

Müge'ye

ÖNDE GELEN ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ KAPSAMINDA
BANKA DEĞERLEMESİ: TEKSTİLBANK ÖRNEĞİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü
TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

MURAT GÜLEÇ

Yüksek Lisans

İŞLETME ANA BİLİM DALI
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ
ANKARA

Eylül 2015

ÖZET

ÖNDE GELEN ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ KAPSAMINDA

BANKA DEĞERLEMESİ: TEKSTİLBANK ÖRNEĞİ

GÜLEÇ, Murat

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ali ALP

Bu tez çalışması BIST endekslerinde işlem gören bankaların cari piyasa değerlerinin, finansal tabloları yardımıyla hesaplanan firma değerlerini gerçek anlamda yansıtmayı yansıtmadıklarını incelemek amacıyla yapılmıştır. Bu açıdan öğretilerde önde gelen indirgenmiş nakit akımları yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ve göreceli değerlendirme yöntemi gibi üç temel yöntem kapsamında örnek seçilen bir banka üzerinden ayrı ayrı değerlendirme analizleri yapılarak ulaşılan sonuçlar ile seçilen bankanın piyasa değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Çalışmanın ilk kısmında değerlendirme kavramının çıkışı ve gelişim süreci incelenmiş, yaşanan ivmeyle ilgili literatürde yer alan araştırmalar incelenerek derlenmiştir. İzleyen kısımlarda ise öğretilerde yaygın olarak kullanılan değerlendirme yaklaşımları detaylarıyla irdelenerek banka değerlemesine daha uygun olabilecek yöntemler araştırılmıştır.

Anılan yöntemler ışığında yapılan analizler sonucunda, farklı değerlendirme yöntemlerine kıyasla örnek banka değerinin farklılık gösterdiği, bankanın değerinin çok altında fiyatlandığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Değerleme, Değerleme Yöntemleri, Banka Değerlemesi, Beher Hisse Değeri, Değer Altında Fiyatlama

ABSTRACT

THE VALUATION OF A BANK BASED ON PROMINENT FIRM VALUATION

METHODS: TEKSTILBANK CASE STUDY

GULEC, Murat

TOBB University of Economics and Technology

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Ali ALP

The aim of this study is to analyze the market values of banks in Borsa Istanbul Corporate indices on their financial statements. In order to fulfill this aim, a sample bank has been analyzed on prominent approaches of the literature such as discounted cash flow model, the model of economic value added, P/B and P/E ratios. On the next steps, a relation between market value of the bank and the outcomes of valuation process have been examined.

In the first chapter, emergence and development of valuation is revealed and mentioned. Then, sources and approaches about firm valuation are studied in details. According to them, the most appropriate methods for bank valuation process are asserted through the following chapters.

The result of this study highlights that the sample bank has been sold by a lower price according to the valuation calculations. Furthermore, the bank has been priced under its fair value.

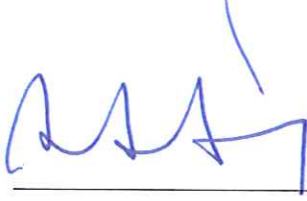
Key words: Valuation, Valuation Methods, Bank Valuation, Price Per Share, Undervaluation.

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.



Prof. Dr. Serdar SAYAN
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Bu tezi okuduğumu ve kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalında bir yüksek lisans tezi olabilecek yeterlikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.



Prof. Dr. Ali ALP
Tez Danışmanı



Prof. Dr. Mehmet Mete DOĞANAY
Tez Jüri Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Atılım MURAT
Tez Jüri Üyesi

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Murat GÜLEÇ

TEŐEKKÜR

Yüksek lisans eğitiminin boyunca bana hayata ve akademik dünyaya dair vizyon katan, bana olan sonsuz güvenleri ve geleceğime dair inançları ile beni sürekli teşvik eden değerli hocalarım Prof. Dr. Ali ALP ve Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ başta olmak üzere, akademik yolculuğumda asla desteğini eksik etmeyen özverili ve kıymetli eşim Müge GÜLEÇ'e sonsuz teşekkürlerimle.

İÇİNDEKİLER

BİRİNCİ BÖLÜM	1
İKİNCİ BÖLÜM	3
2.1. Değer Kavramı ve Gelişimi	3
2.2. Şirketler Ve Değer Yaratma Süreci	6
2.3. Firma Değerini Belirleyen Önemli Faktörler: <i>Firma Değerinin Unsurları</i> 7	
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	9
3.1.Finansal Durum Tablosu (Aktif) Temelli Yaklaşımlar	10
3.2.Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (DCF)	12
3.2.1. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi (DDM).....	16
3.2.2. Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi (FCFF)	18
3.2.3. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM)	20
3.2.4.Betanın Hesaplaması.....	23
3.2.5. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC).....	26
3.3.Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri	28
3.3.1.Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Değerin Yönetimi.....	28
3.3.2.Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI).....	33
3.4.Değerlemenin Göreceliği: <i>Piyasa Değeri İle İlişkili Değerleme Yöntemleri</i> ... 37	
3.4.1.Standartlaştırılan Değerler ve Değerleme Çarpanları	38
3.4.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B yada PD/DD) Oranı Yöntemi.....	39
3.4.3. Fiyat/Kazanç (P/E) Oranı Yöntemi.....	42
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	46
4.1.Genel bakış: Banka Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Unsurlar	46
4.2. Örnek Uygulama İçin Geliştirilen Temel Hipotezler ve İzlenen Metodoloji..	49
4.2.1. Örnek Bankanın Seçimi	49
4.2.2. Çalışmanın Dayandığı Temel Varsayım.....	51

4.2.1. Çalışmanın İzlediği Metodoloji	51
4.3. Tekstilbank A.Ş.'nin Değerlemesi	53
4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF) Yaklaşımı	56
4.3.2. Göreceli Değerleme Yaklaşımı	63
4.3.3. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı	65
4.3.4. Temettü İskonto Modeli (DDM) Yaklaşımı	68
BEŞİNCİ BÖLÜM	70

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Omega Yatırım A.Ş. 201X Özet Finansal D. Tablosu (bin TL).....	11
Tablo 2: Ekonomik Katma Değerin (EVA) Kompozisyonu.....	30
Tablo 3: Tekstilbank 2014 Yılı Özet Bilançosu (Bin TL).....	55
Tablo 4: Tekstilbank A.Ş. 2014 Yılı Gelir Tablosu (Bin TL).....	56
Tablo 5: Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Bin TL)	57
Tablo 6: Net İşl. Srm. Değişim (Bin TL).....	57
Tablo 7: FCF ₂₀₁₉ Hesaplanması (Bin TL)	58
Tablo 8: Kaldıraçlı Betanın Hesaplanması	59
Tablo 9: Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması (Bin TL).....	60
Tablo 10: WACC Kapsamında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (k_{WACC})	61
Tablo 11: Tekstilbank Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri (NPV) (Bin TL).....	62
Tablo 12: Tekstilbank Hisse Başına Değer Analizi (TL).....	62
Tablo 13: Tekstilbank Göreceli Değerlendirme Yaklaşımı Sonuçları (TL) (2014)...	64
Tablo 14: EBIT (FAVÖK), NOPAT ve EVA (Özet Gösterim)	65
Tablo 15: 2015-2019 Dönemindeki EVA'ların Hesaplanması (Bin TL)	66
Tablo 16: EVA'nın Sonsuza Süregelen Değeri (Bin TL).....	67
Tablo 17: Tekstilbank EVA Yaklaşımı Hesaplama Sonuçları (TL) (2014 Yılısonu). 68	

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Bilindiği üzere, küreselleşmenin ve liberalizasyonun getirdiği rekabet ortamında şirketler büyümek ve kar etmek gibi hedeflerin yanı sıra piyasadaki şirket değerlerini de artırmak eğilimindedir. Özellikle sermaye birikiminin kısıtlı, piyasa derinliğinin de oldukça sığ olduğu gelişmekte olan ülkelerde, şirketlerin piyasa değerlerini maksimize etme yönündeki çabaları oldukça önem taşımaktadır. Bu bağlamda, gelişen dünyayla birlikte Türkiye de, sermaye birikiminin anılan kısıtlı ortamında şirket halka arzları, şirket birleşmeleri, devralmaları veya tür değiştirmeleri gibi işlemlere yoğun bir şekilde tanık olmaya başlamıştır. Anılan çerçevede, şirket

değerinin tespitine yönelik çalışmaların, günümüz finans literatüründe büyük bir yankı bulması çok da şaşırtıcı değildir. Dolayısıyla, günümüz şirketlerinin öncelikli hedefleri arasında, şirketin piyasa değeri ve marka değerinin ençoklaştırılmasının ilk sıralara oturduğu söylenebilir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 7).

Bu çalışmada, şirket değeri kavramının üzerinde yoğunlaşarak şirket değerinin nasıl tespit edilebildiği, bu değerin tespitine yönelik yöntemlerin uygulama pratikleri açısından uygunluğu gibi hususlara değinilmiş; ampirik açıdan da seçilen değerieme yöntemleri ışığında seçilen bir bankanın şirket değerinin tespiti gerçekleştirilmesi planlanmıştır. Yapılan değeri tespitinin sonuçlarına ise izleyen bölümlerde yer verilerek elde edilen sonuçların örnek banka özelinde yorumlanması beklenmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİ VE FİRMA DEĞERİNİN KOMPOZİSYONU

2.1. Değer Kavramı ve Gelişimi

Değer kavramı, ilkçağlardan itibaren insanoğlunun yaşamına eklenen bir olgudur. İlk etapta bir şeyden sağlanan fayda nispetinde anlamlandırılan değer, uygarlığın gelişmesi ve ekonominin teşekkülü ile birlikte, önce bir malın/emtianın öteki mallarla değiştirilebilme yeteneğini (*takas değeri*), daha sonraları ise malların ve/veya hizmetlerin karşılığında talep edilen para (*modern anlamda fiyat*) gibi farklı anlamlar kazanmıştır. Bununla birlikte, literatürde, değer bireyler veya istekleri gibi öznel unsurlarca biçimlenen *sübjektif* ve bir maliyet ile fayda çerçevesinde biçimlendiği *objektif* boyutları olmak üzere ikili bir yapı taşıdığı ileri süren görüşlere de sıklıkla rastlanmaktadır (Sipahi vd., 2011: 4).

Anılan çerçevede, her ekonomik sistemde tüm varlıkların sahip olduğu bir değer bulunmaktadır. Her varlığın bir değeri referans alması, tüm varlıkların değerinin tespiti için bir değerlendirme çalışması yapılabileceği sonucuna ulaştırmaktadır. Bu bağlamda *değerleme* ise, bir mal yada hizmetin değerinin öngörülmesi, belirlenmesi ve parasal olarak ifade edilmesi sürecini içeren ileriye dönük çalışmaları ifade etmektedir (Öztürk, 2009: 21).

Farklı değerlendirme yöntemleriyle saptanabilen bir mal ve hizmetin değeri, dönemler yada kişiler bazında değişiklik gösterebilmektedir. Bu noktada *değer kavramı* ile, alıcı ve satıcı arasındaki uzlaşma sonucunda oluşan fiyat kavramı bütünüyle farklı olguları ifade etmektedir (Fernandez, 2007: 2). Ekonomideki döngüsel hareketler bir malın değerini kısa bir zaman zarfında etkileyebildiği gibi, kişilerin o mal yada hizmete attıkları önem yada istekleri de bireyler bazında bir malın değerini farklılaştırabilmektedir. Alıcı ve satıcının ortak bir paydada bulunduğu noktada ise, malın değeri artık fiyata (piyasa fiyatına) dönüşmektedir. Görüldüğü üzere, değer fiyattan daha geniş bir perspektifi ifade etmekte olup bir mal yada hizmetin değeri; o malın maliyeti, fiyatı piyasadaki öncü değişkenler gibi çok sayıda parametreyle biçimlenmektedir.

