000	#####	####	1.892.207.000	0
SATILMAYA HAZIR MENKUL DEĞERLER (NET)	0	0	0	0	0	0	7.406.000	####	7.469.000	#####	####	5.393.169.000	#####
KREDİLER	1.376.895.429	0	1.376.895.429	2.630.090.000	0	2.630.090.000	1.004.144.000	####	6.290.439.000	#####	####	6.282.849.000	#####
Kısa Vadeli	1.002.880.707	0	1.002.880.707	1.495.922.000	0	1.495.922.000	910.044.000	####	2.273.590.000	#####	####	1.875.106.000	#####
Orta ve Uzun Vadeli	374.014.722	0	374.014.722	1.134.168.000	0	1.134.168.000	94.100.000	####	4.016.849.000	155.488.000	####	4.407.743.000	#####
Takipteki Krediler (Net)	8.378.965	0	8.378.965	5.957.000	0	5.957.000	96.343.000	####	122.811.000	69.029.000	####	113.848.000	70.071.000
Özel Karşılıklar (-)	0	0	0	0	0	0	96.343.000	####	122.811.000	69.029.000	####	113.848.000	70.071.000
FAKTÖRİNG ALACAKLARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VADEYE KADAR ELDE TUTULACAK MENKUL DEĞERLER (NET)	0	0	0	0	0	0	2.447.499.000	####	5.631.308.000	675.017.000	0	675.017.000	644.765.000
İŞTİRAKLER (NET)	23.097.349	0	23.097.349	29.577.000	0	29.577.000	78.681.000	####	131.182.000	83.443.000	####	183.431.000	98.888.000
BAĞLI ORTAKLIKLAR (NET)	1.511.185	0	1.511.185	11.184.000	0	11.184.000	44.632.000	####	86.573.000	80.436.000	####	123.667.000	98.183.000
DİĞER YATIRIMLAR (NET)	173.123.290	0	173.123.290	395.656.000	0	395.656.000	0	0	0	0	0	0	0
FINANSAL KİRALAMA ALACAKLARI (NET)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ZORUNLU KARŞILIKLAR	206.278.238	0	206.278.238	325.413.000	0	325.413.000	108.014.000	####	1.123.897.000	196.040.000	####	1.305.071.000	439.632.000
MUHTELİF ALACAKLAR	39.797.984	0	39.797.984	145.180.000	0	145.180.000	74.719.000	####	75.283.000	46.752.000	####	47.228.000	38.180.000
FAİZ VE GELİR TAHAKKUK VE REESKONTLARI	398.875.203	0	398.875.203	291.436.000	0	291.436.000	988.843.000	####	1.147.983.000	#####	####	1.762.480.000	#####
MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)	85.160.865	0	85.160.865	137.644.000	0	137.644.000	425.092.000	####	449.076.000	445.212.000	####	471.725.000	573.881.000
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (NET)	0	0	0	0	0	0	12.035.000	0	12.035.000	12.279.000	0	12.279.000	19.237.000
DİĞER AKTİFLER	14.062.740	0	14.062.740	15.275.000	0	15.275.000	22.533.000	####	41.937.000	16.917.000	####	21.150.000	19.407.000
TOPLAM AKTİFLER	4.353.822.128	0	4.353.822.128	7.357.978.000	0	7.357.978.000	8.670.308.000	####	22.281.333.000	#####	####	24.452.559.000	#####
				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MEVDUAT	2.601.194.542	0	2.601.194.542	4.375.895.000	0	4.375.895.000	3.456.503.000	####	15.432.913.000	#####	####	16.595.823.000	#####
Bankalararası Mevduatı	73.921.623	0	73.921.623	368.877.000	0	368.877.000	419.125.000	####	858.103.000	10.674.000	####	469.340.000	123.627.000
Tasarruf Mevduatı	655.054.039	0	655.054.039	1.000.061.000	0	1.000.061.000	2.255.061.000	0	2.255.061.000	#####	0	3.027.213.000	#####
Resmi Kuruluşlar Mevduatı	536.692	0	536.692	1.186.000	0	1.186.000	5.661.000	0	5.661.000	6.512.000	0	6.512.000	13.486.000
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	161.479.112	0	161.479.112	330.116.000	0	330.116.000	641.977.000	0	641.977.000	#####	0	1.149.383.000	#####
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	32.313.387	0	32.313.387	32.276.000	0	32.276.000	134.679.000	0	134.679.000	201.462.000	0	201.462.000	217.685.000
Döviz Tevdiat Hesabı	1.677.889.689	0	1.677.889.689	2.643.379.000	0	2.643.379.000	0	####	11.537.432.000	0	####	11.741.913.000	0
Kıymetli Madenler Depo Hesapları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PARA PİYASALARI	19.623.402	0	19.623.402	27.577.000	0	27.577.000	0	0	0	469.545.000	0	469.545.000	602.895.000
ALINAN KREDİLER	653.534.404	0	653.534.404	1.526.610.000	0	1.526.610.000	32.902.000	####	3.473.439.000	13.839.000	####	3.219.302.000	33.314.000
İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER (NET)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FONLAR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MUHTELİF BORÇLAR	34.753.453	0	34.753.453	29.699.000	0	29.699.000	14.124.000	####	46.528.000	29.942.000	####	54.457.000	63.990.000
DİĞER YABANCI KAYNAKLAR	7.079.847	0	7.079.847	19.476.000	0	19.476.000	14.477.000	####	44.314.000	20.840.000	####	53.598.000	13.464.000
ÖDENECEK VERGİ, RESİM, HARÇ VE PRİMLER	12.981.430	0	12.981.430	22.398.000	0	22.398.000	42.036.000	####	42.128.000	43.234.000	####	43.282.000	52.616.000
FAKTÖRİNG BORÇLARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FINANSAL KİRALAMA BORÇLARI (NET)	1.737.333	0	1.737.333	753.000	0	753.000	1.111.000	####	21.485.000	815.000	####	17.309.000	387.000
FAİZ VE GİDER REESKONTLARI	89.113.321	0	89.113.321	155.848.000	0	155.848.000	136.089.000	####	370.813.000	165.189.000	####	408.090.000	174.376.000
KARŞILIKLAR	175.527.076	0	175.527.076	117.611.000	0	117.611.000	210.146.000	####	210.854.000	334.318.000	####	337.797.000	479.159.000
SERMayE BENZERİ KREDİLER	0	0	0	0	0	0	0	####	4.286.000	0	####	4.418.000	0
ÖZKAYNAKLAR	758.277.320	0	758.277.320	1.082.111.000	0	1.082.111.000	2.634.573.000	0	2.634.573.000	#####	0	3.248.938.000	#####
TOPLAM PASİFLER	4.353.822.128	0	4.353.822.128	7.357.978.000	0	7.357.978.000	6.541.961.000	####	22.281.333.000	#####	####	24.452.559.000	#####
GELİR TABLOSU													
FAİZ GELİRLERİ			1.111.079.110			1.413.780.000			6.751.007.000			3.519.548.000	
Kredilerden Alınan Faizler			366.129.479			508.967.000			2.268.275.000			842.783.000	
Tp Kredilerden Alınan Faizler			292.796.612			354.601.000			1.107.551.000			507.191.000	

EK-1

Kısa Vadeli Kredilerden	287.457.757	314.510.000	1.011.992.000	463.212.000
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden	5.338.855	40.091.000	95.559.000	43.979.000
Yp Kredilerden Alınan Faizler	73.332.867	154.366.000	1.160.724.000	335.592.000
Kısa Vadeli Kredilerden	51.557.370	94.124.000	864.786.000	132.614.000
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden	21.775.497	60.242.000	295.938.000	202.978.000
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0	0	31.195.000	65.243.000
Bankalardan Alınan Faizler	57.169.692	589.884.000	1.483.649.000	44.278.000
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	14.845.414	18.600.000	751.109.000	753.446.000
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	648.797.739	295.588.000	2.210.287.000	1.812.839.000
Diğer Faiz Gelirleri	24.136.786	741.000	6.492.000	959.000
FAİZ GİDERLERİ	432.182.738	468.797.000	2.096.369.000	1.872.609.000
Mevduata Verilen Faizler	395.841.950	381.457.000	1.849.127.000	1.502.194.000
Bankalararası Mevduata	9.666.399	36.876.000	107.378.000	56.200.000
Tasarruf Mevduatına	260.189.408	197.606.000	1.136.723.000	1.016.762.000
Resmi Kuruluşlar Mevduatına	66.781	35.000	131.000	130.000
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	2.825.266	71.000	186.000	22.906.000
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	30.137.449	19.518.000	73.566.000	112.279.000
Döviz Tevdiat Hesaplarına	92.956.647	127.351.000	531.143.000	293.917.000
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0	0	0	0
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	8.938.341	9.642.000	29.779.000	254.557.000
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	27.200.088	77.446.000	210.129.000	111.827.000
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0	0	0	0
Diğer Faiz Giderleri	202.359	252.000	7.334.000	4.031.000
NET FAİZ GELİRİ	678.896.372	944.983.000	4.654.638.000	1.646.939.000
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ	50.528.952	90.529.000	69.948.000	110.008.000
TEMETTÜ GELİRLERİ	0	0	0	4.077.000
NET TİCARİ KAR/ZARAR	648.325.812	2.025.427.000	-2.329.680.000	772.269.000
YATIRIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLERDEN KAR/ZARAR	0	0	0	0
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	14.256.422	26.252.000	90.158.000	94.854.000
FAALİYET GELİRLERİ TOPLAMI	713.111.186	2.142.208.000	2.485.064.000	2.628.147.000
KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR KARŞILIĞI (-)	26.007.872	47.474.000	121.499.000	71.387.000
DİĞER FALİYET GİDERLERİ (-)	888.452.593	2.526.437.000	760.657.000	820.458.000
FAALİYET KARI	-201.349.279	-431.703.000	1.602.908.000	1.736.302.000
BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLERDEN KAR/ZARAR	0	0	18.316.000	75.270.000
NET PARASAL POZİSYON KARI / ZARARI	0	0	-1.289.782.000	-603.882.000
VERGİ ÖNCESİ KAR	477.547.093	513.280.000	331.442.000	1.207.690.000
VERGİ KARŞILIĞI (-)	159.160.294	169.674.000	351.088.000	522.242.000
VERGİ SONRASI OLAĞAN FAALİYET KAR/ZARARI	318.386.799	343.606.000	-19.646.000	685.448.000
VERGİ SONRASI OLAĞANÜSTÜ KAR/ZARAR	0	0	0	0
NET DÖNEM KAR VE ZARARI	318.386.799	343.606.000	-19.646.000	685.448.000

Maddi Duran Varlık Amortismanı	44.252.000	59.298.000
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	4.147.000	4.344.000
Personel Giderleri	205.758.000	199.870.000
Uzun Vadeli Mevduat	306.981.000	625.153.000
Alınan Kredilerden Orta ve Uz. Kısmı	1.602.383.000	1.498.506.000
Alım Satım Amaçlı MK (1 Yıldan uzun vadeli olanları)		1.021.807.000
Vadeye kadar elde tutulacak MK (1 Yıldan uzun vadeli olanları)		644.765.000
Satılmaya hazır MK (1 yıldan uzun vadeli MK)		1.564.448.000
Hisse Senedi Sayısı	800.000.000.000	816.000.000.000

EK-1

2003		2004			2005			2006		
YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM
105.262.000	213.681.000	154.367.000	119.885.000	274.252.000	245.624.000	606.424.000	852.048.000	1.494.827.000	3.047.940.000	4.542.767.000
5.489.430.000	6.733.461.000	173.485.000	3.588.762.000	3.762.247.000	31.765.000	6.310.654.000	6.342.419.000	53.184.000	6.556.392.000	6.609.576.000
927.550.000	929.577.000	17.039.000	1.273.629.000	1.290.668.000	246.968.000	1.381.414.000	1.628.382.000	1.246.000	2.176.156.000	2.177.402.000
396.845.000	396.845.000	0	429.665.000	429.665.000	400.000.000	0	400.000.000	0	0	0
1.563.062.000	6.708.099.000	6.298.603.000	4.855.057.000	11.153.660.000	10.516.487.000	2.914.233.000	13.430.720.000	11.036.984.000	2.720.067.000	13.757.051.000
4.880.511.000	8.717.455.000	7.779.672.000	5.159.528.000	12.939.200.000	14.680.685.000	7.425.464.000	22.106.149.000	19.707.807.000	8.629.134.000	28.336.941.000
945.522.000	3.255.989.000	4.988.157.000	1.082.498.000	6.070.655.000	8.310.865.000	2.026.119.000	10.336.984.000	0	0	12.482.643.000
3.934.989.000	5.461.466.000	2.791.515.000	4.077.030.000	6.868.545.000	6.369.820.000	5.399.345.000	11.769.165.000	0	0	15.854.298.000
40.490.000	110.561.000	171.227.000	32.892.000	204.119.000	336.192.000	20.961.000	357.153.000	564.306.000	29.265.000	593.571.000
40.490.000	110.561.000	171.227.000	32.892.000	204.119.000	336.192.000	20.961.000	357.153.000	564.306.000	29.265.000	593.571.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	644.765.000	322.382.000	0	322.382.000	322.382.000	0	322.382.000	0	0	0
95.271.000	194.159.000	87.988.000	99.448.000	187.436.000	19.268.000	0	19.268.000	0	0	0
89.265.000	187.448.000	111.772.000	93.481.000	205.253.000	209.763.000	246.226.000	455.989.000	220.673.000	705.688.000	926.361.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.086.460.000	1.526.092.000	699.986.000	1.225.572.000	1.925.558.000	2.709.644.000	1.187.747.000	3.897.391.000	0	0	0
456.000	38.636.000	20.341.000	906.000	21.247.000	19.072.000	885.000	19.957.000	0	0	0
489.906.000	2.562.190.000	1.160.419.000	514.064.000	1.674.483.000	1.885.537.000	284.756.000	2.170.293.000	0	0	0
6.405.000	580.286.000	653.163.000	7.154.000	660.317.000	660.274.000	3.098.000	663.372.000	694.489.000	3.025.000	697.514.000
0	19.237.000	24.830.000	0	24.830.000	21.218.000	0	21.218.000	34.331.000	0	34.331.000
12.921.000	32.328.000	33.479.000	8.735.000	42.214.000	41.087.000	13.857.000	54.944.000	90.212.000	100.435.000	190.647.000
15.143.344.000	29.484.259.000	17.537.526.000	17.375.886.000	34.913.412.000	32.009.774.000	20.374.758.000	52.384.532.000	33.333.753.000	23.938.837.000	57.272.590.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13.108.763.000	19.103.202.000	6.749.021.000	13.169.404.000	19.918.425.000	17.314.843.000	14.136.134.000	31.450.977.000	19.187.921.000	15.013.585.000	34.201.506.000
1.214.463.000	1.338.090.000	54.571.000	938.996.000	993.567.000	1.024.881.000	1.617.319.000	2.642.200.000	0	0	1.734.860.000
0	4.428.654.000	5.336.319.000	0	5.336.319.000	10.725.149.000	0	10.725.149.000	0	0	13.246.034.000
0	13.486.000	8.802.000	0	8.802.000	23.483.000	0	23.483.000	0	0	30.021.000
0	1.210.987.000	1.185.017.000	0	1.185.017.000	3.944.189.000	0	3.944.189.000	0	0	3.168.938.000
0	217.685.000	164.312.000	0	164.312.000	1.597.141.000	0	1.597.141.000	0	0	1.533.924.000
11.894.300.000	11.894.300.000	0	12.230.408.000	12.230.408.000	0	12.518.815.000	12.518.815.000	0	0	14.487.729.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	602.895.000	2.102.358.000	170.956.000	2.273.314.000	5.140.056.000	247.974.000	5.388.030.000	4.920.666.000	0	4.920.666.000
3.614.557.000	3.647.871.000	61.867.000	4.782.868.000	4.844.735.000	79.742.000	7.202.898.000	7.282.640.000	122.463.000	9.087.006.000	9.209.469.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
41.092.000	105.082.000	666.665.000	30.286.000	696.951.000	632.665.000	20.444.000	653.109.000	779.115.000	46.644.000	825.759.000
26.351.000	39.815.000	177.036.000	106.585.000	283.621.000	122.236.000	56.004.000	178.240.000	293.920.000	162.654.000	456.574.000
495.000	53.111.000	66.701.000	79.000	66.780.000	73.344.000	230.000	73.574.000	197.445.000	23.000	197.468.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
10.222.000	10.609.000	0	5.496.000	5.496.000	0	863.000	863.000	15.506.000	18.414.000	33.920.000
214.452.000	388.828.000	184.922.000	86.087.000	271.009.000	341.551.000	153.892.000	495.443.000	0	0	0
6.439.000	485.598.000	318.954.000	2.358.000	321.312.000	458.194.000	8.890.000	467.084.000	355.308.000	6.523.000	361.831.000
4.562.000	4.562.000	0	4.778.000	4.778.000	0	4.159.000	4.159.000	0	0	0
5.507.000	5.042.686.000	6.226.792.000	199.000	6.226.991.000	6.388.661.000	1.752.000	6.390.413.000	7.049.051.000	16.346.000	7.065.397.000
17.032.440.000	29.484.259.000	16.554.316.000	18.359.096.000	34.913.412.000	30.551.292.000	21.833.240.000	52.384.532.000	32.921.395.000	24.351.195.000	57.272.590.000
								0	0	0
								0	0	0
	3.736.371.000			4.412.601.000			5.301.319.000	0	0	6.586.848.000
	962.432.000			1.906.893.000			2.746.813.000	0	0	3.930.016.000
	759.965.000			1.698.523.000			2.456.514.000	0	0	3.420.800.000