Değerleme olgusunun finans bilimindeki görece önemi, konuyla ilgilenen akademisyenleri değer kavramının üzerinde daha fazla yoğunlaşmaya itmiştir. Bu yoğunlaşma neticesinde, öğretilerde çok sayıda değer kavramıyla karşılaşılabilir.

Bu kavramlardan ilki, *kullanım değeridir*. Varlığı elinde bulunduranın, o varlıktan yoksun kalınması karşılığında katlanması gereken değeri ifade eden kullanım değeri literatürde "yoksun kalma değeri (*deprival value*)" olarak da adlandırılmaktadır. İşletmelerin ekonomik hayatının sonsuz olduğu varsayımı altında, değer olguları içerisinde en büyük önem taşıyanı bu kavram olarak nitelendirilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2009: 10-14).

Bir diğer değer kavramı, makul değer yada öğretilerdeki kullanımıyla *rayiç/gerçeğe uygun değer (fair value)*'dir. Gerçeğe uygun değer en somut ve yalın karşılığını Uluslararası Muhasebe Standartları içerisindeki 9 no.lu "Finansal Araçlar" Standardı'nda bulmaktadır. Anılan Standardın B.5.1.1. numaralı paragrafında, gerçeğe uygun değer "bir finansal aracın ilk muhasebeleştirilmedeki gerçeğe uygun değeri normalde işlem fiyatı" olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda gerçeğe uygun değer, piyasa değeri ile aynı olguyu ifade etmektedir (Mugan ve Akman, 2012: 219).

2.2. Şirketler Ve Değer Yaratma Süreci

Her firmanın sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayımı altında, sürdürülebilir ve sürekli kar beklentisinde olan şirketlerin, piyasa değerinin maksimizasyonunu da hedefleri arasına almaları şaşırtıcı değildir. Bu değer maksimizasyonun, finansal ve finansal olmayan stratejilerin birlikte ele alınmasıyla gerçekleştirilebileceği açıktır (Chambers, 2009: 21-22). İşte tam da anılan sebeple, şirketler borsaya kote olarak piyasa değerlerindeki artışların daimi olmasına çabalamakta, ayrıca özsermaye karlılığı, faaliyet karlılığı gibi ilave unsurlar piyasa değeri algısında ön plana çıkmaktadır.

Şirketlerin değer yaratması, anılan hedefler doğrultusunda; nakit akışlarının artırılması, nakit akımlarının net bugünkü değerinin yükseltilmeye çalışılması, ortalama sermaye maliyetinin düşürülmesi, beklenen gelir yaratma kabiliyetinde gelişme sağlanması gibi çok sayıda unsurun bir arada oluşturulmasıyla doğru orantılıdır. Belirtilen finansal habitatın tesisinde, şirketin üst yönetimine, anılan stratejilerin harfiyen izlenmesini sağlayıcı tedbirleri hayata geçirmek başta olmak üzere önemli görevler düşmektedir.

2.3. Firma Değerini Belirleyen Önemli Faktörler: *Firma Değerinin Unsurları*

Firma değerinin yaratılmasında, Şirket değerini yaratan tüm alt unsurların kavranması kritik rol oynamaktadır. Bu öğeler, finansal yada finansal olmayan niteliğe sahip olabilmektedir. Dolayısıyla finansal tablolar üzerine etkili olan unsurlar (finansal değer yaratım unsurları) ile faaliyetler üzerinde etkili olan unsurların (finansal olmayan değer yaratım unsurları), Őirketteki yatırım trendini ve büyümeyi sürdürülebilir kılan bir perspektifte değerlendirilmesi gerekmektedir. Şüphesiz ki, her iki tür öğenin doğrudan veya dolaylı olarak Şirket değeri üzerinde yarattığı etki, zamanında yada gecikmeli yansıyabileceği gibi, farklı firmalar bazında değişik sonuçlar doğurabilecektir.

Bu bağlamda maddi nitelikteki (finansal olmayan) unsurlar, yeni ürün yaratımı ve pazara ilişkin güçlü yanlar, karlılığa etkili alt öğeler (özsermaye karlılığı, net faiz marjı, optimal çalıŐma sermayesi vb.), firmanın yer aldığı piyasaya yönelik beklentiler, firmanın piyasa koŐullarına yönelik kırılganlık düzeyi (sensivity) olarak sırlanabilir. Maddi anlamda kimi zaman ölçülememekle birlikte etki doğurabilen know-how, marka değeri, yönetim kapasitesi, Şirket içi yönetim bilgi sistemlerinin düzeyi, teknolojik arkaplan gibi öğeler de nakit akımları yaratarak Şirket değerini artırma gücüne sahiptir (Chambers, 2009: 25).

Bunun yanı sıra, Sipahi vd. (2011)'nin değindiği üzere, güncel ekonomik konjonktür, faaliyet gösterilen sektör, pazarlama altyapısı, makine ve tesisatın niteliği ve firmanın şerefiyesi (goodwill) de, şirket değerine etki eden öğeler arasında sayılmaktadır (Sipahi vd., 2011: 9).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEMESİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

Bilindiği üzere, ekonomik düzlemde işletmelerin ifade ettiği iktisadi bir değeri bulunmaktadır. Söz konusu “değer”, zaman, faaliyet alanı, coğrafi konum, konjonktürel koşullar, marka değeri gibi çok sayıda değişken tarafından biçimlendirilmektedir.

Bununla birlikte, Alkan ve Demireli (2007)’nin de ifade ettiği üzere, değerlendirme uygulamalarını karmaşıklaştıran unsurlar nedeniyle her işletmeye uygulanabilecek genel geçer değerlendirme pratikleri bulunmamaktadır.

Firma değerlemesine ilişkin yaklaşımlar aktif temelli yaklaşımlar, piyasa değeri yaklaşımı ve gelir yaklaşımı olarak üç ana bloğa ayrılmakta, anılan üç temel içerisinde farklılaşan yöntemler itibarıyla çeşitli alt kırımlara ayrılmaktadır. Anılan yaklaşımlar çerçevesinde, söz konusu yöntemlerin detaylı bilgilerine, aşağıda ve izleyen sayfalarda alt başlıklar halinde detaylarıyla yer verilmiştir.

3.1.Finansal Durum Tablosu (Aktif) Temelli Yaklaşımlar

Finansal durum tablosunu (aktif) esas alan yaklaşımlar, temelde, değerleme konusu şirketlerin bütün varlıklarının ilk kayıt (tarihsel) maliyetine dayanmaktadır. Anılan durum, şirket özkaynaklarının ve aktif kalemlerinin tespitinin ancak aktiflerin değerlemesi yoluyla yapılabileceği varsayımına dayanmaktadır (Chambers, 2009: 200). Bu bağlamda, bu yaklaşımlar içerisinde en önemli yeri tutan defter değeri yaklaşımının detaylarına izleyen paragraflarda yer verilmiştir.

Defter değeri, bir işletme için bilançodaki özsermaye değerini ifade etmektedir. Bu bakımdan defter değeri, muhasebesel olarak, işletmenin toplam aktifleri ile toplam borçları arasındaki net farka karşılık gelen defter değeri; borsada hisseleri işlem gören işletmelerin hisselerinin toplam değerinden önemli ölçüde daha aşağıda gerçekleşebilmektedir (McCray, 2010: 95).

Bu bağlamda, defter değeri öğretilerde daha az volatil olması, işletmelerin mali oranlarının ölçülmesi açısından daha tutucu/kararlı olması ve borç verenler açısından temel gösterge olması gibi nedenlerle kimi yazarlar tarafından daha makul algılanmakla birlikte (Üreten ve Ercan, 2000: 62), bazı yazarlarca gerçeği tam olarak yansıtmaması ve uygulama olanakları açısından esnek olmaması gibi nedenlerle de eleştirilmektedir (Koller vd., 2011: 26-27).

Defter değeri, hipotetik olarak, örnek bir Şirket üzerinden aşağıdaki zet tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 1 Omega Yatırım A.Ő. 201X zet Finansal D. Tablosu (bin TL)

AKTİFLER		PASİFLER	
Kasa	5	Kısa Vadeli Borçlar	50
Hazine Bonosu	20	Uzun Vadeli Borçlar	20
Bankalar	60	zkaynaklar	150
Sabit Kıymetler	135		
Toplam	220	Toplam	220

Omega Yatırım A.Ő.’nin 201X yılsonu finansal durum tablosu çerçevesindeki net defter değeri 220 bin TL’dir. Bu bağlamda, defter değerinin genel kabul gören formülasyonu,

$$DD = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar} \quad (1)$$

biçimindedir.

Defter değeri kavramının, özü itibarıyla işletmenin finansal durum tablosundaki zkaynak kalemiyle yakın ilişki içerisinde olması sebebiyle literatürdeki bazı kaynaklarda “zsermaye değeri” ya da “net aktif değeri” olarak da karŐılaŐılmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14; Bernstrm, 2014: 6 ve 96). Halka

açık şirketler için, bu kavramlar temelinde tespit edilen değerın işlem gören hisse senedi sayısına bölünmesiyle ise “hisse senedi defter değeri”ne ulaşılmaktadır.

Defter değeri yaklaşımı çerçevesinde, dikkat çeken bir diğer husus ise paraya çevrilme (tasfiye) değeridir. *Paraya çevrilme değeri*, bir işletmenin tüm varlıklarının satılıp mevcut tüm borçlarının ödendiği varsayımı altında hesaplanan; çalışanlara ödemelerin, vergi harcamalarının ve diğer paraya çevrilme maliyetlerinin şirket net değerinden düşülmesi sonucunda elde edilen tutardır (Üreten ve Ercan, 2000: 15). Başka bir ifadeyle, firma varlıklarının öngörülen değerinden borçların düşülmesiyle paraya çevrilme değerine ulaşılmaktadır. Paraya çevrilme değeri, defter değerinden çok sayıda dinamik nedeniyle farklılaşmaktadır (Sipahi vd., 2011: 118).

3.2.Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (DCF)

Bilindiği üzere, şirketler, sonsuza kadar ticari hayatını sürdürecekleri varsayımı altında faaliyet göstermektedir. Bu varsayım, çalışılan faaliyet skalası içerisinde aralıksız biçimde kar elde etme öngörüsüne dayanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcı için, “başarılı şirket”, karlılığı sağlayarak bunu sürdürebilen şirket anlamına gelmektedir. Karlılık, şirketler nezdinde, yöneticiler için başarının ölçüsüdür (Chambers, 2009: 233).

Karlılık bu denli önem taşımaya karşın, bazı uygulama zorluklarını da beraberinde taşımaktadır. Esasen muhasebeye dayanan bir kavram olduğundan içeriğinde gelirleri ve giderleri barındıran “kar” olgusu; amortismanlar, vadeli alacaklar gibi ne yapılan ödemelerin ne de alınan ödemelerin bir parçasıdır. Başka bir ifadeyle, bazı kalemler şirketlerin yapılan yada alınan ödemelerine değil, nakit pozisyonuna etki edilmektedir (Şımga-Mugan ve Hoşal-Akman, 2012: 198). Diğer taraftan, karlılığın yaratılmasında, şirketlerin sahip olduğu fonların gelir yaratıcı yatırımlara aktarılması da önem taşımaktadır. Sipahi vd. (2011)’nin da belirttiği üzere, işletmeler aynı anda fonlarını birden fazla yatırıma kanallayabilmekte, herhangi bir zaman diliminde farklı safhalarda birden fazla proje aynı anda yürütülebilmektedir. Bu bağlamda, şirketler, kendilerine nakit akışı sağlayan bu projelerin yönetilmesi problemiyle karşı karşıya kalmaktadırlar (Sipahi vd., 2011: 75). Anılan durum, firmanın performansının yada yaygın deyişle başarısının ölçülmesinin yanı sıra olası yatırım kararlarının kesinleşmesinde, nakit akım analizini önemli hale getirmektedir.

Gelir yaklaşımının temelinde, bir varlığa ilişkin gelecekte elde edilmesi beklenen net nakit akımlarının cari piyasa değerini tespit amacıyla bugüne çekilmesi ilkesi yatmaktadır. Bu işlemin sonucunda elde edilen değer, nakit akımının indirgenmiş değerini ifade etmektedir. Söz konusu strateji, varlık yatırımı ve değerlendirme ile ilişkili olarak karar verme sürecine yardımcı olması amacıyla yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu kapsamda indirgenmiş nakit akımları yöntemi (discounted

cash flow, DCF) “satın alma” veya “satın almama” şeklindeki yatırım fırsatlarının birlikte ele alınarak karşılaştırmasına fayda sağlamaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, bir şirketin cari değerinin, aynı şirketin gelecekte sahip olacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu görüşünü esas alır (Sarıaslan ve Erol, 2008: 416). Bu açıdan, modelde ele alınan varlığın değeri; varlığın yarattığı nakit akımlarının toplam karşılığı, nakit akımlarının zamanlaması ve bu akımlara özgülenebilecek risk derecesi olmak üzere üçlü bir sac ayağına oturur.

Bu ilişki, literatürde aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$DCF = \sum \frac{NAn}{(1+n)^n}$$

(2)

Söz konusu formülden de anlaşılacağı üzere, indirgenmiş nakit akımları yöntemi; veri bir getiri düzeyinde yatırımdan beklenen kazancın artmasıyla firma değerinin doğru orantılı, firmanın sermaye gereksinimi ile ters orantılı olduğu öngörüsüne dayanmakta, firma değerini, direkt bir şekilde, gelecekteki nakit akımlarıyla ilişkilendirmekte ve şirketin nakit yaratma potansiyelini şirket performansının yegane kriteri olarak ele almaktadır. Bu açıdan, yöntem; ele alınacak firmanın/yatırımın cari nakit akımlarının saptanmasını, cari sermayenin/yatırımın

ederini, firma kazançlarının bugünkü değerini, geleceğe dönük kazanç artış projeksiyonlarını bir bütün olarak değerlendirir (Chambers, 2009: 236). İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, kapsadığı zaman aralığı net olarak saptanamamakla birlikte, bu analizleri ortalama beş ila on yıllık bir süreyi esas alarak yapmaktadır.

Anılan yaklaşımın ayırt edici noktası, karı değil, nakit akımlarını esas almasıdır. Mali tablolarında düzenli olarak kar elde eden bir firma, aslen nakit akımı başka bir ifadeyle değer yaratmayabilmektedir (Sipahi vd., 2011: 76). Bu bağlamda, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı, fiktif ve gerçek değer arasında ayırımı yapmayı sağlayan önemli bir araç fonksiyonu görmektedir. Bununla birlikte, anılan yöntem, her ne kadar günümüzde bilgi asimetrisi azalmakla birlikte, oldukça yüklü bir veri ve bilgi arkaplanına ihtiyaç duyması ve karmaşıklığı sebebiyle eleştirilmekte olup literatürde ilave bazı kritiklere de konu olmaktadır (Chambers, 2009: 237).

Gelişen piyasa koşulları ve teknolojik olanaklar indirgenmiş nakit akımları yöntemine alternatif olabilecek bazı yeni yaklaşımları gündeme getirmiştir. Bu yaklaşımlara, çalışmanın “3.4. Değerlemenin Göreceliği: Piyasa Değeri İle İlişkili Değerleme Yöntemleri” başlıklı bölümünde detaylı biçimde yer verilecektir. Esasen alternatif olarak addedilen artık gelir yöntemi de, indirgenmiş nakit akımlarıyla aynı teorik çerçeveyi temel almakla birlikte, artık gelir yönteminin hesaplamalarında görece daha keskin sonuçlara ulaşıldığı belirtilmektedir (Chambers, 2009: 238).

3.2.1. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi (DDM)

İndirgenmiş kar payları yöntemi (Dividend Discount Model, DDM), yatırımcıların sermayesini koyduğu hisse senedinden (yatırımdan) beklediği iki önemli çıktıya yoğunlaşmaktadır. Bunlardan ilki, hisse senedinin elde tutulduğu zaman diliminde getireceği kar payı, ikincisi ise aynı sürenin sonunda hisse senedinin ulaşması beklenen fiyatla maliyet fiyatı arasındaki olumlu farktır. Anılan fark, doğal olarak gelecekte gerçekleşmesi beklenen kar paylarının pozitif bir fonksiyonu olduğundan, bu getiri bileşkesi, esasen yatırım yapılan hisse senedinden sonsuza dek elde edilmesi öngörülen kar paylarının bugüne indirgenmiş tutarı olarak da nitelendirilebilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 111). Bu açıdan, şirket değerinin en iyi referans noktası, dağıtılan ve olası dağıtılacak kar paylarının toplamının indirgenmiş değeridir.

Bu yaklaşımın arkaplanında yatan rasyonel, hisse senedinin işleyiş mantığında gizlidir. Hisse senetleri, bilindiği üzere, oldukça volatil olup hızlı alınıp satılmaktadır. O hisseyi alan her yatırımcı, o hisseye, bir önceki yatırımcının alış fiyatına ilaveten elde ettiği getirinin (kar payları) toplam tutarını ödemektedir. Başka bir ifadeyle, piyasada, hisse senedinin satış fiyatı diğer yatırımcının alış fiyatı haline gelmektedir. Genel toplamda, gerçekleşen ara fiyatlar kendini yok ederek kar payları hisselerin asli unsuru halini almaktadır (Sharpe, 1964: 426-427). Hisse senedinin değeri;

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

(3)

ile hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedi değerine ulaşmak isteyen yatırımcı, t döneminde beklenen kar payı/temettü ödemelerini [E (D_t)] tahmin ederek özsermaye maliyetini (k_e) hesaplamaya dahil etmelidir. Bu açıdan, gelecek dönemdeki getirilerde öngörülen büyüme tahminleri ve ne oranda temettü ödeneceği gibi hususlarda bazı hipotezler yapmak durumundadır (Öztürk, 2009: 87). Bu hipotezlerden biri, şirket tarafından kar paylarının sonsuza kadar ödeneceği varsayımı olup hayata geçirilmesinde “Gordon Büyüme Modeli” kullanılır. Anılan model uyarınca, uzun dönemde, firmanın değişmeyen/sabit bir büyüme oranında büyüyeceği varsayılır. Anılan varsayımlar altında, hisse senedinin değeri, hisse başına beklenen sabit temettünün (en son ödenen temettünün, D₀) özsermaye maliyetinin büyüme oranından farkına (k_e - g) bölünmesiyle,

$$HSD = D_0 / (k_e - g)$$

(4)

elde edilmektedir.

Formülden de anlaşılacağı üzere, özsermaye maliyeti (r) büyüme oranından (g) büyük olduğu müddetçe hisse senedi değerlendirilerek artış gösterecektir. Yatırımcı temettü ödemelerinde bir büyüme öngörmüyorsa, g=0 olduğundan formül, HSD= D₀ halini alacaktır (Aktaş vd., 2014: 247-248).

Firma iki aşamalı bir temettü bir büyüme modelinde bir yaşam seyrine sahip ise, hisse senedi değeri,

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_0 (1+g_s)^t}{(1+ke)^t} + \left[\frac{D_n (1+g_c)}{ke-g} \times \frac{1}{(1+ke)^n} \right]$$

(5)

hisse başına en son ödenen kar payının (D₀), normal (g_s) ve normal dışı dönem temettü büyüme oranının (g_c), özsermaye maliyetinin (k_e), normal dışı büyümenin dnem sayısının (n) ve bu normal dışı dönem bitimindeki temettü ödemesinin (D_n) bir fonksiyonu halini almaktadır (Sipahi vd., 2011: 80-81).

3.2.2. Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları Yöntemi (FCFF)

Şirkete yönelik serbest nakit akımları (Free Cash Flows To Firm, FCFF), şirkete borç verenlere, şirket pay sahiplerine ve imtiyazlı pay sahiplerine kısacası firma

üzerinde söz sahipliği bulunan tüm taraflara ilişkin toplam nakit akımlarını temsil etmektedir (Öztürk, 2009: 100). Bu açıdan bütüncül bir niteliğe sahip olan FCFF, şirket pay sahiplerine (özkaynağa yatırım yapanlara) ve şirkete fon sağlayan kreditoirlere yönelik nakit akımlarını tahmin ederek bugüne indirgemekte, ulaşılan bu tutardan kısa ve uzun vadeli borçlar toplamının net bugünkü değerini düşerek özkaynakların (şirketin) olması gereken net değerine ulaşmaktadır. Sonuç olarak şirket operasyonlarından elde edilen nakit akışları ve sermaye harcamaları netleştirilerek ulaşılan net farkla şirket değeri saptanmaktadır (Sipahi vd., 2011; Öztürk, 2009).



Şekil 1 Hissedar Değerin Serbest Nakit Akımları

Bu açıdan şirkete ilişkin nakit akımları,

$$\mathbf{FCFF} = (\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}^*) \times (1-t)$$

+ Amortismanlar

–Sermaye Harcamaları

– Nakit Dışındaki Net İşletme Sermayesindeki Değişim

*FAVÖK [Earnings Before Interest and Tax (EBIT)]

olarak hesaplanabilir. Başka bir ifadeyle, FCFF, şirketin operasyonel giderleri karşılanıp şirket pay sahipleri ve kreditorlere herhangi bir ad altında ödeme yapılmaksızın ulaşılan gelir tutarıdır, firmanın operasyonel karını odağına almaktadır (Öztürk, 2009: 100).