EK-1

553.434.000	1.091.790.000	1.539.058.000	0	0	2.053.155.000
206.531.000	606.733.000	917.456.000	0	0	1.367.645.000
202.467.000	208.370.000	290.299.000	0	0	509.216.000
48.719.000	37.412.000	67.413.000	0	0	106.800.000
153.748.000	170.958.000	222.886.000	0	0	402.416.000
86.450.000	85.242.000	108.478.000	0	0	147.979.000
19.185.000	19.907.000	31.238.000	0	0	73.315.000
311.233.000	40.017.000	3.126.000	0	0	1.571.000
2.353.745.000	2.359.504.000	2.410.319.000	0	0	2.431.024.000
3.326.000	1.038.000	1.345.000	0	0	2.943.000
2.003.206.000	1.873.642.000	2.709.791.000	0	0	4.046.821.000
1.720.584.000	1.586.044.000	2.106.677.000	0	0	3.177.288.000
30.138.000	38.885.000	115.173.000	0	0	162.147.000
1.206.800.000	1.104.338.000	1.236.664.000	0	0	1.963.156.000
119.000	122.000	1.322.000	0	0	858.000
60.709.000	54.778.000	356.819.000	0	0	418.241.000
131.370.000	105.590.000	109.443.000	0	0	169.111.000
291.448.000	282.331.000	287.256.000	0	0	463.775.000
0	0	0	0	0	0
185.317.000	164.585.000	389.128.000	0	0	428.358.000
93.356.000	120.147.000	211.600.000	0	0	436.460.000
0	0	0	0	0	0
3.949.000	2.866.000	2.386.000	0	0	4.715.000
1.733.165.000	2.538.959.000	2.591.528.000	0	0	2.540.027.000
197.032.000	426.569.000	636.367.000	0	0	806.921.000
2.432.000	2.621.000	3.997.000	0	0	76.145.000
1.726.147.000	328.970.000	234.543.000	0	0	56.641.000
0	0	0	0	0	0
84.524.000	155.196.000	239.479.000	0	0	464.988.000
3.743.300.000	3.452.315.000	3.705.914.000	0	0	3.944.722.000
131.443.000	192.538.000	347.935.000	0	0	430.881.000
1.170.432.000	1.148.570.000	1.325.904.000	0	0	1.577.279.000
2.441.425.000	2.111.207.000	2.032.075.000	0	0	1.936.562.000
12.198.000	31.307.000	46.347.000	0	0	0
-413.942.000	-645.962.000	0	0	0	0
2.039.681.000	1.496.552.000	2.078.422.000	0	0	1.936.562.000
715.157.000	476.024.000	640.128.000	0	0	336.370.000
1.324.524.000	1.020.528.000	1.438.294.000	0	0	1.600.192.000
0	0	0	0	0	0
1.324.524.000	1.020.528.000	1.438.294.000	0	0	1.600.192.000
80.776.000	76.183.000	83.702.000			93.569.000
3.567.000	7.194.000	9.079.000			9.459.000
307.157.000	348.155.000	421.738.000			549.848.000
1.050.793.000	761.891.000	882.953.000			525.508.000
1.743.077.000	2.031.382.000	2.763.749.000			6.024.849.000
	443.967.000	6.277.282.000			5.614.250.000
	322.382.000	0			0
	6.685.969.000	7.538.345.000			6.589.506.000
1.200.000.000.000	1.500.000.000.000	#####			2.200.000.000.000

AKBANK	1\$ 0,5427			1\$ 0,675			1\$ 1,4336			1\$ 1,6476		
	1999			2000			2001			2002		
	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM
NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI	162.917.652	0	162.917.652	146.202.963	0	146.202.963	125.126.256	106.703.404	231.829.680	57938820,1	87884802	145823622,2
ALIM SATIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLER (NET)	2.361.950.840	0	2.361.950.840	955.832.593	0	955.832.593	831.722.238	608.209.403	1.439.931.641	1315262807	1,56E+09	2874005220
BANKALAR VE DİĞER MALİ KURULUŞLAR	1.107.051.622	0	1.107.051.622	3.456.773.333	0	3.456.773.333	182.559.989	1.712.340.262	1.894.900.251	1222384,074	7,92E+08	793163389,2
PARA PİYASALARI	102.446.718	0	102.446.718	434.622.222	0	434.622.222	1.271.801.060	242.557.896	1.514.358.956	889172129,2	2,59E+08	1148462612
SATILMAYA HAZIR MENKUL DEĞERLER (NET)	0	0	0	0	0	0	5.166.016	43.945	5.209.961	1786947075	1,49E+09	3273348507
KREDİLER	2.537.120.746	0	2.537.120.746	3.896.429.630	0	3.896.429.630	700.435.268	3.687.426.758	4.387.862.026	715109856,8	3,1E+09	3813333940
Kısa Vadeli	1.847.946.761	0	1.847.946.761	2.216.180.741	0	2.216.180.741	634.796.317	951.134.208	1.585.930.525	620737436,3	5,17E+08	1138083273
Orta ve Uzun Vadeli	689.173.986	0	689.173.986	1.680.248.889	0	1.680.248.889	65.638.951	2.736.292.550	2.801.931.501	94372420,49	2,58E+09	2675250668
Takipteki Krediler (Net)	15.439.405	0	15.439.405	8.825.185	0	8.825.185	67.203.544	18.462.612	85.666.155	41896698,23	27202598	69099295,95
Özel Karşılıklar (-)	0	0	0	0	0	0	67.203.544	18.462.612	85.666.155	41896698,23	27202598	69099295,95
FAKTÖRİNG ALACAKLARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VADEYE KADAR ELDE TUTULACAK MENKUL DEĞERLER (NET)	0	0	0	0	0	0	1.707.239.816	2.220.848.912	3.928.088.728	409697135,2	0	409697135,2
İŞTİRAKLER (NET)	42.560.068	0	42.560.068	43.817.778	0	43.817.778	54.883.510	36.621.791	91.505.301	50645180,87	60687060	111332240,8
BAĞLI ORTAKLIKLAR (NET)	2.784.568	0	2.784.568	16.568.889	0	16.568.889	31.132.813	29.255.720	60.388.532	48820101,97	26238772	75058873,51
DİĞER YATIRIMLAR (NET)	319.003.667	0	319.003.667	586.157.037	0	586.157.037	0	0	0	0	0	0
FINANSAL KİRALAMA ALACAKLARI (NET)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ZORUNLU KARŞILIKLAR	380.096.256	0	380.096.256	482.093.333	0	482.093.333	75.344.587	708.623.744	783.968.331	118985190,6	6,73E+08	792104272,9
MUHTELİF ALACAKLAR	73.333.304	0	73.333.304	215.081.481	0	215.081.481	52.119.838	393.415	52.513.253	28375819,37	288905,1	28664724,45
FAİZ VE GELİR TAHAKKUK VE REESKONTLARI	734.982.869	0	734.982.869	431.757.037	0	431.757.037	689.762.137	111.007.254	800.769.392	881897912,1	1,88E+08	1069725662
MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)	156.920.702	0	156.920.702	203.917.037	0	203.917.037	296.520.647	16.729.911	313.250.558	270218499,6	16091891	286310390,9
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (NET)	0	0	0	0	0	0	8.394.950	0	8.394.950	7452658,412	0	7452658,412
DİĞER AKTİFLER	25.912.548	0	25.912.548	22.629.630	0	22.629.630	15.717.773	13.535.156	29.252.930	10267662,05	2569192	12836853,61
TOPLAM AKTİFLER	8.022.520.966	0	8.022.520.966	10.900.708.148	0	10.900.708.148	6.047.926.897	9.494.297.573	#####	6592013231	8,25E+09	14841320102
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MEVDUAT	4.793.061.622	0	4.793.061.622	6.482.807.407	0	6.482.807.407	2.411.065.151	8.354.080.636	#####	2667664482	7,41E+09	10072725783
Bankalararası Mevduatı	136.210.840	0	136.210.840	546.484.444	0	546.484.444	292.358.398	306.206.752	598.565.151	6478514,202	2,78E+08	284862830,8
Tasarruf Mevduatı	1.207.027.896	0	1.207.027.896	1.481.571.852	0	1.481.571.852	1.573.005.720	0	1.573.005.720	1837347050	0	1837347050
Resmî Kuruluşlar Mevduatı	988.929	0	988.929	1.757.037	0	1.757.037	3.948.800	0	3.948.800	3952415,635	0	3952415,635
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	297.547.654	0	297.547.654	489.060.741	0	489.060.741	447.807.617	0	447.807.617	697610463,7	0	697610463,7
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	59.541.896	0	59.541.896	47.816.296	0	47.816.296	93.944.615	0	93.944.615	122276037,9	0	122276037,9
Döviz Tevdiat Hesabı	3.091.744.406	0	3.091.744.406	3.916.117.037	0	3.916.117.037	0	8.047.873.884	8.047.873.884	0	7,13E+09	7126676985
Kıymetli Madenler Depo Hesapları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PARA PİYASALARI	36.158.839	0	36.158.839	40.854.815	0	40.854.815	0	0	0	284987254,2	0	284987254,2
ALINAN KREDİLER	1.204.227.758	0	1.204.227.758	2.261.644.444	0	2.261.644.444	22.950.614	2.399.928.153	2.422.878.767	8399490,168	1,95E+09	1953934207
İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER (NET)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FONLAR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MUHTELİF BORÇLAR	64.038.056	0	64.038.056	43.998.519	0	43.998.519	9.852.121	22.603.237	32.455.357	18173100,27	14879218	33052318,52
DİĞER YABANCI KAYNAKLAR	13.045.600	0	13.045.600	28.853.333	0	28.853.333	10.098.354	20.812.640	30.910.993	12648701,14	19882253	32530954,12
ÖDENECEK VERGİ, RESİM, HARÇ VE PRIMLER	23.920.085	0	23.920.085	33.182.222	0	33.182.222	29.321.987	64.174	29.386.161	26240592,38	29133,28	26269725,66
FAKTÖRİNG BORÇLARI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FINANSAL KİRALAMA BORÇLARI (NET)	3.201.277	0	3.201.277	1.115.556	0	1.115.556	774.972	14.211.775	14.986.747	494658,8978	10010925	10505583,88
FAİZ VE GİDER REESKONTLARI	164.203.650	0	164.203.650	230.885.926	0	230.885.926	94.928.153	163.730.469	258.658.622	100260378,7	1,47E+08	247687545,5
KARŞILIKLAR	323.432.976	0	323.432.976	174.238.519	0	174.238.519	146.586.217	493.862	147.080.078	202912114,6	2111556	205023670,8
SERMAYE BENZERİ KREDİLER	0	0	0	0	0	0	0	2.989.676	2.989.676	0	2681476	2681476,086
ÖZKAYNAKLAR	1.397.231.104	0	1.397.231.104	1.603.127.407	0	1.603.127.407	1.837.732.282	0	1.837.732.282	1971921583	0	1971921583
TOPLAM PASİFLER	8.022.520.966	0	8.022.520.966	10.900.708.148	0	10.900.708.148	4.563.309.849	10.978.914.621	#####	5293702355	9,55E+09	14841320102
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GELİR TABLOSU												
FAİZ GELİRLERİ			2.047.317.321			2.094.488.889			4.709.128.767			2136166545
Kredilerden Alınan Faizler			674.644.332			754.025.185			1.582.223.075			511521607,2
Tp Kredilerden Alınan Faizler			539.518.356			525.334.815			772.566.267			307836246,7
Kısa Vadeli Kredilerden			529.680.776			465.940.741			705.909.598			281143481,4
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden			9.837.581			59.394.074			66.656.669			26692765,23
Yp Kredilerden Alınan Faizler			135.125.976			228.690.370			809.656.808			203685360,5