3.2.3. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM)

Finansal varlık fiyatlandırma modeli (capital asset pricing model) yada diğer adıyla CAPM, W. Sharpe, J. Lintner ve J. Mossin olarak üç finans insanının çalışmalarıyla literatüre kazandırılmıştır. Anılan teori, bir takım varsayımlar üzerine inşa edilmiştir. Bu varsayımlar, Gürbüz ve Ergincan (2004)'a göre, kısaca,

- Piyasa düzleminde, büyük ve küçük piyasa aktörleri mevcut olup menkul kıymet fiyatları yatırımcıların şahsi olarak gerçekleştirdikleri alım-satımlardan etkilenmemektedir.
- Her bir yatırımcı, tam rekabet içerisinde, birbirleriyle aynı sürelerde elde tutmak saikiyle yatırım yapmaktadır.
- Yatırımcılar tarafından yatırım yapılacak ürün skalası; hisse senetleri, tahvil gibi borçlanma araçları ile risk primi bulunmayan (risk-free) araçlar ile ödünç verme/alma işlemleriyle kısıtlıdır.
- Yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi bulunmamaktadır, her bir yatırımcı yatırım enstrümanlarını ve bunlara ilişkin verileri aynı kapsam ve doğrultuda analiz eder.
- Her bir yatırımcı tümüyle akılcıdır, yatırımcıların portföy seçimleri ve dağılımları optimaldir.
- Yatırımcılar vergi, komisyon vb. herhangi bir ad altında bir ödeme maliyetine katlanmamaktadırlar.

olarak özetlenebilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 144-145). Ancak görüldüğü üzere, CAPM, dayandığı temel varsayımlar bakımından çok sayıda gerçekçi senaryoyu “yok” kabul etmektedir. Bununla birlikte, gerçek dünyada, yatırımcılar; piyasada oluşturdukları portföyler açısından risk almakta, çok sayıda kalem bakımından çeşitli açık yada zımni maliyetlere katlanmaktadır (Öztürk, 2009: 42-44). Başka bir ifadeyle,

CAPM'ye göre, yatırımcılar; hisse senedine başta olmak üzere menkul değerlere yatırım yaptığında piyasa riski” olarak da bilinen sistematik risk ile işletmeye ilişkin operasyonel faaliyetler nedeniyle maruz kalınan “sistematik olmayan risk” olgularına açık hale gelmektedirler.

Anılan bakış açısı, CAPM'nin arkaplanında, katlanılan (maruz kalınan) risk ve beklenen zaman değişkenlerinin yatırımcıların getirileriyle birebir doğru orantılı olduğunu işaret etmektedir. Söz gelimi, katlanılan riskin büyüklüğü yatırımcının getiri beklentisinin de o denli büyük olduğuna işaret etmesinin yanı sıra; yatırımcı getirisinin içerisinde bir “risk primi” olduğunu da kanıtlamaktadır. Bu bakımdan yatırımın (hisse senedinin) beklenen getirisi, yatırım yapılan menkul kıymetin betası (β) ile piyasa risk priminin $[(r_m - r_f)]$, r_m =piyasa faizi ve r_f = risksiz faiz oranı) çarpımının risksiz faiz oranıyla toplamına,

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

(3)

eşit olacaktır. Bu bağlamda, modelin vurgulamak istediği açıktır: Rekabetçi piyasa koşullarında beklenen risk primi, beta ile doğrudan aynı yönlü ve orantılıdır. Dolayısıyla söz gelimi bir yatırımın beklenen risk primi için beta “0.75” ise piyasadaki beklenen risk primi yatırımın 3/4 katı, beta “2” için ise piyasadaki beklenen risk primi

yatırımın iki katı kadar olacaktır (Brealey vd., 2011: 193). Risksiz faiz oranı bu eşitlikte hisse senedinin beklenen getirisinin yanına çekildiğinde,

$$r - r_f = \beta \times (r_m - r_f)$$

(4)

yatırımın beklenen getirisi, risksiz faiz oranı, piyasada portföyün beklenen getirileri ve yapılacak yatırımın getirisini belirleyen değişkenlerin ve yatırımın bu değişkenlere karşı hassasiyetinin doğal bir bileşkesidir (Sipahi vd., 2011: 86). Böylelikle beta kavramı, CAPM'nin merkezine yerleşerek betanın "beklenen getiriyle korelasyona sahip olan ve yatırım yapılacak hisse senedinin piyasayla aynı yönde tepki verme duyarlılığını" gösteren bir kavram olarak tanımlanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu bakımdan beta, yatırımcının menkul kıymet piyasa doğrusunda nasıl konumlandığını (security market line, SML), bu doğrunun eğimini göstermek suretiyle temsil etmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 52).

3.2.4. Betanın Hesaplaması

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında sistematik riskin taşıdığı önem, betanın doğru hesaplanmasını ve bu kavramın iç unsurlarını da doğru algılamayı gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda söylenebilecek ilk husus, bir hisse senedinin beta değeri 1 ise, bu hisse senedinin hareketleri piyasayla birebirdir, bütünüyle aynı hareket

eder. Söz gelimi, bir hissenin betasının 1'den büyük olması durumunda bu hisse senedinin piyasada gerçekleşecek değişimlere hassasiyetinin fazla ve getirisinin piyasa getirisinden yüksek olduğu (daha fazla risk içerdiği), hisse senedi betasının 1'den küçük olması halinde bu hisse senedinin piyasada gerçekleşecek değişimlere hassasiyetinin az ve getirisinin piyasa getirisinden düşük olduğu (daha az risk içerdiği) söylenebilir (Öztürk, 2009: 45). Sipahi vd. (2011)'ne göre, yüksek betası bulunan hisse senetlerinin, daha riskli olmaları sebebiyle, düşük betalı hisse senetlerine kıyasla daha yüksek getiri sunması öngörülmektedir (Sipahi vd., 2011: 54).

Finans öğretisindeki kimi yazarlarca betanın belirli bir periyotta değişmeyerek sabit kalacağı savunulsa da, günümüzde hakim olan görüş betanın zamanla farklılaştığı, haftalık, aylık ve yıllık bazda hesaplanabildiği yönündedir (Brealey vd., 2011; Chambers, 2009; Öztürk, 2009; Sipahi ve diğerleri, 2011). Bu bakımdan beta (β),

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

(5)

olarak formüle edilebilir.

Öztürk (2009), beta katsayısını etkileyen temel unsurların, firmanın faaliyet gösterdiği işkolu, faaliyet kaldıraç ve finansal kaldıraç olduğunu vurgulamaktadır. Bu çerçevede, diğer tüm şartlar veri iken, mevsimlik bir işkolunda faaliyet gösteren bir şirketin betası mevsimsel nitelikte faaliyet göstermeyen bir şirkete kıyasla yada yüksek faaliyet kaldıraçına sahip şirketler faaliyet kaldıraç daha düşük olan şirketlere göre veya daha yüksek bir finansal kaldıraç oranına sahip şirketin diğer şirketlere kıyasla daha yüksek beta katsayısına sahip olacağı açıktır (Sipahi ve diğerleri, 2011: 58). Bu çalışmada, anılan tüm bu değişkenlerden kaynaklanan beta türlerine değinilmeyerek, izleyen bölümlerde yapılacak değerlendirme ve analiz uygulaması için finansal riskin ortaya daha sağlıklı biçimde ortaya konması amacıyla, “*finansal kaldıraç betası (kaldıraçlı beta)*” incelemeye konu alınmıştır.

Finansal kaldıraç betası yada kaldıraçlı beta (β_L),

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1-t) (D_m/ E_m)]$$

(6)

şeklinde hesaplanmaktadır. Formülasyonda (β_U) kaldıraçsız betayı, (t) kurumsal vergi oranını, (D_m/ E_m) ise şirketin borçlarının piyasa değerinin özkaynakların piyasa değerine oranını ifade etmektedir. Alfa Finans Hizmetleri A.Ş.’nin kurumlar vergisi oranının % 30, 2009-2014 arasındaki son beş yıllık dönemdeki tarihsel betasının 0,85

ve firma borçlarının piyasa değerinin özkaynakların piyasa değerine oranının ise % 20 olduğu varsayımı altında şirketin kaldıraçsız betası,

$$\text{Kaldıraçlı Beta} = \text{Kaldıraçsız Beta} [1 + (1-t) (D_m / E_m)]$$

$$0,85 = \text{Kaldıraçsız Beta} [1 + (1-0,30) (0,20)] = 0,85 \times 1,14 = 0,7456$$

olacaktır.

Betalar, anılan örnek dışında sektörler bazında da hesaplanabilmekte, şirketler arasındaki riskliliği karşılaştırmaya da olanak sağlamaktadır.

3.2.5. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Bilindiği üzere, bir şirket temelde özsermaye ve borçlanma olmak üzere iki ana fon kaynağıyla bilançosunu ve faaliyetlerini finanse etmektedir. Ayrıca, bazı şirketler nezdinde imtiyazlı hisse senedi verilmek suretiyle de şirkete fon sağlanması yoluna gidildiğine sıklıkla rastlanmaktadır. Bu bağlamda, Feldman (2005) ve Öztürk (2009), “ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden” (weighted average cost of capital, WACC) denildiğinde, en basit anlatımla, bu fon kaynaklarının ortalama maliyetinin anlaşılması gerektiğini vurgulamaktadır.

Sermayenin ortalama maliyeti, en basit anlatımla,

$$k_{wacc} = w_d \times k_d \times (1 - T) + (w_e \times k_e) + (w_{pe} \times k_{pe})$$

(7)

olarak hesaplanmaktadır. Burada (k_{wacc}) şirketin ortalama sermaye maliyetini, (w_d) borçların toplam sermaye içerisindeki görece ağırlığını, (k_d) borçların maliyetini, (t) kurumsal vergi oranını, ($w_e \times k_e$) imtiyazlı hisse senetlerinin toplam sermaye içerisindeki ağırlığıyla bu hisselerin toplam maliyetinin çarpımını, ($w_{pe} \times k_{pe}$) ise toplam sermaye içerisindeki alıkonulan karların maliyeti ile bu karların toplam sermaye içerisindeki ağırlığının çarpımını ifade etmektedir.

Hesaplama yönteminden de anlaşılacağı gibi, WACC yöntemi, hesaplama dahil kalemlerin defter değeri yada piyasa ağırlıklarına önem vermektedir. Chambers (2009) ve Öztürk (2009)'ün de vurguladığı gibi, literatürde defter değerinden ziyade piyasa değerinin esas alınmasını savunan görüşler olmakla birlikte, piyasa değerine ulaşamadığı durumlarda defter değerine önem verilmesini savunan yazarlar da bulunmaktadır. Bahse konu entelektüel tartışmanın esasen, defter değerinin güçsüzlüğünü ortaya koyduğu söylenebilse de; özellikle yatırım yapılan (hisseleri borsaya kote) şirketler için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında piyasa değerinin daha fazla kabul görmesi, menkul kıymetlerin rayiç (piyasa) değerleri

üzerinden işlem görmesi nedeniyle daha mantıklı bir temele oturmaktadır. Bunun yanı sıra, anılan hesaplamalarda borcun piyasa değerine ulaşılabilmesi de karşılaşılabilecek diğer bir zorluk olmaktadır. Uygulamada, borcun piyasa değeri, borcun piyasada işlem gören bir tahvil gibi varsayılarak iç verim oranı (IRR) üzerinden defter değerinin bugüne indirgenmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

Değınilen bu hususlar, analistlere ve yatırımcılara, bir şirketin sermayesinin ağırlıklı maliyetinin hesaplarken, şirket için gereken optimal sermaye kompozisyonu başka bir deyişle uygulanması gereken sermaye bütçelemesi hakkında da önemli bilgiler sağlamaktadır.

3.3.Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri

Literatürde, geleneksel ve modern şirket değerlendirme yöntemlerinin yanı sıra, bunların dışında da yaygın bir şekilde başvuru alan bazı metotlar bulunmaktadır. Bu yöntemler, ekonomik katma değer (economic value added-EVA) ve yatırımın nakit akım karlılığı (cash flow return on investment-CFROI) olarak iki bloğa ayrılmaktadır.