EK-2

Kısa Vadeli Kredilerden	95.001.603	139.442.963	603.226.842	80489196,41
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden	40.124.373	89.247.407	206.429.967	123196164,1
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0	0	21.759.905	39598810,39
Bankalardan Alınan Faizler	105.343.085	873.902.222	1.034.911.412	26874241,32
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	27.354.734	27.555.556	523.932.059	457299101,7
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	1.195.499.795	437.908.148	1.541.773.856	1100290726
Diğer Faiz Gelirleri	44.475.375	1.097.778	4.528.460	582058,7521
FAİZ GİDERLERİ	796.356.621	694.514.074	1.462.310.965	1136567735
Mevduata Verilen Faizler	729.393.680	565.121.481	1.289.848.633	911746783,2
Bankalararası Mevduata	17.811.680	54.631.111	74.900.949	34110220,93
Tasarruf Mevduatına	479.435.062	292.749.630	792.915.039	617117018,7
Resmi Kuruluşlar Mevduatına	123.053	51.852	91.378	78902,64627
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	5.205.944	105.185	129.743	13902646,27
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	55.532.429	28.915.556	51.315.569	68147001,7
Döviz Tevdiat Hesaplarına	171.285.511	188.668.148	370.495.954	178390993
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0	0	0	0
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	16.470.133	14.284.444	20.772.182	154501699,4
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	50.119.934	114.734.815	146.574.358	67872663,27
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0	0	0	0
Diğer Faiz Giderleri	372.875	373.333	5.115.792	2446588,978
NET FAİZ GELİRİ	1.250.960.700	1.399.974.815	3.246.817.801	999598810,4
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ	93.106.600	134.117.037	48.791.853	66768633,16
TEMETTÜ GELİRLERİ	0	0	0	2474508,376
NET TİCARİ KAR/ZARAR	1.194.630.205	3.000.632.593	-1.625.055.804	468723598
YATIRIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLERDEN KAR/ZARAR	0	0	0	0
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	26.269.434	38.891.852	62.889.230	57571012,38
FAALİYET GELİRLERİ TOPLAMI	1.314.006.239	3.173.641.481	1.733.443.080	1595136562
KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR KARŞILIĞI (-)	47.923.110	70.331.852	84.750.977	43327870,84
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)	1.637.097.094	3.742.869.630	530.592.215	497971595
FAALİYET KARI	-371.013.965	-639.560.000	1.118.099.888	1053837096
BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLERDEN KAR/ZARAR	0	0	12.776.228	45684632,19
NET PARASAL POZİSYON KARI / ZARARI	0	0	-899.680.525	-366522214,1
VERGİ ÖNCESİ KAR	879.946.735	760.414.815	231.195.592	732999514,4
VERGİ KARŞILIĞI (-)	293.274.911	251.368.889	244.899.554	316971352,3
VERGİ SONRASI OLAĞAN FAALİYET KAR/ZARARI	586.671.824	509.045.926	-13.703.962	416028162,2
VERGİ SONRASI OLAĞANÜSTÜ KAR/ZARAR	0	0	0	0
NET DÖNEM KAR VE ZARARI	586.671.824	509.045.926	-13.703.962	416028162,2
Maddi Duran Varlık Amortismanı	0	0	30.867.746	35.990.532
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	0	0	2.892.718	2.636.562
Personel Giderleri	0	0	143.525.391	121.309.784
Uzun Vadeli Mevduat	0	0	214.132.952	379.432.508
Alınan Kredilerden Orta ve Uz. Kısmı	0	0	1.117.733.677	909.508.376
Alım Satım Amaçlı MK (1 Yıldan uzun vadeli olanları)	0	0	0	620.179.048
Vadeye kadar elde tutulacak MK (1 Yıldan uzun vadeli olanları)	0	0	0	391.335.882
Satılmaya hazır MK (1 yıldan uzun vadeli MK)	0	0	0	949.531.440
Hisse Senedi Sayısı	0	0	#####	#####

EK-2

1\$ 1,3999			1\$ 1,3427			1\$ 1,35030			1\$ 1,41450		
2003			2004			2005			2006		
TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM	TP	YP	TOPLAM
77.447.675	75.192.514	152.640.189	114.967.603	89.286.512	204.254.115	181.903.281	449.103.162	631.006.443	1.056.788.264	2.154.782.609	3.211.570.873
888.657.047	3.921.301.522	4.809.958.568	129.206.077	2.672.795.114	2.802.001.192	23.524.402	4.673.519.959	4.697.044.361	37.599.152	4.635.130.435	4.672.729.586
1.447.961	662.583.042	664.031.002	12.690.102	948.558.129	961.248.231	182.898.615	1.023.042.287	1.205.940.902	880.877	1.538.463.061	1.539.343.938
0	283.480.963	283.480.963	0	320.000.745	320.000.745	296.230.467	0	296.230.467	0	0	0
3.675.288.949	1.116.552.611	4.791.841.560	4.690.997.989	3.615.891.115	8.306.889.104	7.788.259.646	2.158.211.509	9.946.471.155	7.802.745.847	1.922.988.335	9.725.734.182
2.740.870.062	3.486.328.309	6.227.198.371	5.794.050.793	3.842.651.374	9.636.702.167	10.872.165.445	5.499.121.677	16.371.287.121	13.932.702.015	6.100.483.563	20.033.185.578
1.650.451.461	675.421.102	2.325.872.562	3.715.019.736	806.209.876	4.521.229.612	6.154.828.557	1.500.495.445	7.655.324.002	0	0	8.824.774.125
1.090.418.601	2.810.907.208	3.901.325.809	2.079.031.057	3.036.441.498	5.115.472.555	4.717.336.888	3.998.626.231	8.715.963.119	0	0	11.208.411.453
50.054.290	28.923.495	78.977.784	127.524.391	24.496.909	152.021.300	248.975.783	15.523.217	264.499.000	398.943.796	20.689.290	419.633.086
50.054.290	28.923.495	78.977.784	127.524.391	24.496.909	152.021.300	248.975.783	15.523.217	264.499.000	398.943.796	20.689.290	419.633.086
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
460.579.327	0	460.579.327	240.099.799	0	240.099.799	238.748.426	0	238.748.426	0	0	0
70.639.331	68.055.575	138.694.907	65.530.647	74.065.689	139.596.336	14.269.422	0	14.269.422	0	0	0
70.135.724	63.765.269	133.900.993	83.244.209	69.621.658	152.865.867	155.345.479	182.349.108	337.694.586	156.007.777	498.895.723	654.903.499
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
314.045.289	776.098.293	1.090.143.582	521.327.177	912.766.813	1.434.093.990	2.006.697.771	879.617.122	2.886.314.893	0	0	0
27.273.377	325.738	27.599.114	15.149.326	674.760	15.824.086	14.124.269	655.410	14.779.679	0	0	0
1.480.308.593	349.957.854	1.830.266.448	864.242.943	382.858.420	1.247.101.363	1.396.383.767	210.883.507	1.607.267.274	0	0	0
409.944.282	4.575.327	414.519.609	486.454.904	5.328.070	491.782.975	488.983.189	2.294.305	491.277.494	490.978.438	2.138.565	493.117.002
13.741.696	0	13.741.696	18.492.590	0	18.492.590	15.713.545	0	15.713.545	24.270.767	0	24.270.767
13.863.133	9.229.945	23.093.078	24.934.088	6.505.549	31.439.637	30.428.053	10.262.164	40.690.217	63.776.600	71.003.888	134.780.488
#####	#####	21.061.689.406	13.061.388.248	#####	26.002.392.195	23.705.675.776	#####	38.794.735.985	23.565.749.735	16.923.886.179	40.489.635.914
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.282.048.003	9.364.071.005	13.646.119.009	5.026.454.904	9.808.150.741	14.834.605.645	12.822.960.083	#####	23.291.844.035	13.565.161.541	10.614.057.971	24.179.219.512
88.311.308	867.535.538	955.846.846	40.642.735	699.334.177	739.976.912	759.002.444	1.197.747.908	1.956.750.352	0	0	1.226.482.856
3.163.550.254	0	3.163.550.254	3.974.319.654	0	3.974.319.654	7.942.789.750	0	7.942.789.750	0	0	9.364.463.768
9.633.545	0	9.633.545	6.555.448	0	6.555.448	17.390.950	0	17.390.950	0	0	21.223.754
865.052.504	0	865.052.504	882.562.747	0	882.562.747	2.920.972.377	0	2.920.972.377	0	0	2.240.323.789
155.500.393	0	155.500.393	122.374.320	0	122.374.320	1.182.804.562	0	1.182.804.562	0	0	1.084.428.420
0	8.496.535.467	8.496.535.467	0	9.108.816.564	9.108.816.564	0	9.271.136.044	9.271.136.044	0	0	10.242.296.925
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
430.670.048	0	430.670.048	1.565.768.973	127.322.559	1.693.091.532	3.806.602.977	183.643.635	3.990.246.612	3.478.731.707	0	3.478.731.707
23.797.414	2.582.010.858	2.605.808.272	46.076.562	3.562.127.057	3.608.203.620	59.055.025	5.334.294.601	5.393.349.626	86.576.882	6.424.182.397	6.510.759.279
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
45.710.408	29.353.525	75.063.933	496.510.762	22.556.044	519.066.806	468.536.621	15.140.339	483.676.961	550.805.938	32.975.610	583.781.548
9.617.830	18.823.487	28.441.317	131.850.748	79.381.098	211.231.846	90.525.069	41.475.228	132.000.296	207.790.739	114.990.456	322.781.195
37.585.542	353.597	37.939.139	49.676.771	58.837	49.735.607	54.316.818	170.333	54.487.151	139.586.426	16.260	139.602.686
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
276.448	7.301.950	7.578.398	0	4.093.245	4.093.245	0	639.117	639.117	10.962.177	13.018.028	23.980.205
124.563.183	153.190.942	277.754.125	137.723.989	64.114.843	201.838.832	252.944.531	113.968.748	366.913.279	0	0	0
342.280.877	4.599.614	346.880.491	237.546.734	1.756.163	239.302.897	339.327.557	6.583.722	345.911.279	251.189.820	4.611.524	255.801.343
0	3.258.804	3.258.804	0	3.558.502	3.558.502	0	3.080.056	3.080.056	0	0	0
3.598.242.017	3.933.852	3.602.175.870	4.637.515.454	148.209	4.637.663.663	4.731.290.084	1.297.489	4.732.587.573	4.983.422.411	11.556.027	4.994.978.438
8.894.791.771	#####	21.061.689.406	12.329.124.898	#####	26.002.392.195	22.625.558.765	#####	38.794.735.985	23.274.227.642	17.215.408.271	40.489.635.914
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.669.027.073					3.286.364.043			3.926.030.512			4.656.661.718
687.500.536					1.420.192.895			2.034.224.246			2.778.378.226
542.870.919					1.265.005.586			1.819.235.725			2.418.381.053
395.338.238					813.130.260			1.139.789.676			1.451.505.832
147.532.681					451.875.326			679.446.049			966.875.221
144.629.616					155.187.309			214.988.521			359.997.172

EK-2

34.801.772	27.863.261	49.924.461	75.503.712
109.827.845	127.324.049	165.064.060	284.493.461
61.754.411	63.485.514	80.336.222	104.615.765
13.704.550	14.826.097	23.134.118	51.831.036
222.325.166	29.803.381	2.315.041	1.110.640
1.681.366.526	1.757.283.086	1.785.024.809	1.718.645.458
2.375.884	773.069	996.075	2.080.594
1.430.963.640	1.395.428.614	2.006.806.636	2.860.955.108
1.229.076.363	1.181.234.825	1.560.154.780	2.246.226.935
21.528.681	28.960.304	85.294.379	114.632.025
862.061.576	822.475.609	915.843.887	1.387.879.816
85.006	90.862	979.042	606.575
43.366.669	40.796.902	264.251.648	295.681.159
93.842.417	78.640.054	81.050.878	119.555.320
208.192.014	210.271.096	212.734.948	327.872.040
0	0	0	0
132.378.741	122.577.642	288.178.923	302.833.510
66.687.621	89.481.641	156.705.917	308.561.329
0	0	0	0
2.820.916	2.134.505	1.767.015	3.333.333
1.238.063.433	1.890.935.429	1.919.223.876	1.795.706.610
140.747.196	317.694.943	471.278.234	570.463.768
1.737.267	1.952.037	2.960.083	53.831.743
1.233.050.218	245.006.331	173.696.956	40.043.125
0	0	0	0
60.378.598	115.585.015	177.352.440	328.729.586
2.673.976.713	2.571.173.754	2.744.511.590	2.788.774.832
93.894.564	143.396.142	257.672.369	304.617.179
836.082.577	855.418.187	981.932.904	1.115.078.826
1.743.999.571	1.572.359.425	1.504.906.317	1.369.078.826
8.713.480	23.316.452	34.323.484	0
-295.693.978	-481.091.830	0	0
1.457.019.073	1.114.584.047	1.539.229.801	1.369.078.826
510.862.919	354.527.445	474.063.541	237.801.343
946.156.154	760.056.602	1.065.166.259	1.131.277.483
0	0	0	0
946.156.154	760.056.602	1.065.166.259	1.131.277.483
57.701.264	56.738.661	61.987.706	66.149.876
2.548.039	5.357.861	6.723.691	6.687.169
219.413.530	259.294.705	312.329.112	388.722.517
750.620.044	567.432.040	653.893.949	371.515.023
1.245.143.939	1.512.908.319	2.046.766.644	4.259.348.887
0	330.652.417	4.648.805.451	3.969.070.343
0	240.099.799	0	0
0	4.979.495.792	5.582.718.655	4.658.540.827
857.204.086.006	#####	1.333.040.465.082	1.555.319.901.025

AKBANK		ANA MENÜ				
BİLANÇO						
NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI						
ALIM SATIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLER (NET)						
BANKALAR VE DİĞER MALİ KURULUŞLAR						
PARA PİYASALARI						
SATILMAYA HAZIR MENKUL DEĞERLER (NET)						
KREDİLER						
Kısa Vadeli						
Orta ve Uzun Vadeli						
Takipteki Krediler (Net)						
Özel Karşılıklar (-)						
FAKTÖRİNG ALACAKLARI						
VADEYE KADAR ELDE TUTULACAK MENKUL DEĞERLER (NET)						
İŞTİRAKLER (NET)						
BAĞLI ORTAKLIKLAR (NET)						
DİĞER YATIRIMLAR (NET)						
FİNANSAL KİRALAMA ALACAKLARI (NET)						
ZORUNLU KARŞILIKLAR						
MUHTELİF ALACAKLAR						
FAİZ VE GELİR TAHAKKUK VE REESKONTLARI						
MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)						
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (NET)						
DİĞER AKTİFLER						
TOPLAM AKTİFLER						
MEVDUAT						
Bankalararası Mevduatı						
Tasarruf Mevduatı						
Resmi Kuruluşlar Mevduatı						
Ticari Kuruluşlar Mevduatı						
Diğer Kuruluşlar Mevduatı						
Döviz Tevdiat Hesabı						
Kıymetli Madenler Depo Hesapları						
PARA PİYASALARI						
ALINAN KREDİLER						
İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLER (NET)						
FONLAR						
MUHTELİF BORÇLAR						
DİĞER YABANCI KAYNAKLAR						
ÖDENECEK VERGİ, RESİM, HARÇ VE PRİMLER						
FAKTÖRİNG BORÇLARI						
FİNANSAL KİRALAMA BORÇLARI (NET)						
FAİZ VE GİDER REESKONTLARI						
KARŞILIKLAR						
SERMAYE BENZERİ KREDİLER						
ÖZKAYNAKLAR						
TOPLAM PASİFLER						