3.3.1.Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Değerin Yönetimi

1990'lı yıllarla beraber Stewart and Stern (Amerikalı danışmanlık şirketi Stewart&Stern'in kurucuları) tarafından öğretilen ekonomik katma değer kavramı, firmanın sermaye getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkı ifade

etmektedir. Anılan fark, aslında, şirkete konan her birim sermayenin ekonomik anlamda kar yaratma kapasitesini ortaya koymaktadır. EVA, Öztürk (2009)'ün tam ifadesiyle “şirketin sermaye maliyetini aşan kazançtır ki bu kazanç da hisse senetleri sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren bir ölçüdür” (Öztürk, 2009: 165).

Bir şirket için, gerçekleştirdiği faaliyetlerden sermaye maliyetinin ötesinde kar edememek, şüphesizdir ki, firmanın esasen zarar ettiği apaçık göstergesidir. Böyle bir durumun proaktif biçimde tespiti, görünürde kar elde etmesine karşın aslında zarar eden firmaların görünür karları nedeniyle fazla vergi ödemesinin önüne geçilmesinin yanı sıra, işletme içerisinde yönetimin doğru bilgilendirilmesi açısından kritik bir işlev sağlamaktadır. EVA'nın oluşması, başka bir ifadeyle şirket tarafından gelir yaratılması firma pay sahiplerinin sermaye tutarlarının da artması/değerlenmesi (valued shareholder stock) anlamına gelmektedir. İktisat öğretisinde “artık kar” olarak tanımlanan bu olgu, finansa “ekonomik katma değer (EVA)” şeklinde yansımıştır. EVA yaklaşımı ile birlikte, sermayedara, maruz kaldığı riski yüklenmelerini mümkün kılacak, başka bir deyişle telafi edecek bir risk bandı üzerinden işi fiyatlama olanağı sağlanmış olmaktadır (Gürbüz ve Ergincan: 250-252). Anılan bakış çerçevesinde, EVA, vergi sonrası net faaliyet karından ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin toplam sermaye ile çarpımının düşülmesi yoluyla,

$$EVA = NOPAT - (WACC \times TC)$$

(8)

hesaplanmaktadır.

Bu çerçevede, EVA, bir şirketin “yarattığı veya kaybettiği değer in dönemsel olarak bir yıllık tutarıdır” (Brealey vd. , 2011: 298; Chambers, 2009: 28). Ekonomik katma değer, aşağıdaki gibi gösterilebilir (Sipahi vd., 2011: 130).

Tablo 2 Ekonomik Katma Değerin (EVA) Kompozisyonu

Net Satışlar
Satışların Maliyeti (-)
Faaliyet Giderleri (-)
Faaliyet Karı (FVÖK-EBIT)
Ödenecek Vergi (-)
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax-NOPAT)
Sermaye Giderleri (Toplam Sermaye x Sermaye Maliyeti) (-)
Ekonomik Katma Değer

Tablodan da görüleceği üzere, EVA vergi sonrası faaliyet karından toplam sermaye maliyetinin çıkarılması sonucunda elde edilen fark olup bu farkın pozitif gerçekleşmesi şirketin değerini artırırken, negatif fark şirket değerini azaltmaktadır (Öztürk, 2009: 166; Sipahi vd., 2011: 131).

Stewart ve Stern, EVA hesabında, GAAP (General Accepted Accounting Principles) çerçevesinde bazı muhasebe düzeltmelerine/performans ölçütlerine ihtiyaç duyulduğunu savunmuştur. Dikkate değer düzeltmelerden/performans kriterlerinden bazıları,

- Stokların maliyeti ve değerlemesi,
- Araştırma ve geliştirme giderlerinin sermayeye dönüştürülmesi ve amortize edilmesi,
- Çevreye ve güvenliğe dönük yatırımlara hız verilmesi,
- Uzun dönemde kazanç elde etmeye ve bunu sürdürmeye yönelik yatırım harcamaları,
- Şirketlerin faaliyet konusuna yada içsel durumlarına göre değişen diğer *sui generis* çözüm önerileri,
- Performans anlamında az gelir getirici faaliyetlerin kısılarak sermayenin etkisiz kullanımının önüne geçilmesi

olarak özetlenebilir.. Gürbüz ve Erginca'nın (2004: 251) göre; 164 noktada sıralanan bu önlem paketi her bir firmada fiziken bir arada bulunması mümkün olmayan bir çözüm paketi niteliğindedir.

Temelde, EVA yöntemiyle amaçlanan, muhasebesel olarak dikkate alınmayan "öz kaynak maliyeti" olgusunu şirket finansal performansının asli bir ögesi haline

getirerek indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle aynı paydaya oturan ve piyasa değerine oldukça yakın (veya piyasa değeriyle eş yönlü) bir yaklaşımı şirketin cari durumuna yansıtmaktır. Böylelikle yatırımların izleyen dönemde şirket finansal performansına (kâra) sağlayacağı katkı ve piyasada karşılığını bulan “firma piyasa değeri” güçlü bir nedensellik temeline oturtulmaktadır (Koller vd., 2010: 85-89).

Bununla birlikte, EVA yaklaşımı, esas aldığı değişkenler nedeniyle kısıtlı bir zaman dilimine (genellikle bir yıllık cari dönem) sıkışmaktadır. Chambers (2009)’a göre, bu yaklaşım ayrıca, bazı ani ve stratejik gelişmeleri dikkate alamaması, bu şekilde ortaya çıkabilecek değer artışlarını yansıtamaması ve teknoloji, start-up yada bilgiye dayalı sektörlerde hizmet vererek kişi sermayesini merkezine alan firmalar için engel oluşturması nedenleriyle bazı güçlükleri de bünyesinde barındırmaktadır (Chambers, 2009: 31).

Bu bağlamda, EVA’nın uygulamaya dönük çıktıları, şirketler bazında farklı şekillerde ve büyüklüklerde gerçekleşebilmektedir. Ancak, EVA’nın pratik yansımalarının benzer şekillerde ve hacimlerde oluşabilmesi, firmaların yönetsel kapasitelerinin yakınsaması (convergence) ile doğrudan ilintilidir. Şirket yönetiminin bu konudaki kararlılığı, başka bir ifadeyle sermayenin yarattığı artık kar konusundaki hassasiyeti, artık değer yaratma kabiliyetinin önemli bir parçası olmakla birlikte, bu sonucun gerçekleşeceğinin de kesin bir teminatı değildir. Ancak bu yaklaşımın üst

yönetimce benimsenmesi, yönetimi ve genel anlamda şirketi “artık değer” yaratma konusunda motive etmiş olacaktır (Chambers, 2009: 36-37).

Sonuç olarak EVA yaklaşımı, sermaye getirisi ve diğer finansal rasyolar bağlamında oldukça inovatif bir değişimi göstermektedir. Bununla beraber, sözelimi net bugünkü değer analizinin geleceğe dönük nakit akımlarını yıllar bazında modellemeye dahil etmesi gibi bazı avantajlara, EVA metodolojisi sahip bulunmamaktadır. Brealey vd. (2011)’ne göre, EVA’nın firma yönetimince öncül bir yaklaşım olarak kabullenilmesi, dar görüşlü ve bugüne odaklanan bir performans skalasından şirketi kurtararak dinamizm kazandırabilir (Brealey vd., 2011: 300-301).

3.3.2.Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI)

Ekonomik katma değer (EVA) yöntemine farklı bir seçenek olarak şekillenen yatırımın nakit karlılığı (cash flow return on investment-CFROI), en öz haliyle, yapılacak yatırımın reel nakit akışlarından hareketle ölçülen mevcut yatırımların iç veriminin metamatiksel ifadesidir.

Bilindiği üzere, serbest nakit akışları ($FCFF_{n+1}$), ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_c) ve sermaye büyüme oranı (g_n)bilinen bir şirketin değeri,

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{FCFF_{n+1}}{k_c - g_n}$$

(9)

şeklinde hesaplanmaktadır. Literatürün önde gelen isimlerinden Damodaran (2002)'a göre, CFROI, şirket değeri hesaplamalarında, nakit akım karlılığı esas alınarak

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{[(CFROI \times GI - DA) (1-t) - (CX - DA) - \Delta WC]}{k_c - g_n}$$

(10)

biçiminde de formüle edilebilir (Damodaran, 2002: 880-882).

Anılan formülasyon kapsamında, CFROI modelinin temel bileşenleri;

- Toplam yatırım,
- Varlıkların beklenen ömrü
- Yıllık nakit akımı
- Beklenen ömrün tamamlanmasının ardından elde edilecek hurda değer

şeklindedir (Sipahi vd., 2011: 138; Öztürk, 2009: 174). Görüleceği gibi, iç verim oranı (IRR) üzerinden bir hesaplama, CFROI değerine ulaşmak için zorunlu bir önkoşuldur.

Şüphesiz ki, CFROI bazı yakınsamalar ve öngörüler sunsa da, bütünüyle gerçekçi bir sonuç ortaya koyamamaktadır.

Söz konusu şekil perspektifinde, CFROI modelini daha açık ortaya koymak için bir örnek kurgulanmıştır. Andromeda Finansman Hizmetleri A.Ş.'nin 2014 yılsonu itibarıyla görünümü şu şekildedir: Şirketin nakit akım karlılığı % 20, toplam (brüt) yatırımı (GI) 400 milyon TL, birikmiş amortismanı (DA) 21 milyon TL, sermaye harcamaları (CX) ise ortalama 30 milyon TL'dir. Firmanın yüksek likiditesi nedeniyle herhangi bir finansal borcunun bulunmadığı varsayılmıştır. 2014 yılsonu için, büyüme oranının (t) % 4 olarak gerçekleştiği bilinmektedir. Anılan yıl için kurumlar vergisi oranı, % 25 olup ilave net işletme sermayesine ihtiyaç bulunmadığı ($\Delta WC = 0$) öngörülmekte olup ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_c) % 9 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede;

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{[(CFROI \times GI - DA) (1-t) - (CX - DA) - \Delta WC]}{k_c - g_n}$$

formülünden Andromeda Finansal Hizmetler A.Ş.'nin değeri,

$$\text{ŞD} = \frac{[(0,15) \times 400.000.000 - 21.000.000] (1 - 0,25) - (30.000.000 - 21.000.000 - 0)}{0,09 - 0,04}$$

Şirket Değeri= 20.250.000 TL

olacaktır.

Anılan hesaplardan da anlaşılacağı gibi, CFROI yıllık bazda hesaplanmakta, parasal bir değeri ifade etmekten öte bir oran olarak fonksiyon yüklenmektedir. Gitman ve Zutter (2012)'e göre CFROI modeli ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemini (DCF) anımsatmakla birlikte, uygulamada her iki metotla yapılan hesaplamalarda sapmaların yaşandığı da sıklıkla gözlenmektedir (Gitman ve Zutter, 2012: 430; Öztürk, 2009: 175).

CFROI modelinde, CFROI'nin artmasına karşın şirket değerinin gerilediğı senaryolara da rastlanabilmektedir. Bu durumun yaşanmasında, formülasyonda etkili olan brüt yatırım tutarının azalması, öngörülen büyüme projeksiyonundan geri adım atılması, risk algısı yada koşullarındaki dalgalanmalar gibi bazı unsurlar etkili olmaktadır. Firmalar, bu yöntemle göre hesaplanan şirket değerini, veri bir brüt yatırım düzeyinde CFROI'yi artırarak yada CFROI'nin reel sermaye maliyetine kıyasla daha hızlı büyümesini sürdürülebilir kılarak artırabilirler (Damodaran, 2002: 882-883).