2006	2007	2008	2009	2010	2011
3.211.570.873	1.397.658.485	1.607.307.258	1.848.403.347	2.125.663.849	2.444.513.426
4.672.729.586	6.274.466.874	7.215.636.905	8.297.982.441	9.542.679.807	10.974.081.778
1.539.343.938	1.563.182.421	1.797.659.784	2.067.308.751	2.377.405.064	2.734.015.823
0	348.721.776	401.030.042	461.184.548	530.362.231	609.916.565
9.725.734.182	11.761.834.516	13.526.109.694	15.555.026.148	17.888.280.070	20.571.522.080
20.033.185.578	19.672.901.850	22.623.837.127	26.017.412.696	29.920.024.601	34.408.028.291
8.824.774.125	8.610.752.785	9.902.365.703	11.387.720.559	13.095.878.642	15.060.260.439
11.208.411.453	11.062.149.064	12.721.471.424	14.629.692.137	16.824.145.958	19.347.767.852
419.633.086	322.444.409	370.811.070	426.432.731	490.397.640	563.957.287
419.633.086	-322.444.409	-370.811.070	-426.432.731	-490.397.640	-563.957.287
0	0	0	0	0	0
0	378.923.359	435.761.863	501.126.143	576.295.064	662.739.324
0	124.472.402	143.143.262	164.614.752	189.306.965	217.703.009
654.903.499	439.932.536	505.922.417	581.810.779	669.082.396	769.444.756
0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0
0	1.948.420.506	2.240.683.581	2.576.786.119	2.963.304.037	3.407.799.642
0	23.438.102	26.953.817	30.996.890	35.646.423	40.993.387
0	1.823.552.648	2.097.085.545	2.411.648.377	2.773.395.634	3.189.404.979
493.117.002	699.194.328	804.073.477	924.684.499	1.063.387.174	1.222.895.250
24.270.767	26.510.486	30.487.059	35.060.118	40.319.135	46.367.005
134.780.488	79.871.012	91.851.664	105.629.413	121.473.825	139.694.899
40.489.635.914	46.563.081.301	53.547.543.496	61.579.675.020	70.816.626.273	81.439.120.214
0	0	0	0	0	0
24.179.219.512	30.266.002.846	34.805.903.272	40.026.788.763	46.030.807.078	52.935.428.139
1.226.482.856	1.926.899.497	2.215.934.421	2.548.324.585	2.930.573.272	3.370.159.263
9.364.463.768	9.291.980.915	10.685.778.053	12.288.644.761	14.131.941.475	16.251.732.696
21.223.754	20.976.457	24.122.926	27.741.364	31.902.569	36.687.954
2.240.323.789	2.579.781.677	2.966.748.929	3.411.761.268	3.923.525.458	4.512.054.277
1.084.428.420	872.235.790	1.003.071.159	1.153.531.833	1.326.561.608	1.525.545.849
10.242.296.925	15.574.128.509	17.910.247.785	20.596.784.953	23.686.302.696	27.239.248.100
0	0	0	0	0	0
3.478.731.707	2.771.935.272	3.187.725.562	3.665.884.397	4.215.767.056	4.848.132.115
6.510.759.279	5.791.811.828	6.660.583.602	7.659.671.142	8.808.621.813	10.129.915.085
0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0
583.781.548	503.549.166	579.081.541	665.943.772	765.835.338	880.710.639
322.781.195	208.008.492	239.209.765	275.091.230	316.354.915	363.808.152
139.602.686	88.181.009	101.408.160	116.619.385	134.112.292	154.229.136
0	0	0	0	0	0
23.980.205	11.815.156	13.587.429	15.625.543	17.969.375	20.664.781
0	322.666.859	371.066.888	426.726.921	490.735.960	564.346.354
255.801.343	432.692.665	497.596.564	572.236.049	658.071.456	756.782.175
0	3.898.140	4.482.861	5.155.291	5.928.584	6.817.872
4.994.978.438	6.162.519.870	7.086.897.850	8.149.932.527	9.372.422.407	10.778.285.768
40.489.635.914	46.563.081.301	53.547.543.496	61.579.675.020	70.816.626.273	81.439.120.214

EK-3

	0					
GELİR TABLOSU	0					
FAİZ GELİRLERİ	4.656.661.718	5.206.885.307	5.987.918.103	6.886.105.819	7.919.021.691	9.106.874.945
Kredilerden Alınan Faizler	2.778.378.226	2.691.252.973	3.094.940.919	3.559.182.057	4.093.059.365	4.707.018.270
Tp Kredilerden Alınan Faizler	2.418.381.053					
Kısa Vadeli Kredilerden	1.451.505.832					
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden	966.875.221					
Yp Kredilerden Alınan Faizler	359.997.172					
Kısa Vadeli Kredilerden	75.503.712					
Orta ve Uzun Vadeli Kredilerden	284.493.461					
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	104.615.765	46.762.092	53.776.406	61.842.867	71.119.297	81.787.191
Bankalardan Alınan Faizler	51.831.036	35.640.559	40.986.643	47.134.640	54.204.835	62.335.561
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	1.110.640	11.751.924	13.514.712	15.541.919	17.873.207	20.554.188
Menkul Değerlerden Alınan Faizler	1.718.645.458	2.419.760.532	2.782.724.612	3.200.133.304	3.680.153.299	4.232.176.294
Diğer Faiz Gelirleri	2.080.594	1.717.227	1.974.811	2.271.032	2.611.687	3.003.440
FAİZ GİDERLERİ	2.860.955.108	1.444.946.638	1.661.688.634	1.910.941.929	2.197.583.218	2.527.220.701
Mevduata Verilen Faizler	2.246.226.935	1.228.976.499	1.413.322.974	1.625.321.420	1.869.119.633	2.149.487.578
Bankalararası Mevduata	114.632.025	113.109.000	130.075.351	149.586.653	172.024.651	197.828.349
Tasarruf Mevduatına	1.387.879.816	302.137.841	347.458.517	399.577.295	459.513.889	528.440.972
Resmî Kuruluşlar Mevduatına	606.575	63.394.993	72.904.242	83.839.879	96.415.861	110.878.240
Ticari Kuruluşlar Mevduatına	295.681.159	172.650.195	198.547.724	228.329.883	262.579.365	301.966.270
Diğer Kuruluşlar Mevduatına	119.555.320	527.585.082	606.722.845	697.731.271	802.390.962	922.749.606
Döviz Tevdiat Hesaplarına	327.872.040	50.099.387	57.614.295	66.256.439	76.194.905	87.624.141
Kıymetli Maden Depo Hesaplarına	0	0	0	0	0	0
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	302.833.510	148.756.641	171.070.137	196.730.658	226.240.257	260.176.295
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	308.561.329	64.936.513	74.676.990	85.878.539	98.760.319	113.574.367
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0	0	0	0	0	0
Diğer Faiz Giderleri	3.333.333	2.276.985	2.618.532	3.011.312	3.463.009	3.982.460
NET FAİZ GELİRİ	1.795.706.610	3.761.938.669	4.326.229.470	4.975.163.890	5.721.438.473	6.579.654.245
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ	570.463.768	596.861.673	686.390.924	789.349.562	907.751.997	1.043.914.796
TEMETTÜ GELİRLERİ	53.831.743	22.984.959	26.432.703	30.397.609	34.957.250	40.200.838
NET TİCARİ KAR/ZARAR	40.043.125	231.088.829	265.752.153	305.614.976	351.457.222	404.175.806
YATIRIM AMAÇLI MENKUL DEĞERLERDEN KAR/ZARAR	0	0	0	0	0	0
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	328.729.586	265.961.887	305.856.170	351.734.595	404.494.784	465.169.002
FAALİYET GELİRLERİ TOPLAMI	2.788.774.832	4.878.836.017	5.610.661.419	6.452.260.632	7.420.099.727	8.533.114.686
KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR KARŞILIĞI (-)	304.617.179	305.453.929	351.272.019	403.962.822	464.557.245	534.240.832
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)	1.115.078.826	1.330.905.006	1.530.540.757	1.760.121.870	2.024.140.151	2.327.761.174
FAALİYET KARI	1.369.078.826	3.242.477.082	3.728.848.644	4.288.175.940	4.931.402.331	5.671.112.681
BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLERDEN KAR/ZARAR	0	27.649.934	31.797.424	36.567.038	42.052.093	48.359.907
NET PARASAL POZİSYON KARI / ZARARI	0	0	0	0	0	0
VERGİ ÖNCESİ KAR	1.369.078.826	3.270.127.015	3.760.646.068	4.324.742.978	4.973.454.425	5.719.472.588
VERGİ KARŞILIĞI (-)	237.801.343	719.427.943	827.342.135	951.443.455	1.094.159.973	1.258.283.969
VERGİ SONRASI OLAĞAN FAALİYET KAR/ZARARI	1.131.277.483	2.550.699.072	2.933.303.933	3.373.299.523	3.879.294.451	4.461.188.619
VERGİ SONRASI OLAĞANÜSTÜ KAR/ZARAR	0	0	0	0	0	0
NET DÖNEM KAR VE ZARARI	1.131.277.483	2.550.699.072	2.933.303.933	3.373.299.523	3.879.294.451	4.461.188.619

Akbank

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	
Sermaye Yeterliliği	Rasyolar					
	Özkaynaklar / (Kredi + Piyasa + Operasyonel Riske Esas Tutar)	S1	20,3873	19,34853	23,93479	20,72955
	Özkaynaklar / Toplam Aktifler	S2	15,73673	14,52621	14,32213	12,33644
	(Özkaynaklar - Duran Aktifler) / Toplam Aktifler	S3	13,41783	12,01619	11,6783	9,44115
	Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar	S4	-0,198466	-2,295989	0,565286	1,541216
Bilanço Yapısı	(Net Bilanço Pozisyonu + Net Nazım Hesap Pozisyonu) / Özkaynaklar	S5	-1,749474	-1,390763	0,795402	1,156255
	TP Aktifler / Toplam Aktifler	B1	62,48187	61,65981	58,68179	58,20193
	TP Pasifler / Toplam Pasifler	B2	61,27981	60,43907	57,93936	57,48194
	YP Aktifler / YP Pasifler	B3	96,89553	96,91428	98,23486	98,30662
	TP Mevduat / Toplam Mevduat	B4	58,23605	57,33679	54,75973	56,10256
	TP Krediler / Toplam Krediler	B5	70,04067	68,43428	67,94031	69,54811
	Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	B6	60,73204	60,20006	59,40588	59,71706
Aktif Kalitesi	Alınan Krediler / Toplam Aktifler	B7	13,19597	13,72433	15,07495	16,08006
	Finansal Varlıklar (net) / Toplam Aktifler	A1	38,22013	39,3715	38,97898	35,56086
	Toplam Krediler / Toplam Aktifler	A2	51,73982	50,19668	49,98335	49,47732
	Toplam Krediler / Toplam Mevduat	A3	85,19362	83,38311	84,13872	82,8529
	Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler	A4	2,652929	2,237416	2,156517	2,09469
	Takipteki Krediler (net) / Toplam Krediler	A5	0	0	0	0
	Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	A6	100	100	100	100
	Duran Aktifler / Toplam Aktifler	A7	2,318897	2,510023	2,643837	2,895287
Likidite	Tüketici Kredileri / Toplam Krediler	A8	34,32843	32,0945	31,2787	32,19388
	Likit Aktifler / Toplam Aktifler	L1	45,65086	47,00199	46,88783	47,29452
	Likit Aktifler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	L2	75,10647	74,47476	76,58063	81,8253
	TP Likit Aktifler / Toplam Aktifler	L3	24,52833	25,6304	22,87623	21,97603
Karlılık	Net Dönem Karı (Zararı) / Toplam Aktifler	K1	2,445691	1,788637	0,7067	2,793993
	Net Dönem Karı (Zararı) / Özkaynaklar	K2	15,54129	12,31317	4,934319	22,6483
	Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler	K3	2,965477	2,141593	0,886001	3,381307
Gelir-Gider Yapısı	Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Aktifler	G1	2,869228	1,87433	0,921853	3,781163
	Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Faaliyet Gelirleri	G2	50,81478	49,22931	53,58942	54,89791
	Faiz Dışı Gelirler (net) / Toplam Aktifler	G3	2,09307	1,522136	0,571993	2,452648
	Diğer Faaliyet Giderleri / Toplam Aktifler	G4	1,90703	1,171323	0,579494	2,753986
	Personel Giderleri / Diğer Faaliyet Giderleri	G5	36,83379	38,02681	39,51188	34,86054
	Faiz Dışı Gelirler (net) / Diğer Faaliyet Giderleri	G6	109,7555	129,9502	98,70559	89,05812
	PD/DD		2,9	2,5	3,2	2,9

2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
17,28931	17,25312	19,89204	21,41079	22,69168	23,50445	33,593	36,24323	37,38252	38,20394	42,9322	44,51236
11,78487	11,065	12,16152	12,12804	12,2993	12,5594	16,26642	17,83553	17,63919	17,37513	18,53699	17,10298
8,87854	8,855154	10,0134	9,913942	9,970971	9,854566	13,22304	14,74836	14,45727	14,02704	14,92851	13,77534
-0,041961	-1,367449	-2,080875	-1,394474	0,211874	1,359548	-0,275043	0,445352	2,930366	-2,17381	-1,61998	-0,546395
0,052693	-1,516923	-1,248893	-0,898757	-0,506115	0,645313	0,16838	3,171532	2,557129	-0,964481	0,391388	3,245731
58,24495	54,34188	58,68745	61,10539	58,54759	56,25205	56,23369	50,23149	47,29562	48,71067	53,24241	48,63922
57,36846	53,24847	56,93345	58,32121	55,86154	53,61372	53,02629	47,41535	44,09205	44,65852	46,44891	42,23209
97,94405	97,66124	95,92723	93,3199	93,9145	94,31227	93,17194	94,64456	94,26993	92,67793	87,31397	88,90884
57,07985	54,78634	56,12535	55,05343	54,01379	46,99709	41,31051	33,88331	34,82968	37,03924	36,0876	31,37924
67,39765	63,98963	66,95396	66,40996	65,1826	64,22029	61,98726	60,12483	55,00642	52,2096	49,83602	44,0145
63,40901	63,40463	61,57023	60,03867	63,24629	60,44981	58,07426	57,05093	61,33518	63,48782	63,29515	64,79119
15,08536	17,53872	15,73422	13,90227	14,13796	12,96054	11,45001	13,87643	14,41657	14,10727	11,75399	12,37227
35,10511	35,89397	34,13318	38,36155	43,86413	40,98312	41,48308	43,64595	45,34982	47,18652	48,06883	47,77575
48,55881	49,39208	46,91195	42,19976	40,02025	38,29786	36,67073	37,06083	36,03451	34,36257	32,54207	29,56647
76,58029	77,89979	76,19259	70,28764	63,27683	63,3548	63,14455	64,96096	58,75015	54,12467	51,41321	45,63348
1,849561	1,633713	1,651542	1,615627	1,714843	1,709859	1,770512	1,577524	1,284857	1,20794	1,28275	1,268272
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2,906334	2,209849	2,148123	2,214102	2,328328	2,704832	3,043386	3,087169	3,181927	3,348084	3,60848	3,32764
32,54045	31,30838	30,5518	30,55135	30,43162	30,82995	-	-	-	-	-	-
39,6621	42,07086	40,25701	43,24477	48,31678	46,41136	45,48105	48,43552	49,66367	51,54862	50,30086	50,81241
67,46438	80,3206	72,03878	71,19409	93,30581	83,75692	83,51183	92,34584	101,5936	97,07788	102,8606	102,6057
18,6826	18,45154	18,16109	21,84012	24,60086	20,23397	20,06502	19,02849	18,63814	22,38628	25,1194	22,04401
2,201095	1,645283	0,959325	2,745646	2,328137	1,740455	0,929817	2,923026	2,682253	1,714021	0,890804	4,492309
18,67729	14,86925	7,888197	22,63882	18,92902	13,85779	5,716173	16,38878	15,20621	9,864798	4,805551	26,26624
2,666869	1,969408	1,19615	3,967625	3,340068	2,504549	1,327172	4,286467	3,824745	2,482941	1,369713	6,917864
2,910907	1,998461	1,083305	4,374667	3,572461	2,556556	1,428665	6,793427	5,452777	3,714573	1,935611	5,723084
58,46767	58,01212	55,16482	61,83762	63,52244	64,5766	66,67394	68,70222	73,54326	72,63649	55,08555	45,07811
1,601254	1,145342	0,709445	2,127319	1,593395	1,083258	0,54045	2,616061	1,68863	1,242321	1,500215	6,817655
1,927686	1,252524	0,614614	2,531098	1,850609	1,184237	0,684777	3,289767	2,113616	1,420259	1,181054	3,969684
-	-	-	31,80758	-	-	-	30,31204	-	-	-	23,05251
83,06613	91,4427	115,4292	84,04726	86,10109	91,47307	78,92352	79,52114	79,89292	87,4715	127,0235	171,743
2,7	2,6	3,2	3,3	2,9	1,9	1,6	2,2	1,9	1,6	1,7	1,9

Alternatifbank

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	12,72837	11,64624	12,58305	12,73763	12,08694	10,75295	13,43665	14,41702	14,20879	14,47508	15,37593	15,89511	13,87045	13,23948	16,54771	16,64922
	S2	10,60873	10,75355	10,51335	9,245891	9,652617	9,225959	9,799643	10,39018	10,65484	10,51435	11,34779	11,16924	9,290259	8,603096	10,74739	9,477963
	S3	7,813284	8,030803	8,360675	7,176245	7,678915	7,298208	6,681876	7,160482	7,00901	6,767958	7,59786	7,430182	6,166072	5,667798	6,397503	5,49001
	S4	-51,80683	-100,0648	-89,94663	-62,88775	-61,2181	-101,177	-34,33651	-49,84093	-29,23707	-40,2981	-37,39958	-15,76957	-16,49741	-5,988874	6,980107	2,319886
	S5	4,814397	9,342647	-0,593461	4,673789	8,37261	-10,71153	-0,0388	-4,540932	-4,564819	-4,771647	-0,46407	3,974414	6,563178	6,80929	10,98546	5,993565
Bilanço Yapısı	B1	76,17377	76,54765	76,70782	66,76614	74,41287	75,4702	79,23193	80,05893	78,35481	79,09114	77,90577	77,51266	76,65914	77,52365	76,69898	81,33085
	B2	50,0182	47,11024	46,54547	44,81161	49,35677	44,65835	48,64117	45,99971	49,12008	50,32794	46,37776	49,29603	51,27281	54,08636	44,9956	41,78032
	B3	47,66981	44,34194	43,57382	60,21894	50,52428	44,32431	40,43718	36,92771	42,54172	42,0938	41,20349	44,35025	47,90111	48,95353	42,36211	32,06674
	B4	54,92386	50,57138	52,89878	52,95434	54,34492	47,00338	43,20367	36,97986	38,72168	34,75053	36,94083	37,63292	34,63591	37,69172	36,98985	28,46455
	B5	83,02776	82,33733	81,70312	79,9454	80,38493	78,98846	79,02186	78,91481	74,83474	72,10683	73,43823	72,41575	69,5464	70,29617	69,05999	66,80306
Aktif Kalitesi	B6	59,83119	53,57079	54,80932	57,19785	57,85063	57,03095	52,9772	48,44385	54,35603	50,41211	54,42775	53,21366	54,34041	53,71173	59,73078	61,98536
	B7	21,80687	26,21096	27,90524	28,16469	23,67278	23,59545	22,62752	23,90722	17,7857	18,82745	18,5627	18,41157	13,48195	12,46518	17,41996	14,34509
	A1	5,270035	6,113812	7,384713	5,814076	5,683947	5,118595	18,19979	23,56171	23,37426	21,14412	20,61735	19,28024	25,8299	27,15061	30,88088	39,81675
	A2	80,55055	80,33448	81,04861	68,14981	74,82344	75,85874	62,0097	59,73378	57,112	53,22591	53,30054	49,71311	44,93105	42,76021	42,23715	33,68149
	A3	134,6297	149,9595	147,8738	119,1475	129,339	133,0133	117,0498	123,3052	105,0702	105,5816	97,92897	93,42172	82,68442	79,61056	70,71255	54,33782
Karlılık	A4	3,141468	3,205421	2,390511	2,831173	2,175776	1,976896	4,746599	4,889549	5,620096	6,032277	5,228571	5,092524	4,103703	3,815708	9,602411	11,83765
	A5	1,27596	1,280226	0,486017	0,615417	0,632144	0,436539	2,222378	2,17942	2,732873	2,987906	2,714747	2,711045	2,323738	2,107623	4,133488	4,796297
	A6	59,38334	60,06059	79,66889	78,26281	70,94625	77,91796	53,17956	55,42696	51,3732	50,46803	48,07861	46,76421	43,3746	44,76456	56,95364	59,48268
	A7	2,79545	2,722745	2,152676	2,069646	1,973702	1,927751	3,117767	3,229699	3,645834	3,746394	3,749934	3,739062	3,124187	2,935297	4,349892	3,987953
	A8	0,142946	0,16851	0,189792	0,350604	0,222781	0,216531	0,339325	0,458292	0,445901	0,508756	-	-	-	-	-	-
Likidite	L1	14,72539	14,19226	14,21844	27,41654	14,37127	11,71907	17,20396	15,55691	15,56625	19,37106	15,26102	18,55608	23,22812	27,34333	16,53171	17,44556
	L2	28,03506	25,62603	26,02471	48,70336	23,68027	19,36319	27,10341	25,24176	22,79587	28,87804	23,49179	28,69619	31,26586	34,83743	23,3907	24,03512
	L3	4,988002	6,14232	6,272675	8,129808	7,337701	7,566811	13,65457	12,45984	12,41833	16,97374	11,2145	13,77132	18,04843	21,66665	10,92679	14,88138
	K1	2,451233	1,845748	0,868968	1,503695	1,631006	0,552514	0,439534	1,412304	0,996578	0,625673	0,293726	0,437185	0,329803	0,101114	0,134477	1,069239
	K2	23,1058	17,16408	8,26538	16,26338	16,89703	5,98869	4,485206	13,59268	9,353283	5,950658	2,588396	3,914184	3,549985	1,175325	1,251254	11,28131
Gelir-Gider Yapısı	K3	2,909559	2,232826	1,114596	2,177097	2,108177	0,725658	0,538885	2,503584	1,742147	1,015407	0,438651	1,468239	0,749149	0,101114	0,134477	1,532036
	G1	4,547719	3,199859	1,785251	4,737495	3,96777	2,425053	1,363188	3,270031	2,586687	1,441492	1,284777	4,041532	4,041636	2,463667	0,193137	-4,233699
	G2	75,22496	73,23033	77,36498	68,33905	79,29861	80,44351	76,53743	48,37895	53,64907	46,31333	95,89937	43,57018	77,77225	74,08609	4,218581	-39,78316
	G3	1,187887	0,990437	0,495199	1,409986	0,76723	0,396512	0,279163	2,671646	1,493039	1,052657	-0,197924	4,581754	1,014158	0,798618	4,312433	13,91235
	G4	2,140717	1,52378	0,801674	3,338766	2,404955	1,626812	0,863184	3,474684	2,3128	1,607728	0,836015	4,789446	3,290049	2,428093	0,998653	8,224736
	G5	62,07962	61,09608	59,67034	47,835	-	-	-	48,13655	-	-	-	38,33476	-	-	-	18,33037
	G6	55,49016	64,99871	61,77057	42,23076	31,90207	24,37357	32,34103	76,8889	64,55548	65,4748	-23,67466	95,66354	30,82502	32,89077	431,8251	169,1526
		2,65	2,75	3,22	3,06	2,69	2,6	4,05	3,34	2,68	1,99	2,01	1,75	1,58	1,14	1,85	1,51

Finansbank

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	14,68282	15,03148	17,57884	16,7917	17,21151	11,33496	13,22695	13,51647	14,08611	14,34393	13,1139	14,07229	10,24748	9,210571	13,07399	12,73902
	S2	13,50834	13,66537	14,19698	12,04039	11,83005	8,821536	10,78187	11,34691	12,01655	11,50115	11,3876	12,13222	12,29596	11,61523	13,83431	13,40503
	S3	9,610883	9,815098	10,0629	8,658185	9,1325	4,77435	6,440959	6,601579	6,642843	5,973345	5,119658	5,524944	4,980334	4,050138	5,400779	5,421728
	S4	-112,9569	-121,0983	-102,5743	-99,49292	-106,894	-177,6468	-126,678	-96,30831	-73,8065	-40,88455	-40,97538	-34,93203	-7,478353	36,7505	0,253477	16,76332
	S5	-10,77501	-4,637267	-4,739878	-4,239278	-2,421263	-1,921417	-2,134627	0,142563	-2,281042	-3,270082	-10,98735	-4,670102	2,06112	11,11902	-7,691586	-4,558682
Bilanço Yapısı	B1	75,20073	75,18337	73,29	68,35491	63,37293	64,57079	68,64847	61,30502	58,89194	54,65769	54,81958	57,37012	52,54838	47,04085	51,49516	48,93805
	B2	56,92948	55,60862	56,02168	53,07468	48,18637	46,29012	49,52494	44,98476	44,24317	43,84558	44,06846	46,11429	44,2821	44,41773	40,925	37,93735
	B3	57,57829	55,90416	60,73447	67,43713	70,69003	65,96406	62,1129	70,33503	73,72739	80,74575	80,77806	79,11166	85,16404	95,28064	82,10722	82,27485
	B4	51,4638	48,85375	51,36601	52,66322	49,49313	53,98848	59,03665	54,07459	48,6891	48,50565	46,52782	42,32957	37,5157	40,28477	33,41436	28,59185
	B5	82,96129	79,97642	77,07944	76,05218	72,40427	67,22853	67,94459	62,08689	58,42656	55,33798	53,0533	55,2906	53,33087	48,76965	47,54816	44,02118
	B6	61,20041	58,57114	56,39852	64,05244	47,88283	50,86349	51,29056	49,66156	52,66049	53,71826	56,48365	58,99939	66,38269	64,46502	62,87056	63,41604
	B7	13,69355	14,53321	16,52827	16,35304	26,37513	28,38425	28,94643	29,51265	25,26786	24,61408	22,16339	16,39892	13,16933	12,58789	14,53431	16,61574
Aktif Kalitesi	A1	13,14429	13,9257	14,06082	12,27119	13,4339	12,84034	16,55866	16,33533	14,34542	15,42584	14,68174	14,90275	16,32742	21,05835	22,73406	29,2984
	A2	69,51893	69,70988	70,69801	62,44433	60,39705	55,81781	60,17639	61,84641	63,398	61,35962	62,46648	60,14683	57,69714	54,17499	51,6515	45,93782
	A3	113,5923	119,0175	125,3544	97,48938	126,1351	109,7404	117,3245	124,5358	120,3901	114,2249	110,5921	101,9448	86,91595	84,03781	82,1553	72,43879
	A4	2,707418	2,352882	2,270397	2,30638	2,478984	2,425838	2,754876	2,752363	2,70173	2,52368	2,178719	2,094156	2,311835	2,299828	2,97071	3,487699
	A5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,292813	0	0
	A6	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	87,26806	100	100
	A7	3,897455	3,85027	4,134084	3,382204	2,697546	4,047186	4,340913	4,745331	5,373705	5,527808	6,267942	6,607272	7,31563	7,565096	8,433529	7,983299
Karlılık	A8	45,28958	41,1213	39,8397	39,82289	38,19496	35,73758	36,89029	33,74455	31,0062	28,51932	-	-	-	-	-	-
	L1	23,0639	24,25301	24,02334	33,42609	27,13559	26,94726	24,84962	22,96603	20,70758	23,64	20,59041	23,41408	24,58896	11,74223	15,74149	19,81998
	L2	43,71788	42,32762	41,74189	57,02103	55,26837	53,46628	54,98776	55,19268	45,08745	54,78726	44,50795	45,27514	40,05621	20,94179	28,87236	36,10619
	L3	13,63216	15,79575	15,34676	17,57759	13,32478	17,7749	20,12199	15,6453	13,74111	13,15092	12,63803	15,87263	12,50984	2,332176	5,20578	5,135023
	K1	2,431536	2,003216	1,352009	4,140559	4,172278	1,612335	0,961933	2,845841	2,507988	1,68743	0,812482	2,219674	1,657845	0,783222	0,452339	2,67052
	K2	18,00026	14,65907	9,523211	34,38891	35,26849	18,27726	8,921763	25,08032	20,87112	14,67183	7,1348	18,2957	13,48284	6,743057	3,269691	19,92178
	K3	2,750991	2,184601	1,432545	4,960487	4,843264	1,855922	1,27305	4,073259	3,61182	2,442857	1,178509	2,953918	1,963546	1,106956	0,923477	4,016989
	G1	4,316889	3,041678	1,533584	4,571406	3,38412	2,205876	1,389619	5,685364	4,775029	3,163057	1,71885	5,792542	4,718543	3,206306	1,619902	4,258701
	G2	61,09294	60,13596	51,74989	41,87347	35,10096	53,42945	50,65118	60,55184	60,20553	58,92831	63,29701	65,52929	70,52936	79,7395	45,34675	34,79452
	G3	2,006136	1,629783	1,239109	5,525782	5,542523	1,525241	1,117587	2,628408	2,225237	1,550577	0,745593	2,692067	1,677485	0,811194	1,948075	7,274475
Gelir-Gider Yapısı	G4	3,371089	2,323491	1,197655	4,209163	2,906617	1,84141	1,24964	4,248967	3,259993	2,201413	1,062701	4,405061	3,502813	2,300073	1,330359	6,546582
	G5	45,83857	45,46672	38,78406	35,61638	-	-	-	40,38958	-	-	-	41,24068	-	-	-	26,71538
	G6	59,51002	70,14374	103,4612	131,2798	190,6864	82,83005	89,43267	61,85993	68,25896	70,43553	70,16023	61,11305	47,88966	35,26816	146,4323	111,1187
	PD/DD	2,94	3,13	3,31	3,72	5,02	4,98	5,24	4,37	3,53	3,16	1,84	1,52	1,02	0,79	0,95	0,97