3.3.Değerlemenin Göreceliği: Piyasa Değeri İle İlişkili Değerleme Yöntemleri

Piyasa değeri yaklaşımı, en basit anlatımla, değerlemeye tabi şirketin benzer nitelikteki diğer şirketlerle karşılaştırma yapılmak suretiyle firma değerinin tespit edilmesini sağlayan bir bakış açısını ifade etmektedir. Chambers (2009)'ın da vurguladığı üzere, firma nezdindeki değerlendirilecek varlıkların eşdeğerlerinin piyasa fiyatları, firma varlıklarının ve toplamda şirket değerinin tespitinde makul bir gösterge olarak değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan değerlemeye tabi tutulacak varlıkların salt piyasa fiyatlarını gösterge almak piyasa değeri yaklaşımınca arzu edilen bir durum değildir. Söz konusu varlık fiyatlarının standartlaştırılması, bu standart değerlerin de fonksiyonel olarak fiyat çarpanları oluşturması bu yaklaşımın ana dinamiklerini oluşturmaktadır.

Anılan fiyat çarpanlarına, fiyatı önceden belirlenmiş (borsaya kote olan) bir şirket için toplam firma değerinin yada beher hisse başına şirket fiyatının, anılan şirketin sahip olduğu ekonomik büyüklüğe bölünmesiyle ulaşılmaktadır (Chambers, 2009: 201). Şüphesiz ki, bu çarpanların elde edilmesi tek başına yeterli değildir, değerlemeye tabi tutulacak şirkete benzer nitelikte (tercihen aynı sektör veya işleyiş dinamiklerine sahip) firmaların tespiti de önem taşımaktadır. Bu adımların izlenmesinin ardından değeri tespit edilen şirketin seçilen belirli bir varlık kalemi ile

hesaplanan piyasa çarpanlarının ortalaması çarpılmak suretiyle toplam Şirket değeri veya istenirse Şirket paylarının temsil ettiği toplam değer elde edilmektedir.

Belirtilen metodoloji, piyasa değeri yaklaşımının uygulanabileceği alanları ve bu yaklaşımın hitap ettiği kitleyi de sınırlamaktadır. Nitekim piyasa değeri yaklaşımı; piyasada fiyatlanabilen (parasal bir karşılığı bulunan), ortak bileŐenlere sahip oldukça çeşitli varlıkların yer aldığı piyasalar için uygulama olanağı taşımaktadır. Öte yandan yatırım sahipleri açısından, bu yaklaşım, hedef alınan gösterge etrafında analize yatkın, dar bir zaman dönemine yönelik bir karakteristik göstermektedir. Bu özelliği ile, piyasa değeri yaklaşımı oldukça geniş bir uygulama alanı bulmuŐtur. Sektör bazındaki değerlendirmeler için iŐlevsel olsa da, finansal oranlar, Şirketin izleyen dönemdeki büyüme projeksiyonları, finansal performans üretme kabiliyeti, net bugünkü değer (paranın zaman değeri) gibi çok önemli deęiŐkenleri dikkate almadığından piyasa değeri yaklaşımı bazı ciddi kısıtları barındırmaktadır. Buna karşın, bu yaklaşımın diğer yöntemleri ve yaklaşımları destekleyen bir bakış açısı olarak dikkate alınmasının da faydalı olacağı açıktır.

3.3.1. Standartlaştırılan Değerler ve Değerleme arpanları

Bilindiği üzere, piyasa sisteminde çok sayıda homojen yada heterojen varlık farklı fiyat düzeyleri üzerinden işlem görmektedir. Özellikle homojen (yakınlaŐtırılabilir/benzeŐtirilebilir) varlıkların birlikte ele alındığı durumlarda bu

varlıkların karşılıklı olarak değerlendirilebilmesini teminen bazı göstergelere ihtiyaç duyulmuştur. Finans literatüründe piyasa değeri/defter değeri oranı (P/B) ve fiyat/kazanç oranı (P/E) olarak iki temel bloğa ayrılan bu yaklaşımlar, bütüncü bir bakış sağlamakla beraber farklı değer ve göstergelerle de ilişki taşımaktadır.

3.3.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B yada PD/DD) Oranı Yöntemi

Temel olarak, bir şirkete yapılan yatırımın her bir biriminin bugünkü değerinin katlanılan maliyetle ilişkisini ifade eden P/B oranı, firmanın pay sahiplerine değer yaratıp yaratmadığının tespitinde önemli bir göstergedir. Bu açıdan P/B oranı, P_t hisse senedinin t dönemdeki piyasa fiyatını, B_t ise şirketin t dönemindeki defter değerini temsil etmek üzere,

$$P/B = P_t / B_t$$

(11)

olarak formüle edilebilir. Unutulmaması gereken husus, şirketin defter değerinin; şirket varlıklarının defter değerinden şirket borçlarının defter değerinin düşülmesi sonucunda elde edilen tutar yani şirketin özkaynaklarının toplam kayıtlı değerini ifade etmesidir (Sipahi vd. 2011: 106).

P/B oranının sermaye getirisi (ROE) ile ilişkisi, ROE'deki artış yada azalışların iki katmanlı bir etki taşımasını sağlamaktadır. İlk düzlemde ROE'deki herhangi bir düşüş gelirlerdeki yada beklenen ödeme oranındaki büyümeyi yavaşlatarak dolaylı olarak, ikinci düzlemde ise direkt olarak P/B oranını etkilemektedir (Damodaran, 2002: 748).

Anılan oranın anlaşılması için “Alfa Yer Hizmetleri A.Ş.” isimli bir şirket kurgulanmıştır. Şirketin P/B rasyosunu hesaplamak için her bir hisse başına düşen defter değerine ihtiyaç bulunmaktadır. 1.000.000 adet hissesi bulunan şirketin söz konusu hisselerinin toplam değeri 4.8 milyon TL'dir. Bu açıdan beher hisse başına defter değeri (formülün paydası) 4.8 TL olacaktır. Şirketin hisse başına piyasa fiyatının 5.6 TL olduğu biliniyorsa,

$$P/B = 5.6/4.8 = 1,16$$

olacaktır. Bu oran, yatırımcıların her 1 TL defter değerli Alfa Yer Hizmetleri A.Ş. hissesi için halihazırda 1,16 TL ödediklerini göstermektedir. Bu bağlamda, izleyen dönemde kar elde etmesi beklenen şirket hisselerinin, görece daha kötü firmaların hisse değerlerine kıyasla daha yüksek P/B oranlarına sahip olduğu da söylenebilir. Dolayısıyla Alfa Yer Hizmetleri A.Ş., bu örnekte, gelecek vadeden bir görünüm taşımakta olup yatırımcılar firmanın hisse senetlerine oldukça yüksek P/B oranını öderken şirketin yüksek getiri elde edeceğini öngörmektedir.

Anılan formül çerçevesinde, P/B oranı, izleyen dönemde öngörülen normal dışı karın (yada başka bir ifadeyle ROE ile r farkı) ve defter değerinin artışıyla ilişkilidir. İzleyen dönemde normal dışı kar beklentisi bulunmuyorsa P/B oranı 1'e eşit olacaktır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 187).

P/B oranı, muhasebenin ön kabulleriyle şekillenen varlıkların ve yükümlülüklerin net defter değeri kavramından oldukça farklı bir konuma oturmaktadır. Zira özellikle varlıklar, elde edilme fiyatından (asıl fiyat) şirket kayıtlarına yansıtıldığından, varlığın gelir yaratma kapasitesi değiştikçe varlık net defter değeri önemli ölçüde dalgalanabilmektedir. P/B oranı ise bu değişkenlikten/volatiliteden uzaktır. Çok sayıda yatırımcı P/B oranını uygulamaya elverişli olarak görmektedir. Bu bakış açısının arkasında, oranın firmalar arasında karşılaştırma yapmak suretiyle değerinin altında yada üstünde değerlendirilen şirketlere ilişkin sinyaller vermesinin yanı sıra, zarar eden firmalarda da bu oranının kullanılması ve P/B oranının görece daha stabil bir gösterge niteliği taşıması da etkilidir (Damodaran, 2002: 726).

Diğer taraftan, defter değerinin şirketin muhasebe politikalarından doğrudan etkilenmesi, ülkeler veya sektörler arasındaki farklı muhasebe politikalarının defter değerleri üzerinden karşılaştırma olanağını daraltmakta, böylelikle P/B oranının en büyük dezavantajını oluşturmaktadır. Ayrıca, teknoloji şirketleri, start-up firmaları,

özelliikli hizmet şirketleri gibi firma örneklerinde, anılan firmaların sahip oldukları kırılıgan varlıklar nedeniyle “defter değeri” çok fazla anlam ifade etmeyebilmektedir.

3.3.3. Fiyat/Kazanç (P/E) Oranı Yöntemi

Basit anlamda, fiyat/kazanç oranı, bir işletmenin net karını, o işletmenin hisse senetlerine ilişkilendirmektedir. Dağıtılan kardan öte karın bizzat kendisini bakış açısının temeline yerleştiren yöntem, kurduğu bu korelasyonla fiyat/kazanç oranını şirketin değerinin tespitinde güçlü bir enstrüman olarak modellemektedir (Gitman ve Zutter, 2012: 83).

Anılan rasyo, yatırımcının, vergi sonrası hisse başına düşen her bir birim kar için katlanmayı kabul ettiği ödeme tutarını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, fiyat/kazanç oranı, hisse senedi için ödenen tutarın, (vergi sonrası) hisse başına elde edilen kazancın kaç misli olduğunu özetleyen bir göstergedir (Chambers, 2009: 217). Bu çerçevede, fiyat/kazanç (P/E) oranı,

$$P/E = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

(12)

şeklinde ifade edilmektedir. Anılan formülasyon, vurguladığı hususlar bağlamında, fiyat/kazanç oranının indirgeme (kapitalizasyon) oranının matematiksel olarak tersine eşit olduğunu da ortaya koymaktadır. Dolayısıyla piyasadaki her bir yatırımcı için,

yatırımcıların öz kaynak yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri oranı (r) ne denli yüksek ise, fiyat kazanç oranı da o denli düşük gerçekleşmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s.173). Bu bağlamda, sözgelimi borsaya kote “A Şirketi” hisse senedi için yatırımcının getiri beklentisi % 25 ise A Şirketi hisse senedinin P/E oranı,

$$P/E=1/r=1/0,25=4$$

olacaktır. Şirketin faaliyette bulunduğu sektörün fiyat/kazanç oranı ortalaması ise, şirketin hisse senedi fiyatının, şirketin hisse başına kar tutarına bölünmesiyle elde edilmektedir (Öztürk, 2009: 114-115).

Bunun yanı sıra, P/E oranı kullanılarak bir şirketin değeri,

$$\text{ŞD} = (\text{Cari D. H. Başına Kar}) \times (\text{Sektör P/E Or. Medyanı}) \times (\text{Nominal Sermaye})$$

(13)

olarak da hesaplanabilmektedir (Sipahi vd., 2011: 102).