Fortisbank

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	14,82988	15,31166	15,50852	15,30458	14,49316	10,75955	13,22845	15,07868	15,12005	13,48231	14,91034	13,54087	13,12392	12,66098	17,14057	17,11569
	S2	17,66054	18,5588	17,29433	12,89551	13,62085	12,19779	14,4518	15,64343	16,14671	13,80662	15,456	13,84832	13,04607	14,10702	17,28861	16,75365
	S3	13,63621	14,55238	13,73051	9,426739	9,103537	7,965027	9,821072	10,53924	10,78068	8,942741	9,079044	7,211948	6,693567	7,109525	10,25651	9,432942
	S4	-27,04915	-13,831	-6,836298	16,53422	-32,72867	-51,24472	-40,20622	9,099578	7,819882	9,862445	0,209988	-1,864517	-13,18059	-17,19283	-14,65156	-1,250452
	S5	9,712879	-2,502606	-0,695724	7,652414	166,5937	13,93312	-3,302799	1,295399	-0,405717	10,26993	1,36743	2,844762	8,057251	-1,08541	-3,912004	0,52185
Bilanço Yapısı	B1	71,88019	71,16703	67,04987	63,81519	64,33764	63,76104	63,74223	58,85227	60,69738	56,29525	53,39124	52,1912	50,02228	52,54878	55,48968	53,31828
	B2	60,45565	63,00837	59,76997	60,32761	53,1387	48,93203	50,4853	53,50035	55,06891	51,59719	48,99147	48,67325	45,7531	47,6008	50,10946	49,95201
	B3	71,10956	77,94458	81,90431	91,20905	76,10196	70,96221	73,22626	88,49041	87,47311	90,29383	91,37444	93,14598	92,13011	90,55714	89,21596	93,27392
	B4	51,36711	47,28989	45,12512	50,02827	52,51365	52,7214	56,03358	55,10357	54,49807	51,655	52,6444	51,47497	47,63886	49,19464	47,49991	43,68595
	B5	76,80881	76,7157	71,92896	71,24513	69,36659	67,36994	68,01847	65,37761	65,58894	64,8058	58,17249	57,03263	55,29717	55,82466	51,81548	47,14108
Aktif Kalitesi	B6	54,83157	55,62705	53,69905	54,41025	48,00671	49,62855	52,36261	52,1599	54,01568	48,23568	50,10896	48,55651	45,6431	51,25216	53,34291	52,56962
	B7	17,55504	10,08958	10,05041	12,70332	23,18144	26,49962	21,33292	18,07405	14,73536	19,4505	21,51944	23,39499	25,73895	22,56263	19,34269	18,696
	A1	25,75597	26,41405	27,47627	25,76747	24,09789	21,81947	23,80532	24,22366	24,09439	24,58104	26,27429	25,99812	26,89459	23,32889	31,14132	27,71984
	A2	58,59632	58,68518	55,37129	55,99956	59,4547	56,47494	53,25824	50,82047	53,0117	49,34563	47,74299	42,97861	44,16165	49,43166	40,64245	38,94355
	A3	106,866	105,4976	103,1141	102,921	123,8466	113,7953	101,7104	97,43206	98,14131	102,3011	95,27835	88,51257	96,75425	96,44794	76,19091	74,07996
Karlılık	A4	4,089999	4,136345	4,07544	3,628515	3,455199	3,40969	4,486298	5,108197	5,122575	5,128111	5,812045	5,014704	3,482786	3,007904	3,76466	3,739022
	A5	0,309986	0,325785	0,294196	0,275481	0,236419	0,219751	0,31587	0,333169	0,320947	0,305041	0,630911	1,485952	0,754225	0,556959	0,686511	1,180609
	A6	92,42087	92,12383	92,78126	92,4079	93,15759	93,55509	92,95922	93,47776	93,73466	94,05159	89,14478	70,36811	78,34421	81,48349	81,76432	68,42465
	A7	4,024331	4,006427	3,563825	3,468768	4,517317	4,232763	4,630728	5,104184	5,366039	4,863882	6,376954	6,63637	6,352505	6,99749	7,032096	7,320707
	A8	33,91202	35,47295	31,83177	28,95369	26,10332	25,33142	25,53728	23,54558	20,55495	16,58223	-	-	-	-	-	-
Likidite	L1	31,03274	31,09652	32,29515	33,95435	22,57549	22,11938	28,79361	29,65351	26,39842	30,77305	29,29096	34,5576	33,59922	33,8777	40,18557	43,53784
	L2	52,9885	49,19008	48,84988	46,17981	35,92887	35,68511	48,5878	49,79011	49,13905	60,17241	59,49191	65,9158	70,41705	66,72552	78,50597	80,18775
	L3	20,37368	19,45613	21,11724	17,39468	13,05541	12,62325	17,39305	14,46541	13,78324	13,2961	12,87733	14,55666	13,09215	14,59124	23,13462	25,1148
	K1	1,4602	1,270428	0,651393	0,872427	0,983617	0,487733	0,19645	1,18615	1,322176	0,352405	0,315212	1,500896	0,8577	0,264841	0,264926	3,283239
	K2	8,268154	6,845417	3,76651	6,765354	7,221402	3,998539	1,359345	7,582419	8,188512	2,552435	2,039412	10,83811	6,574395	1,877371	1,532373	19,59716
Gelir-Gider Yapısı	K3	1,827271	1,56793	0,799344	1,379724	1,526329	0,874875	0,35334	1,105283	1,196497	0,171951	0,109519	1,407134	0,729767	-0,061122	-0,018021	2,634609
	G1	3,976773	2,788629	1,198298	5,117266	3,94388	2,349882	1,273501	4,905192	3,325104	1,616102	0,640498	4,079815	2,772343	2,281941	0,940711	4,197541
	G2	62,36633	61,7435	56,03301	68,20031	58,0775	61,92317	65,3004	58,22354	52,91022	42,83379	31,79772	48,97772	50,48023	66,65286	41,08388	45,68092
	G3	1,968789	1,431042	0,695938	2,384577	2,919819	1,515103	0,659605	2,645193	2,036135	1,266348	0,591303	3,404104	2,228704	0,771384	1,033273	4,642948
	G4	4,235359	2,942468	1,319562	5,825811	5,091843	2,733479	1,514698	6,608009	4,909244	3,293134	1,545617	5,327927	3,982695	3,077157	1,76465	5,76533
PD/DD	G5	51,86832	51,63002	50,74112	44,40592	-	-	-	33,25216	-	-	-	36,36641	-	-	-	32,47132
	G6	46,4846	48,63407	52,74009	40,93124	57,34308	55,42764	43,54699	40,0301	41,47552	38,45419	38,25674	63,89171	55,95968	25,06807	58,554	80,5322
	PD/DD	1,76	1,74	1,77	1,85	1,55	1,38	2,28	2,39	1,72	1,57	1,37	1,01	0,72	0,6	0,68	0,63

Garanti Bankası

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	15,09368	14,99931	15,30598	14,07843	12,07501	10,73775	13,62271	15,09942	15,5948	16,36171	17,06123	16,79904	16,23341	15,56038	19,51957	16,63409
	S2	10,89856	10,39081	9,345441	9,287293	9,227593	8,371752	10,69808	10,69321	11,34088	11,71016	12,21089	12,06538	11,04048	10,64478	12,32819	10,94509
	S3	7,589247	7,017571	5,781554	5,590522	5,18967	4,099495	4,655502	4,38243	2,112497	1,495724	1,246893	0,538075	-0,504245	-1,792434	-1,680265	-2,562468
	S4	-28,18702	-36,87566	-55,16947	-60,50267	-33,64693	-14,54228	-10,14296	-11,41802	-9,981219	-9,516412	-8,276736	-18,57002	-5,726509	-16,04395	-8,430141	-8,579203
	S5	-0,90572	-0,350705	-8,311628	0,091001	0,870326	0,075464	-1,91002	-3,741053	0,112441	-2,42595	-2,016048	-2,113132	-2,704124	-8,11282	-4,810584	-3,85619
Bilanço Yapısı	B1	57,77745	57,3294	56,61721	57,11233	53,30361	51,96271	54,43431	52,47201	51,51556	49,93703	49,16532	47,60144	43,82836	44,78318	45,58397	40,47278
	B2	54,55463	53,44966	51,43612	51,39734	50,04674	50,74659	53,00256	51,11603	50,15448	48,39669	47,95474	45,25945	42,99728	42,95904	43,9554	38,80386
	B3	92,90837	91,6655	89,33139	88,2414	93,48017	97,5309	96,95356	97,22613	97,26939	97,01504	97,67398	95,72165	98,54204	96,80206	97,09414	97,27284
	B4	48,85821	48,0261	48,73085	47,25604	48,86793	52,33483	55,24475	53,20388	51,69543	49,447	48,30726	44,15697	40,71998	43,51965	43,63542	39,83449
	B5	57,09837	56,20728	54,99483	56,01473	53,65479	51,7608	54,99369	55,44009	54,50931	51,97552	50,45755	49,19616	43,48679	42,49384	40,90474	37,94262
	B6	58,14998	58,2356	61,34505	59,93416	60,89775	57,87266	63,77101	64,65358	62,12769	64,12426	66,04979	67,04849	63,41422	64,96069	63,36306	64,31299
	B7	14,34752	14,79167	15,15312	15,69077	15,90054	16,86677	14,49417	15,11685	15,7929	14,37708	13,10418	13,506	14,20343	13,52638	12,16675	12,91422
Aktif Kalitesi	A1	25,74537	26,10043	27,53685	28,63575	27,87328	27,72776	29,72633	30,03656	31,3028	32,1525	35,16138	35,26195	34,15578	35,12154	39,9039	42,55556
	A2	58,33856	57,39973	55,72272	54,38888	54,82238	53,95947	53,27138	46,44369	45,60454	45,71894	42,71374	39,97795	39,5536	37,96736	32,9746	30,68475
	A3	100,3243	98,56467	90,83492	90,74772	90,02364	93,23828	83,53543	71,83467	73,40453	71,29741	64,669	59,62544	62,3734	58,44668	52,04073	47,7116
	A4	2,320468	2,325844	2,354025	2,327523	2,422834	2,621754	3,819681	4,221112	4,645164	4,778553	4,388542	4,11209	3,805142	3,416401	4,361076	4,408118
	A5	0,867244	0,813518	0,779202	0,677666	0,580627	0,688229	1,237432	1,401785	1,493912	1,591503	1,24018	1,792994	1,793052	1,479514	2,228633	2,302912
	A6	62,62631	65,02268	66,89914	70,88467	76,03522	73,74929	67,60379	66,79111	67,83942	66,69487	71,7405	56,39702	52,87819	56,6938	48,89717	47,75748
	A7	3,309317	3,373236	3,563887	3,696771	4,037922	4,272257	6,042575	6,310776	9,228384	10,21443	10,96399	11,52731	11,54472	12,43721	14,00846	13,50756
	A8	36,50693	35,30281	35,52288	37,66631	36,71633	36,6068	38,8312	40,21542	37,53107	35,50434	-	-	-	-	-	-
Karlılık Likidite	L1	30,88419	30,31718	31,42121	31,7174	24,30785	23,11703	26,71754	31,66356	30,2278	28,3351	26,33395	27,37715	26,84476	24,3466	28,14471	25,90508
	L2	49,23441	49,71959	52,83744	49,62177	39,07978	37,39299	48,97112	52,81121	52,61875	47,7188	44,96513	47,43151	46,54458	37,81622	49,84311	75,11523
	L3	15,57416	14,85296	15,38969	15,18185	9,822525	8,769899	16,21329	16,1961	14,95557	13,98152	11,67048	11,44448	10,09061	8,392801	12,65862	8,861937
	K1	3,335885	2,614119	0,70476	2,115188	1,66493	1,088644	0,64578	1,942496	1,626285	1,088284	0,562665	1,715206	1,330893	0,842246	0,644101	1,346493
	K2	30,60848	25,158	7,54122	22,77508	18,04295	13,00377	6,036409	18,1657	14,34002	9,293507	4,607899	14,21593	12,05466	7,912298	5,224619	12,30225
	K3	3,942553	3,019387	0,900233	2,643557	2,068207	1,343405	0,856311	2,562213	2,242375	1,485392	0,754415	2,604124	1,84153	1,228337	0,947638	1,438045
	G1	3,136785	2,059702	1,062997	3,452031	2,477186	1,653083	0,920282	3,718301	3,04145	2,104041	1,103291	4,448491	3,510896	2,486826	1,099982	0,007717
	G2	48,22452	43,56296	60,54219	55,64424	51,67367	50,43623	46,90874	49,64391	48,3523	45,5702	41,27929	54,36876	65,39808	70,16633	49,53861	0,138879
	G3	3,152066	2,529049	0,613973	2,421843	1,936952	1,333433	0,870934	2,897839	2,355298	1,66894	1,022067	3,279563	1,551225	0,899772	1,057611	5,306
	G4	2,157649	1,41668	0,71621	2,913386	2,208556	1,443839	0,88524	3,708435	2,638694	1,944091	0,930158	4,12855	2,855987	1,83298	1,028724	3,86662
Gelir-Gider Yapısı	G5	36,1945	35,8843	37,38169	36,30779	-	-	-	33,4809	-	-	-	33,98344	-	-	-	31,94352
	G6	146,088	178,5194	85,72523	83,12811	87,70216	92,35332	98,38396	78,14184	89,26001	85,84682	109,881	79,43621	54,31487	49,08794	102,808	137,2258
	PD/DD	3,25	3,08	2,81	2,24	2,41	1,99	2,69	2,81	2,49	2,12	1,94	1,76	1,56	1,31	1,58	1,54

İş Bankası

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	20,81925	18,92545	21,47713	23,87438	21,1446	18,48926	25,3766	25,00847	25,01299	26,39665	26,85699	29,0345	30,40709	28,08423	30,43348	28,35392
	S2	14,3924	13,11415	12,30201	12,51272	13,50745	11,81164	16,1599	15,18909	15,63168	17,26443	17,98717	19,83706	19,19452	17,87565	19,93333	18,04552
	S3	5,121554	4,294127	3,624424	3,880929	4,406708	3,672159	5,699302	4,957968	3,901184	2,856696	2,581301	2,337063	1,552726	-0,46935	-0,088392	0,871638
	S4	14,75793	-0,549507	1,972081	-2,340024	-19,20792	-14,64399	-8,824661	-5,24118	-3,148358	-7,614681	-9,942954	-8,199739	-3,035338	-4,977558	-7,576239	-1,105551
	S5	-1,585501	-10,06138	-7,120377	-5,25039	-3,312295	-6,701686	-5,346686	-1,152951	-1,080587	-6,31208	-8,499173	-8,375564	-2,87063	-4,994366	-7,528334	-0,937322
Bilanço Yapısı	B1	63,93883	63,80626	62,75539	62,22939	62,13423	62,21267	67,73053	64,85324	62,94152	64,06104	62,89209	59,32314	59,39851	59,46442	62,98338	56,98216
	B2	65,04744	62,83598	62,09634	60,64273	58,05356	59,2229	64,10122	61,88485	59,98482	59,83631	58,0635	54,44716	55,23596	54,96043	57,03745	52,13571
	B3	103,1718	97,38918	98,26127	95,96857	90,27171	92,66801	89,89014	92,21206	92,61105	89,48121	88,48595	89,29599	90,70112	89,99992	86,1602	89,8746
	B4	63,97987	63,37422	60,22141	60,96678	60,24494	62,16329	63,61073	58,97144	54,90805	55,46166	51,28442	47,48016	46,992	48,25377	48,46611	44,26035
	B5	74,75172	74,11937	73,63236	74,9631	73,82613	73,66626	73,58915	75,80366	74,26033	71,97563	66,92235	66,06493	62,54578	60,6414	58,19476	52,76416
	B6	56,89049	61,01242	63,055	61,69737	62,25869	59,87553	61,03322	58,70119	58,94143	57,2223	59,64525	63,14739	61,6301	61,46738	60,42462	62,97444
	B7	13,70615	14,31257	12,93948	14,00171	16,33681	16,81894	12,9941	12,84751	11,87067	12,62121	11,0212	10,03184	8,709961	9,497366	8,69033	8,776603
Aktif Kalitesi	A1	32,38491	33,80405	35,07197	35,04909	33,96055	35,91278	34,71856	33,85997	34,54568	35,16783	37,78657	35,95806	35,7608	33,06748	35,56108	38,10958
	A2	42,01559	40,49761	38,87268	39,64951	39,83439	39,88194	36,02537	32,56797	33,57653	34,9433	32,93228	32,33088	31,72611	32,2857	27,50284	27,61859
	A3	73,85345	66,37601	61,64884	64,26451	63,98206	66,60808	59,02583	55,48093	56,96593	61,06587	55,21359	51,19908	51,47828	52,52493	45,51595	43,85682
	A4	4,229744	4,618314	4,140323	3,904362	3,948681	3,717039	4,638215	5,076831	5,619399	6,266291	8,407127	9,101714	8,390654	8,314887	12,71815	13,4288
	A5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	A6	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Gelir-Gider Yapısı	A7	9,270842	8,820022	8,677589	8,631788	9,100747	8,139485	10,46059	10,23112	11,7305	14,40773	15,40586	17,49999	17,6418	18,345	20,02173	17,17388
	A8	33,14931	31,3147	29,41966	29,33864	29,94259	29,64581	29,8241	30,69207	29,41259	26,97813	-	-	-	-	-	-
	L1	45,82866	49,88174	51,64549	51,07171	45,1669	46,35674	46,0514	50,26709	46,85967	42,89758	42,61968	40,91055	41,62675	40,87042	41,19615	42,54213
	L2	81,48053	91,15694	87,71234	93,13379	93,09646	88,15126	98,04606	95,41755	86,23209	84,26799	78,89229	81,55109	73,11244	68,42569	70,56267	76,05447
	L3	20,61443	24,35069	24,81412	23,35981	20,84562	22,26959	26,17646	25,87498	21,68	20,07796	19,90562	15,24976	16,7722	16,83854	19,33044	17,16452
	K1	1,778477	0,995917	0,467581	1,47493	1,414365	1,062032	0,625085	1,499907	1,277364	0,994387	0,484315	1,649942	1,435994	1,039359	0,488297	1,3621
	K2	12,35706	7,594213	3,800852	11,78745	10,47099	8,991399	3,868127	9,874901	8,171639	5,759742	2,692557	8,317475	7,481269	5,814384	2,449652	7,548135
	K3	2,200635	1,22019	0,565903	2,168198	1,755105	1,293866	0,703888	2,588316	2,209089	1,843308	0,880817	2,854184	1,844389	1,645376	0,986574	1,597887
	G1	2,224129	1,209433	0,665138	2,836265	2,386775	1,690309	0,850662	3,588769	3,070303	2,428623	1,321695	4,498058	3,652937	2,707257	1,386191	1,347739
	G2	44,04281	37,28869	44,44478	48,5029	48,42074	47,49831	46,28806	52,91355	52,02841	48,23426	52,1073	46,68768	53,83815	57,22419	49,61553	14,92134
	G3	2,373605	1,53237	0,630822	2,495815	2,140343	1,601577	0,868511	2,730255	2,459506	2,25909	1,061417	4,201024	2,722879	1,912007	1,377205	5,507049
	G4	2,008362	1,301746	0,613399	2,470507	1,892929	1,251105	0,664461	2,609985	2,196202	1,713192	0,916395	3,937511	2,73231	1,888046	1,092437	4,701339
	G5	53,52207	53,43159	47,16922	50,42631	-	-	-	49,22448	-	-	-	-	48,38679	-	-	42,5277
	G6	118,1861	117,7164	102,8403	101,0244	113,0704	128,0131	130,709	104,6081	111,989	131,8644	115,8253	106,6924	99,65482	101,2691	126,0672	117,1379
	PD/DD	2	1,75	1,96	1,89	1,91	1,46	2,28	2,65	2,28	1,69	1,68	1,7	1,47	1,2	1,5	1,64

Tekstil Bankası

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	13,23574	13,77329	15,14595	14,2067	15,87493	15,09466	11,86857	12,0057	11,05727	13,12079	12,91109	12,67764	10,27394	11,26857	12,71832	12,22926
	S2	13,11378	12,5737	12,96108	11,92436	13,19817	13,13235	8,718147	8,464402	10,79241	13,04288	11,40729	10,03236	11,03517	10,88263	12,28355	10,03459
	S3	8,962576	8,754493	8,965312	8,146423	8,830157	8,503833	4,093131	3,920316	5,470205	6,429449	4,313286	3,546728	3,561717	3,041833	3,56202	2,577425
	S4	-46,82768	-31,44714	-27,20001	-18,74219	-24,46732	36,93341	-45,00458	-32,07908	-17,50411	6,177641	-19,40169	-2,710557	-9,736757	-28,1111	-1,028941	-5,467957
	S5	4,770229	7,807615	1,500582	1,930645	-5,037452	-12,42975	-9,089813	-21,94875	7,624455	10,9326	4,697753	-2,250135	-2,176786	-17,66421	-3,251676	12,30035
Bilanço Yapısı	B1	70,44528	64,17474	67,94236	64,69346	65,23474	63,63588	74,54885	69,12259	68,40782	66,40221	64,89506	60,19362	60,69969	58,04358	62,81342	55,13397
	B2	49,35604	45,65677	48,33625	46,32339	45,43473	48,56074	50,90735	47,00954	46,39749	50,02371	47,38184	44,68773	43,79082	44,58893	48,06183	40,2057
	B3	58,35784	65,92405	62,05055	65,77639	63,71317	70,69332	51,84309	58,26976	58,93786	67,22745	66,7164	71,96663	69,91795	75,71847	71,59779	75,03395
	B4	45,17257	38,8944	42,98058	43,5778	43,56373	44,44151	47,50744	42,86523	40,64094	39,96611	35,38178	35,53662	34,25639	32,97894	29,04658	25,82407
	B5	78,17122	76,61185	79,20263	79,79621	77,08923	75,26971	76,7246	73,42683	68,80339	65,65885	63,73205	65,21109	62,47995	65,10616	56,87939	57,29498
	B6	51,05966	49,29344	45,98775	43,99849	40,96208	50,69964	49,86671	54,18929	51,62971	57,3987	51,81328	56,86669	51,76564	51,52297	56,22038	63,72941
	B7	25,35218	26,48557	27,57131	31,79982	30,96017	23,90565	31,88271	23,45768	23,08467	15,66073	19,91587	18,9219	21,74847	20,85038	12,57996	12,27828
Aktif Kalitesi	A1	10,30315	10,42961	13,0171	12,03893	12,42306	11,04364	13,49475	10,00874	12,17406	13,06244	13,57679	9,468222	10,73077	12,4188	16,00277	11,44207
	A2	72,20228	65,83831	63,96047	60,79198	61,96149	61,13738	65,12394	61,6318	68,96706	65,63403	63,31529	54,32096	58,25509	50,07246	53,15961	43,74033
	A3	141,4077	133,564	139,0815	138,1683	151,2655	120,5874	130,596	113,7343	133,5802	114,3476	122,199	95,52335	112,5362	97,18473	94,55578	68,63445
	A4	1,177559	0,886397	0,926712	0,847992	1,809697	1,887523	1,924828	1,478004	0,696222	0,737924	0,579835	0,48695	0,322686	0,390665	0,538081	0,336299
	A5	0,452543	0,253658	0,293141	0,303808	0,653784	0,906496	1,111332	1,011924	0,257905	0,351232	0,320466	0,335673	0,168111	0,219247	0,19672	0,206787
	A6	61,56944	71,3832	68,36761	64,17328	63,87327	51,9743	42,26333	31,53441	62,95652	52,40267	44,73161	31,06607	47,90257	43,87846	63,44049	38,51076
	A7	4,151208	3,819207	3,995769	3,777936	4,368013	4,628516	4,625015	4,544086	5,322205	6,613429	7,094008	6,485628	7,47345	7,840798	8,721529	7,457163
	A8	7,35775	6,285894	5,277246	4,735063	4,704404	4,247261	3,846589	3,292377	3,569944	3,866917	-	-	-	-	-	-
Gelir-Gider Yapısı	L1	22,7349	29,80313	31,76695	35,01758	27,07659	25,68419	20,68712	22,28876	16,37096	17,40286	19,15348	29,17515	21,2248	29,55475	23,27208	35,627
	L2	40,53276	46,59092	56,27385	59,85026	54,3345	38,0331	35,18075	33,72123	27,32157	25,80249	32,23623	46,70674	35,26245	46,49861	34,26095	51,80626
	L3	9,601471	9,881205	13,21509	12,37108	11,21109	9,156501	14,72755	11,59923	11,03407	11,13704	12,23115	13,18319	10,73357	10,87861	15,71947	16,11481
	K1	1,213917	0,987582	0,496725	0,541003	0,249734	-0,644995	0,030548	0,517383	0,778861	0,718407	0,366881	0,313938	0,256916	0,046151	0,123554	0,539959
	K2	9,256801	7,854345	3,832434	4,536955	1,892183	-4,9115	0,350397	6,112455	7,216746	5,508039	3,216198	3,129255	2,328155	0,424076	1,005846	5,380975
	K3	1,519469	1,220689	0,697875	0,835416	0,249734	-0,644995	0,030548	0,818572	0,778861	0,718407	0,366881	0,497527	0,256916	0,046151	0,123554	0,771003
	G1	3,836321	2,213237	1,150473	2,669469	1,80686	0,890069	0,645717	2,849051	2,406279	1,959564	1,329579	3,583152	3,157435	1,768058	0,547529	2,988342
	G2	81,47281	75,96941	71,48835	57,29014	52,43306	52,30664	49,48624	59,61015	48,31927	47,12378	52,11048	54,21444	70,96061	64,94365	19,52896	40,68314
	G3	0,67739	0,581385	0,379842	1,328236	1,059397	0,388627	0,412005	1,544389	2,322258	2,012975	1,138191	2,935448	1,245321	0,916807	2,236094	4,321295
	G4	2,755553	1,576627	0,775973	3,027361	2,480563	1,714958	0,961713	3,403189	3,207173	2,528546	1,189687	4,558012	3,718325	2,346339	1,308317	5,037446
	G5	60,16116	65,30979	67,76555	57,28077	-	-	-	53,55134	-	-	-	-	47,32874	-	-	40,61629
	G6	24,58272	36,87526	48,9504	43,87438	42,70794	22,661	42,84074	45,38063	72,40827	79,60998	95,67144	64,40195	33,49144	39,07391	170,9137	85,78345
	PD/DD	1,89	1,94	1,63	1,4	1,32	2,91	2,34	2,19	1,7	1,18	1,19	0,63	0,51	0,39	0,5	0,48