Bu doğrultuda, fiyat/kazanç oranı, yatırım yapılması düşünülen şirketin karına ilişkin olarak gelecek dönemde gerçekleşmesi öngörülen büyüme oranıyla birlikte önemli bir gösterge niteliğine sahip olmaktadır. Bir şirketin karında izleyen dönemde beklenen kar artışı (kârdaki artış beklentisi), yatırımcıyı söz konusu şirketin kar artışı

için ödenecek tutarı yani beher hisse senedi bedelini de artıracaktır (Sahoo ve Rajib, 2013: 30-31). Fiyat/kazanç oranı ile şirket karındaki beklenen büyüme oranındaki bu korelasyon, büyüme kapasitesi yüksek olan şirketler için yatırım fırsatlarının artacağına öngörülmesine olanak sağlamaktadır (Chambers, 2009: 218). Bu açıdan beklenen büyüme oranına ek olarak finansal kaldıraç oranı, değerlendirilen şirketin temettü politikası, şirketin idari kapasitesi gibi çok sayıda faktör, bir şirketin fiyat/kazanç oranını ciddi ölçüde etkileyebilmektedir. Bu bağlamda fiyat/kazanç oranı, temettü ödeme oranı ve büyüme oranının doğrusal ve artan bir fonksiyonudur (Sipahi vd., 2011: 99-100).

Literatürde, ele alınan şirket için hesaplanan fiyat/kazanç oranı, şirketin son bir yıllık güncel hisse başına kar tutarını esas alması nedeniyle “cari” fiyat/kazanç oranı, izleyen (gelecek) bir yıllık döneme ilişkin projeksiyonlar sonucundaki hisse başına kar tutarını temel alıyorsa “forward veya beklenen cari” fiyat/kazanç oranı şeklinde isimlendirilmektedir (Sipahi vd., 2011: 98). Anılan tüm unsurlar dikkate alındığında, fiyat/kazanç oranının firma değerlemesinde kullanılabilmesi için, borsaya kote ve karşılaştırılabilir (homojen) şirketlerin bulunmasının bir önkoşul olduğu söylenebilir. Başka bir ifadeyle, söz konusu yöntem ancak “karşılaştırılabilir” firmalardan oluşan bir örneklem grubu için en etkin biçimde uygulanabilir. Bu açıdan, değerlemeye konu firmaların faaliyet alanları, kendi sektörleri ve alt sektörleriyle ilişkileri gibi anılan şirketleri birbirine yakınsayan ölçütlerin aranmasında fayda bulunmaktadır.

Anılan yönleriyle fiyat/kazanç oranı; ülke, sektör ve zaman serileri bazında karşılaştırmaya imkan sağlayan önemli bir değerlendirme yöntemidir. Piyasa aktörleri bu oranı uluslararası yatırım işlemlerinde de önemli bir indikatör olarak algılamaktadır. Hatta bazı piyasa analistlerince ortalamanın üstünde bir fiyat/kazanç oranına sahip bir işletme “değerinin üstünde” (overvalued) kabul edilmektedir. Bu çerçevede, fiyat/kazanç oranının güçlü yanları; karşılaştırmaya elverişli olması, oldukça arı bir veri tabanına dayanması, büyüme oranı-yönetim kapasitesi-kar payı ödeme politikası gibi şirkete ilişkin çok sayıda indikatörü ele almaya gerek kalmaksızın hesaplamaya imkan vermesi olarak özetlenebilir. Fiyat/kazanç oranının olması gereken F/K oranını göstermesi, zarar eğilimi gösteren şirketlerde uygulanamaması, şirketlerin net karı hesaplamada farklı yöntemler kullanabilmesi nedeniyle her koşulda gerçeği yansıtmaması gibi unsurlar ise fiyat/kazanç oranının dezavantajları olarak değerlendirilmektedir (Sipahi vd., 2009: 101).

Öte yandan, fiyat/kazanç oranının, işleyişi mantığı sebebiyle hisse senedinin getirisini öngörebilmesi, bu oranın bir yatırım stratejisi olarak kullanılabilmesine zemin hazırlamaktadır. Nitekim Aydoğan ve Güney’in çalışmasında (Aydoğan ve Güney, 1997: 92-95), anılan korelasyonu kontrol amacıyla yapılan testlerde (eski adıyla) İMKB verileri üzerinden F/K oranının hisse senedi getirilerine ilişkin elde edilen çıktılar, olumlu sonuçlar verdiğine dikkat çekilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPRİK ÇERÇEVE: Örnek Uygulama

4.1.Genel bakış: Banka Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Unsurlar

Bankalar, en basit anlamda, “para” alım-satımının ve bu faaliyeti destekleyen diğer etkinliklerin ticaretini yapan finansal kuruluşlardır. Bu çerçevede, mevduat/katılım fonu toplamak yada borçlanmak suretiyle fon havuzu oluşturan bankalar, kaynaklarını krediler ve menkul kıymetler başta olmak üzere aktif kalemlere plase etmektedir. Anılan döngü, bankaların doğası itibarıyla yüksek kaldıraçlı bir ticari faaliyet yürütmelerini ve görece yüksek karlılık hedefi (ve baskısı) altında çalışmalarını sağlamaktadır.

Fon arz edenlerden elde ettikleri kaynakları fon talep edenlere aktarırken, “likidite riski”, “vade riski”, “faiz oranı riski”, “kur riski” ve “operasyonel risk” gibi çok sayıda tehlikeye maruz kalan bankalar, aynı zamanda fon transferi yaptıkları

müşterilerine verdikleri “kredilerin geri ödenmeme riskini (default risk)” de üstlenmektedir. Öte yandan, banka pay sahipleri de asgari sermaye yükümlülükleri, sektörün sağlıklı işlemesi amacıyla düzenleyici otoritenin koyduğu regülasyonlar ve agresif bir rekabetçi piyasa gibi çok sayıda unsuru dikkate almak zorunda kalmaktadır.

Tüm bu yükümlülükler, diğer şirketlere kıyasla, bankaları “karlılık” ve “sürdürülebilirlik” çerçevesinde ciddi ve kararlı bir risk yönetimi anlayışında faaliyet göstermeye yönelmektedir. Bu bağlamda, riskin yönetimi, faaliyetlerin optimal ve etkin bir düzeyde sürdürülmesi, gerçekleştirilebilir hedefler doğrultusunda büyüme oranının ve pazar payının artırılması gibi amaçlar bankalarda ciddi bir operasyon gücünü, kaliteli bir insan kaynağını beraberinde getirmektedir. Söz konusu enstrümanlar, bankalara diğer şirketlere kıyasla yüksek bir marka değeri yaratmaktadır.

Böylesine içiçe geçmiş bir yapıda etkinlik gösteren bankaların değerlendirilmesi, önem taşıyan bazı unsurları da beraberinde getirmektedir. Sarıoğlu ve Bozacı (2013)’nın da öngörülerini ışığında bu unsurlar şu şekilde özetlenebilir.

- ❖ Bankalar, paranın ticaretiyle uğraştıklarından, diğer şirketlere kıyasla nakit akımlarının indirgenmesi ve nakit yaratan bilanço kalemlerinin dikkate alınması önem taşımaktadır. Anılan durum gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesini, ilaveten özkaynaklara nakit akışlarının bugüne

indirgenmesini gerekli kılmaktadır. Literatürün önde gelen ismi Damodaran (2002) da, finansal şirketlerin değerlemesinde elde edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinin ve tüm yönleriyle birlikte “sermayenin” görece daha fazla dikkate alınmasını savunmaktadır (Damodaran, 2002: 806-808).

- ❖ Bankalar doğaları itibarıyla diğer şirketlere kıyasla farklı bir fonlama ve bilanço yapısına sahip olduklarından, alışılmış varlık ve yükümlülük algısının çok dışında bileşenleri finansal tablolarında barındırmaktadır.
- ❖ Mevduat toplamak ve diğer fon arz edenlerden sendikasyon, tahvil/bono ve diğer para piyasası araçlarıyla fon sağlamak, banka bilançolarını uzun vadeli kaynaklarla kısa vadeli varlıkları (kredi ve menkul kıymet cüzdanı) finanse etmeye zorlamaktadır. Anılan açmaz bankaları “vade uyumsuzluğu (maturity-duration mismatch)” ile karşı karşıya bırakmaktadır (Dermine, 2008: 1-2). Bu riskin yanı sıra, bankacılık uygulamasında sıkça karşılaşıldığı üzere, faiz oranındaki değişimler özellikle uzun vadeli kredilerin faizlerine gecikmeli yansırken mevduatın yaklaşık 70 gün civarındaki vade yapısı sebebiyle mevduat faizlerine daha hızlı empoze olabilmektedir. Sonuç olarak, faiz marjı (faiz gelirleri ile giderleri arasındaki net fark) banka mali tablolarında önemli bir baskı unsuru haline gelmektedir.

- ❖ Kullanılacak yöntemin saptanması da, banka değerlemesinde karşılaşılan diğer bir sorundur. Bankanın performans yapısı, faaliyet skalası ve finansal arkaplanı bilinmeksizin rassal bir metotla değerlendirme yapılması, elde edilen sonuçlar ve ulaşılan değerlendirmeler açısından kırılğan olacaktır (McCallum, 2009: 20).

4.2. Örnek Uygulama İçin Geliştirilen Temel Hipotezler ve İzlenen Metodoloji

Banka değerlendirme sürecinin ana işleyiş mantığı ve sahip olduğu zorluklara değinildikten sonra, gerçekleştirilecek örnek uygulama öncesinde, bu çalışmanın temel varsayımları ile örnek uygulama için izlenen yöntem izleyen paragraflarda ortaya konmaktadır.

4.2.1. Örnek Bankanın Seçimi

Çalışmada, önceki bölümlerde detaylarına ayrıntılı olarak yer verilen değerlendirme yöntemleri çerçevesinde örnek olarak seçilen bir bankanın güncel mali tabloları üzerinden şirket değerlemesinin yapılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Bu açıdan, inceleme sonuçlarının da kolayca anlaşılması amacıyla görece daha sade mali tablolara sahip ve halihazırda hisseleri borsada işlem gören dolayısıyla da beher hisse bakımından cari bir piyasa değerine sahip bir bankanın aranması yoluna gidilmiştir.

Bilindiği üzere, bankacılık sektörü özellikle son on yıllık dönemde oldukça ciddi bir ivme kazanmış, piyasanın regülasyonu ve güven algısının makul bir çerçevede seyretmesiyle sektörün aktif büyüklüğü giderek yükselmiştir. Anılan gelişim, özellikle yabancı yatırımcıların Türk bankaları üzerindeki ilgisini arttırarak banka satın almalarını yada yeni banka kurulma çalışmalarını hızlandırmıştır.

Son dönemde yaşanan bu pozitif gelişmelerde dikkat çeken bir oyuncu da, Tekstilbank A.Ş. (Tekstilbank)'dir. GSD Holding'in hakim ortak olduğu banka, 2015 yılının ilk yarısında toplam varlıklar ile piyasa değeri açısından dünyanın en büyük bankası olan Çinli Industrial and Commercial Bank of China Limited (ICBC)'ye satılmış, Nisan 2015'te Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) verdiği onay neticesinde satışı kesinleşmiştir. Banka'nın % 75,50 oranındaki hissesi, ICBC'ye yaklaşık 669 milyon TL'ye satılmıştır.

Tekstilbank'ın halihazırda borsaya kote olduğu ve hisselerinin 2014 yılsonu itibarıyla 1,88 TL'den işlem gördüğü bilinmektedir. Dolayısıyla, bahse konu banka için beher hisse başına cari bir piyasa değerin bulunduğu anlaşılmaktadır. Diğer taraftan, bankanın yakın zamanda geçirdiği satış süreci, %75,50'lik hissesi için araştırmacılara halihazırda rayiç bir piyasa değeri de sunmaktadır. Bu açıdan, örnek banka olarak Tekstilbank seçilmiştir.