Türk Ekonomi Bankası

		2007/9	2007/6	2007/3	2006/12	2006/9	2006/6	2006/3	2005/12	2005/9	2005/6	2005/3	2004/12	2004/9	2004/6	2004/3	2003/12
Sermaye Yeterliliği	S1	13,97522	12,20137	13,60033	14,26864	13,963	14,13313	12,45334	12,3313	13,7476	15,13414	12,88275	14,28649	13,29037	13,59963	13,56831	14,87979
	S2	6,186268	6,554407	6,55697	6,664934	7,034969	6,908252	8,756485	8,646673	9,910784	10,25559	10,63709	11,05557	10,07743	10,06298	11,40674	11,45979
	S3	3,118075	3,493551	3,573947	3,572606	3,9996	3,787994	5,010769	4,699194	5,556874	5,517462	5,505633	5,450337	4,696035	4,696095	5,35453	5,160972
	S4	-87,15601	-112,5618	-128,2161	-103,7404	-90,88542	-111,382	-63,18981	-72,27177	-50,17016	-32,70588	-35,95228	-13,3068	-13,16036	-14,92554	-12,23511	-9,750771
	S5	0,721212	-0,2134	0,478592	-2,096502	1,444776	2,950562	-11,48033	-9,648238	-1,520531	-3,176317	-2,467555	-0,762563	-3,102706	3,276372	-6,263812	-5,746324
Bilanço Yapısı	B1	68,1795	69,13362	65,76301	63,74166	56,45561	57,73024	60,62013	62,47491	51,02521	48,90326	48,93861	44,91636	44,49041	46,83216	50,99333	45,12511
	B2	56,69273	55,85264	51,19578	50,84957	43,81916	43,33301	48,5523	50,01802	40,58231	40,4159	40,12047	39,10042	39,17007	41,43193	46,15069	40,55649
	B3	73,47613	69,91669	70,15171	73,77013	77,50755	74,59326	76,5435	75,07723	82,42458	85,75566	85,27354	90,44995	91,25374	90,77957	91,00706	92,31435
	B4	50,07831	47,79006	41,38312	43,68641	33,6031	35,97791	39,08242	34,15419	30,01145	29,34265	27,41032	30,42648	30,12507	38,28962	40,27724	33,26043
	B5	75,03837	71,34746	69,89093	69,27859	66,53624	59,79145	61,21064	59,46382	57,4074	56,28136	52,15904	53,43546	48,14567	48,52163	45,88875	44,15223
	B6	66,51703	66,19579	65,33805	65,51717	65,70302	66,29425	65,0041	59,79855	66,03417	63,35514	61,81351	63,37987	64,2689	69,77134	66,31079	69,41157
	B7	13,82344	10,52179	10,56845	11,09674	11,85857	13,49926	13,81048	12,04108	13,94874	14,07675	14,41402	16,17424	15,3004	14,7331	13,37621	12,74664
Aktif Kalitesi	A1	13,90971	18,63616	16,98934	19,73385	15,09594	15,91557	16,84917	20,96441	10,73931	14,57103	13,60053	11,4304	10,6585	8,037069	10,54898	3,975424
	A2	60,46278	58,88535	60,37261	59,78799	55,71701	54,78885	55,66828	54,19986	56,9074	51,66216	50,73956	44,44477	43,16328	40,60312	44,71548	40,99118
	A3	90,89818	88,95633	92,40038	91,25545	84,80129	82,64495	85,63809	90,63743	86,17871	81,54375	82,08491	70,12443	67,16046	58,19455	67,43318	59,05525
	A4	1,584093	1,31567	1,081548	0,904626	0,861663	0,887559	1,108174	1,146073	0,92031	1,102381	1,183287	1,317645	1,301567	1,454051	1,884311	2,09063
	A5	0,817446	0,615988	0,465696	0,293733	0,203312	0,308626	0,46455	0,572713	0,36995	0,486974	0,560222	0,60812	0,63842	0,761493	0,680765	0,725362
	A6	48,39662	53,18066	56,9417	67,52992	76,40471	65,22753	58,07966	50,02821	59,80165	55,82528	52,6555	53,848	50,94992	47,62956	63,87191	65,30412
	A7	3,068193	3,060857	2,983023	3,092328	3,035369	3,120259	3,745716	3,947479	4,35391	4,738132	5,131462	5,605234	5,381398	5,366885	6,05221	6,298818
	A8	16,66457	17,03061	14,96459	14,88199	15,27053	15,37033	15,45197	13,25571	10,04173	8,210274	-	-	-	-	-	-
Karlılık Likidite	L1	35,09352	36,83498	35,03288	36,67609	35,16471	35,29036	34,91	35,94884	30,2681	35,48527	35,41732	41,04565	42,99522	45,94306	40,13954	42,60933
	L2	48,21454	49,15976	45,9652	49,64839	50,90652	54,73727	50,89547	50,61663	47,58914	52,52193	52,53473	65,03207	63,21485	76,89062	68,34682	69,74507
	L3	19,00783	23,54423	19,73681	19,55714	15,57001	20,28477	22,14922	25,69339	11,56613	12,96797	15,06637	13,26297	16,32999	19,59347	21,43036	17,33284
	K1	0,966941	0,724515	0,483919	1,276315	1,174674	0,88639	0,858506	1,451843	1,401624	1,015131	0,689481	0,947948	0,697651	0,572089	0,223199	1,786675
	K2	15,63044	11,05386	7,380222	19,1497	16,69765	12,83088	9,804228	16,79077	14,14241	9,898318	6,481852	8,574393	6,922904	5,685088	1,956727	15,59082
	K3	1,21378	0,895719	0,580485	1,625605	1,432107	1,051731	1,052763	2,125504	2,048682	1,475491	0,959026	1,505443	1,001731	0,787961	0,553885	2,823748
	G1	3,330551	2,371179	1,211047	3,478712	2,668555	1,733141	1,081473	3,901922	3,64187	2,581077	1,398686	4,944699	3,575639	2,45961	1,299909	4,690207
	G2	71,93907	71,76672	69,50098	61,57955	64,36962	63,9125	59,68662	65,55821	70,23624	69,51033	72,12194	67,85566	73,96988	74,40567	58,86423	59,51125
	G3	1,113066	0,828537	0,487057	1,96253	1,314136	0,879377	0,656236	1,906226	1,445984	1,062518	0,499069	2,210486	1,170232	0,777876	0,881294	3,087281
	G4	3,009583	2,198087	1,030226	3,589475	2,674603	1,734107	0,950482	3,647674	2,811757	2,004205	0,959623	4,421954	2,831792	1,82834	1,006701	4,408457
Gelir-Gider Yapısı	G5	53,3001	51,68099	47,66684	50,21126	-	-	-	51,22869	-	-	-	49,17581	-	-	-	45,5333
	G6	36,98405	37,69355	47,27673	54,67457	49,13388	50,71068	69,04241	52,25866	51,42635	53,01447	52,00672	49,9889	41,32479	42,54548	87,54276	70,03089
	PD/DD	3,72	3,36	3,12	2,56	2,08	1,82	3,17	2,8	2,53	1,31	1,08	1,26	0,94	0,71	0,85	0,8

EK-5

	S1?	S2?	S3?	S4?	S5?	B1?	B2?	B3?	B4?	B5?	B6?	B7?	A1?	A2?	A3?	A4?
Ortalama	16,075	11,979	7,777	-43,866	-1,307	65,726	54,234	76,455	50,533	71,845	57,653	17,367	22,307	57,778	101,766	2,688
Ortanca	15,055	12,215	7,922	-31,763	-0,797	64,434	54,027	74,424	50,969	73,876	58,636	14,933	23,893	58,641	98,027	2,353
En Büyük	25,008	18,559	14,552	16,534	9,713	80,059	65,047	103,172	63,980	83,028	66,517	31,800	39,372	81,049	149,960	5,108
En Küçük	11,646	6,186	3,118	-128,216	-21,949	52,472	44,812	36,928	34,154	54,995	43,998	10,050	5,270	32,568	55,481	0,848
Standart Hata	3,579	3,014	3,197	44,130	5,925	6,525	5,925	18,323	6,901	8,162	5,509	6,181	10,536	11,403	25,087	1,277
Çarpıklık	1,040	0,001	0,334	-0,425	-0,854	0,289	0,010	-0,331	-0,206	-0,735	-0,527	0,909	0,033	0,023	0,191	0,314
Basıklık	3,010	2,695	2,259	1,807	5,332	2,417	1,776	1,993	2,765	2,572	2,796	2,485	1,755	2,849	2,186	2,011
Gözlem Sayısı	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Yatay Kesit Sayısı	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Jarque-Bera İstatistiği	7,216	0,155	1,661	3,574	13,921	1,122	2,499	2,421	0,375	3,910	1,922	5,956	2,590	0,042	1,347	2,288
Olasılık (P)	0,027	0,926	0,436	0,167	0,001	0,571	0,287	0,298	0,829	0,142	0,382	0,051	0,274	0,979	0,510	0,319

Test edilen hipotezler;

H_0 : değişkeni normal dağılmıştır.

H_1 : değişkeni normal dağılmamıştır.

Karar için; Anlamlılık Düzeyi (P) < Tablo Değeri (a) = 0.05 tablo değerinden küçük ise H1 hipotezi kabul edilmiştir. Aksi halde H0 hipotezi kabul edilmiştir. Boyalı Hücrelerde H1 Kabul edilmiştir. Yani Boyalı Değişkenler normal dağılmamıştır.

[illegible]

EK-5

A7?	A8?	L1?	L2?	L3?	K1?	K2?	K3?	G1?	G2?	G3?	G4?	G5?	G6?	PPDD?
4,201	23,954	33,196	55,088	17,152	1,559	13,565	1,993	2,987	59,147	1,747	2,536	47,226	75,312	2,643
3,630	30,622	31,742	49,684	16,795	1,432	12,050	1,976	3,089	59,873	1,587	2,501	47,986	63,429	2,775
10,231	45,290	51,645	95,418	25,875	4,141	34,389	4,960	5,685	81,473	5,526	6,608	67,766	178,519	4,370
2,070	0,143	14,192	25,242	4,988	0,468	3,767	0,566	0,665	37,289	0,380	0,579	31,808	24,583	1,400
2,068	14,360	10,537	18,583	5,808	0,873	7,727	1,085	1,297	10,905	1,011	1,376	9,625	35,313	0,690
1,688	-0,518	0,063	0,606	-0,306	0,866	0,782	0,750	-0,016	0,094	1,177	0,775	0,182	0,874	0,137
4,809	1,786	2,320	2,713	2,242	3,346	2,913	2,982	2,143	2,216	5,886	3,687	2,136	3,217	2,392
40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
24,453	4,244	0,797	2,588	1,582	5,205	4,091	3,753	1,226	1,084	23,105	4,789	1,463	5,169	0,740
0,000	0,120	0,671	0,274	0,453	0,074	0,129	0,153	0,542	0,582	0,000	0,091	0,481	0,075	0,691

A5?	A6?	A7?	A8?	L1?	L2?	L3?	K1?	K2?	K3?	G1?	G2?	G3?	G4?	G5?	G6?	PDDD?
0,479	79,407	4,459	22,731	34,260	57,498	17,458	1,770	16,135	2,432	3,933	57,065	2,446	3,648	43,626	70,589	2,714
0,299	85,336	3,738	29,147	33,690	51,714	16,796	1,488	16,527	2,341	3,750	57,757	2,438	3,439	46,121	69,375	2,725
2,179	100,000	10,231	40,215	51,072	95,418	25,875	4,141	34,389	4,960	5,685	68,339	5,526	6,608	57,281	131,280	4,370
0,000	31,534	2,070	0,351	15,557	25,242	8,130	0,517	4,537	0,819	2,669	41,873	1,328	2,471	31,808	40,030	1,400
0,611	21,981	2,231	14,351	10,005	19,256	5,220	0,961	8,231	1,193	0,883	7,505	0,954	1,149	8,397	27,295	0,750
1,564	-0,644	1,459	-0,452	0,114	0,634	0,112	0,900	0,410	0,515	0,364	-0,260	2,045	1,413	-0,060	0,607	0,374
4,841	2,309	4,297	1,708	2,433	2,847	2,088	3,380	2,576	2,549	2,169	2,365	8,019	4,293	1,548	2,477	2,914
8,783	1,424	6,795	1,657	0,249	1,088	0,588	2,258	0,568	0,844	0,813	0,449	27,938	6,439	1,415	1,164	0,377
0,012	0,491	0,033	0,437	0,883	0,580	0,745	0,323	0,753	0,656	0,666	0,799	0,000	0,040	0,493	0,559	0,828

[illegible]

ÖZET

[KÜÇÜKKAPLAN, İlhan], [Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti Ve İmkb Uygulaması], [Doktora], Ankara, [2008]

Çalışmanın amacı bankaların değerini, indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden olan özsermayeye serbest nakit akımı yöntemiyle tespit etmektir. Çalışmada birinci bölümde değerlendirme kavramı ve yöntemleri anlatıldıktan sonra ikinci bölümde bankacılık sistemi ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde banka değerlemesi teorisi ve literatürdeki çalışmalar anlatılmıştır. Çalışmada bankaların değerlemesi için özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi seçilmiş olup çalışmada örnek banka uygulamasında bütün aşamalar ayrıntılı olarak belirtilmiştir.

Çalışmanın uygulama bölümü olan dördüncü bölümde İMKB’de faaliyet gösteren bankalardan 7 tanesinin değerleri de aynı yöntemle tespit edilmiştir. Bulunan bu değerler ile bankaların piyasa değerleri karşılaştırılmış olup bulunan değerlerin piyasadaki değeri açıklama gücü ise 0,72 olarak bulunmuştur. Çalışmada son olarak da bu bankaların üçer aylık kamuya açıklanan mali oranları ile piyasa değerleri arasındaki ilişkide birleştirilmiş regresyon (pooled) analizi ile test edilmiş olup bu oranların piyasa değerini 0,82 düzeyinde açıkladığı görülmüştür.

Çalışmanın sonucunda bankaların değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden, özsermayeye serbest nakit akımları yönteminin kullanılarak bulunmasının piyasada oluşan değeri açıklamada etkili olduğu kanaatine varılmıştır.

Anahtar Sözcükler

1. Değerleme
2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
3. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları
4. Bankacılık
5. Banka Değerleme

ABSTRACT

[KÜÇÜKKAPLAN, İlhan], [A Study on the Determination of the Bank Valuation with the Method of Free Cash Flow to Equity and an IMKB Application], [PhD], Ankara, [2008]

The aim of this study is to determine the valuation of the banks in the light of the free cash flow to the equity, which is one of the cash flow methods. In the study, Chapter I deals with valuation concept and methods, and Chapter II deals with the banking system.

In Chapter III, banking valuation theory and the studies in the literature review are illustrated. Thus, in the study, the theory of free cash flow to equity (FCFE) is selected for the valuation of the banks, and all of the stages in the sample of banking application are illustrated in details.

In Chapter IV, which is the application section of the study, the valuation of the seven banks having operations at IMKB has been determined in similar way. The values detected have been compared to the market prices of the banks, and it is found that the power of market price of the detected values is 0,72. Finally, in the study, the financial rates of the three months of the banks that are announced to the public and the market prices are tested by regression pooled analysis, and it is seen that the market prices of the rates are announced as 0,82.

Finally, as a result of the study, it is stated that the founding of the discounted cash flow of the values of the banks by making use of the method of free cash flow to equity is effective in announcing the market prices.

Key Words

1. Valuation
2. Discounted Cash Flow
3. Free Cash Flow to Equity (FCFE)
4. Banking
5. Bank Valuation