4.2.2. Çalışmanın Dayandığı Temel Varsayım

Tekstilbank'ın "örnek banka" olarak seçilmesinin ardından, çalışmaya ilişkin ana hipotezin ortaya konmasına gerek duyulmuştur.

Tekstilbank ile birlikte, Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören çok sayıda bankanın hissesi bulunmaktadır. Bunun yanı sıra BIST-10 olarak da bankacılık sektörüne özgülenmiş bir endeks oluşturulmuştur.

Bu açıdan, çalışmanın dayandığı temel varsayım, global bazda bazı banka hisselerinin değerinin olması gereken değer altında (under-valued), bazılarının ise olması gereken değer üstünde (over-valued) işlem görebildiği, ele alınan her bir banka için beher hisse başına değer esasen o hisse başına düşen "gerçek (rayiç)" piyasa değerini ifade etmeyebileceğine dönük bakış açısıdır.

4.2.1. Çalışmanın İzlediği Metodoloji

Örnek olarak seçilen Tekstilbank'ın değerlemesine başlanmadan önce, bankanın faaliyet gösterdiği sektörün (bankacılık sektörünün) işleyiş dinamiklerinin detaylı bir şekilde algılanması, çıkış noktası olarak kabul edilmiştir. Bu çerçevede, Tekstilbank'ın finansal tabloları değerlendirme için kullanılacak data setinin temelini oluşturmaktadır.

İkinci adımda, Tekstilbank'ın izleyen dönemdeki faaliyetlerine ilişkin projeksiyonlar öngörölmeye çalışılmıştır. Bu noktada, bazı akademik ve teknik çalışmalardan destek alınmıştır.

Üçüncü aşamada ise Tekstilbank için uygun değerleme modeli belirlenmiştir. Pratikte, birden fazla değerleme metodunun kullanılarak ağırlıklı ortalamanın alınması yaklaşımı benimsendiğinden, çalışmada da benzer bir yol izlenmiştir. Literatürde, şirket değerleme uygulamalarında örnek olaylar bakımından daha anlaşılır bir yöntem bilim izleyen Sipahi vd. (2011) ile Chambers (2009)'un izlediği yollar esas alınarak örneklem bankanın mali tabloları üzerinden yapılan değerleme hesaplamaları ve sonuçları izleyen bölümde sunulmuştur.

4.3. Tekstilbank A.Ş.’nin Değerlemesi

Önceki bölümlerde detaylarına yer verilen seçimler, hipotez ve yöntem bilim kapsamında, borsaya kote Tekstilbank’ın 2014 yılsonu mali tabloları üzerinden şirket değeri;

- Şirkete olan serbest nakit akımları (FCFF) yaklaşımı,
- Ekonomik katma değer (EVA) yaklaşımı,
- Göreceli değerlendirme (piyasa çarpanları) yaklaşımı

çerçevesinde hesaplanacaktır.

Söz konusu finansal veriye dayalı olarak yapılan değerlendirme işleminde, bazı ön kabuller ortaya konmuştur. Bunlar sırasıyla,

- a. Değerleme işleminde dikkate alınacak kurumlar vergisi oranı % 20’dir.
- b. Özkaynak maliyetinin saptanması amacıyla, risksiz faiz oranı (risk-free interest) için, en güncel ihalesi yapılan altı ay vadeli devlet bonosunun faizi olan % 9,80 kabul edilmiştir.
- c. BDDK tarafından yıllık olarak hazırlanan “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler” isimli çalışmanın 5 no.lu sayısındaki projeksiyonlar esas alınarak, kredi genişlemesi ortalama % 35 (güçlü senaryo), ortalama sermaye büyümesi ise yıllık % 10 olarak kabul edilmiştir. GSYH

büyümesi, sonsuza kadar devam eden büyüme oranının bir indikatörü olarak % 2 öngörülmüştür.

- d. Bankanın dağıtılabilir kârının % 15'lik kısmını hissedarlarına temettü olarak dağıttığı kabul edilmiştir.
- e. Banka'nın şube altyapısını genişletmek stratejisi kapsamında, mevcut bilişim altyapısındaki bazı güncelleştirmeler için izleyen beş yıllık dönem içerisinde sırasıyla 2.800 bin TL, 2.600 bin TL, 2.100 TL 1.800 bin TL, 1.500 bin TL yatırım harcaması yapması beklenmektedir.
- f. Tekstilbank'ın kredi hacmini geliştirmek amacıyla 2014 yılında % 15 düzeyinde sendikasyon kredisi aldığı, izleyen beş yıllık dönem içerisinde (2015-2019) ise sırasıyla % 11, % 10, % 10, % 5, % 5 ve % 5 oranında yurtdışı kaynaklı sendikasyon kredisine ihtiyaç duyacağı ve ilave başka bir borçlanma aracı kullanmayacağı varsayılmıştır.
- g. BİST'in tarihi ortalama risk primi % 5 kabul edilmiştir.
- h. Bankanın satışı dikkate kapsamında ICBC'nin izleyen dönemde faaliyet hacmini geliştireceği, sermaye ve personel takviyesi yapacağı, daha hızlı ve etkin şekilde şubeleşerek bankanın operasyonel karlılığını yükseltmek isteyeceği beklenmektedir.

biçiminde sıralanabilir.

Tekstilbank'ın 2014 yılsonu özet bilançosu aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3 Tekstilbank 2014 Yılsonu Özet Bilançosu (Bin TL)

NAKİT DEĞERLER VE MERKEZ BANKASI	348.590
GERÇEĞE UYGUN DEĞER FARKI KAR/ZARAR'A YANSITILAN FV (Net)	13.225
BANKALAR	83.277
PARA PİYASALARINDAN ALACAKLAR	75.023
SATILMAYA HAZIR FİNANSAL VARLIKLAR (Net)	202.782
KREDİLER VE ALACAKLAR	2.798.723
BAĞLI ORTAKLIKLAR (Net)	25.000
MADDİ DURAN VARLIKLAR (Net)	26.752
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR (Net)	1.923
VERGİ VARLIĞI	3.831
DİĞER AKTİFLER	76.984
AKTİF TOPLAMI	3.656.110
MEVDUAT	2.509.013
ALIM SATIM AMAÇLI TÜREV FİNANSAL BORÇLAR	5.615
ALINAN KREDİLER	348.103
PARA PİYASALARINA BORÇLAR	64.359
MUHTELİF BORÇLAR	7.301
DİĞER YABANCI KAYNAKLAR	55.993
KARŞILIKLAR	42.523
VERGİ BORCU	7.071
ÖZKAYNAKLAR	616.132
<i>Dönem Net Kâr ve Zararı</i>	<i>12.516</i>
PASİF TOPLAMI	3.656.110

Bankanın aynı döneme ilişkin finansal performans tablosu ise izleyen sayfada özetlenmiştir.

Tablo 4 Tekstilbank A.Ş. 2014 Yılı Gelir Tablosu (Bin TL)

FAİZ GELİRLERİ (-)	339.804
FAİZ GİDERLERİ (-)	160.529
NET FAİZ GELİRİ	179.275
NET ÜCRET VE KOMİSYON GELİRLERİ	13.227
TEMETTÜ GELİRLERİ	1.294
TİCARİ KÂR / ZARAR (Net)	-32.904
DİĞER FAALİYET GELİRLERİ	20.970
FAALİYET GELİRLERİ/GİDERLERİ TOPLAMI (III+IV+V+VI+VII)	181.862
KREDİ VE DİĞER ALACAKLAR DEĞER DÜŞÜŞ KARŞILIĞI (-)	39.701
DİĞER FAALİYET GİDERLERİ (-)	127.015
NET FAALİYET KÂRI/ZARARI (VIII-IX-X)	15.146
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K/Z (XI+...+XIV)	15.146
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ KARŞILIĞI (±)	-2.630
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM NET K/Z (XV±XVI)	12.516
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI (XVII+XXII)	12.516
<i>Hisse Başına Kar / Zarar (Tam TL tutarı ile gösterilmiştir)</i>	<i>0,00298</i>

4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF) Yaklaşımı

DCF yöntemiyle yapılan değerlendirme sürecinde, öncelikle net işletme sermayesinde yaşanan değişimin ortaya konması gerekmektedir. Bu amaçla

Tekstilbank'ın 2013 ve 2014 yılsonu bilançolarından edinilen bilgiler kapsamında üretilen tablo aşağıda sunulmuştur.

Tablo 5 Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Bin TL)

	2013 GR	2014 GR
a. Dönen Varlıklar	3.222.507	3.014.730
b. Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar	526.309	506.890
c. Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.790.307	2.578.987
d. Finansal Borçlar	404.792	411.397
<i>Nakit Olmayan Net İşletme Sermayesi (a-b-c+d)</i>	<i>310.683</i>	<i>340.250</i>
Tekstilbank'ın Net İşl. Srm. Değişim (2014 İçin)	-	29.567

Anılan hesaplamaların rehberliğinde, net işletme sermayesindeki değişimin izleyen beş yıllık dönemdeki tahmini gelişimi ise aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 6 Net İşl. Srm. Değişim (Bin TL)

	2015 TH	2016 TH	2017 TH	2018 TH	2019 TH
Net İşl. Srm. Değişim	29.567	37.428	41.170	45.287	49.816
Net İşletme Sermayesi	374.275	411.703	452.873	498.160	547.976

Söz konusu kalemlerin tahmin edilmesinin ardından, şirkete olan serbest nakit akımlarının 2019 yılına dek öngörülmesi (FCFF₂₀₁₉) sağlanmıştır.

Tablo 7 FCFF₂₀₁₉ Hesaplanması (Bin TL)

	2015 TH	2016 TH	2017 TH	2018 TH	2019 TH
a. Net Faaliyet Kârı (+)	20.447	27.604	37.265	50.308	67.915
b. Ödenen Vergi (-)	2.207	2.980	4.023	5.431	7.331
c. İşletme Sermayesindeki Değişim (-)	29.567	37.428	41.170	45.287	49.816
d. Serm. Harcamaları (-)	2.800	2.600	2.100	1.800	1.500
(FCFF₂₀₁₉) (a-b-c-d)	-14.127	-15.404	-10.028	-2.210	9.268

Bir önceki sayfadaki tablodan da görüleceği gibi, banka, ancak 2019 yılıyla birlikte başabaş noktası yakalayarak kâra geçebilmektedir. Bir sonraki aşamada, Sipahi vd. (2011)'nin de vurguladığı üzere, borçlanma maliyeti, CAPM çerçevesindeki özsermaye maliyeti ve bankanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olan WACC değerlerine ulaşılmalıdır.

Bilindiği üzere, CAPM vergi sonrası borçlanma (tahvil) maliyetini (i_{at}), vergi öncesi tahvil maliyeti (i_d) ile birden vergi oranının çıkarılmasının bir fonksiyonu olarak [$i_{at} = i_d \times (1-t)$] tanımlamaktadır. Dolayısıyla,

$i_{at} = i_d \times (1-t)$ ise $i_{at} = 0,098 \times (1-0,20) = 0,0784$ başka bir ifadeyle $i_{at} = \%7,84$ olacaktır.

Aynı model uyarınca özsermaye maliyeti ise [$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$] şeklindeki formülle hesaplanmakta olup anılan formülde yer alan beta katsayısı finansal kaldıraç

betasını (kaldıraçlı betayı) ifade etmektedir. Bu nedenle kaldıraçsız beta, bankanın hedef borçlanma düzeyleri ve vergi oranı dikkate alınarak $\beta_L = \beta_U [1 + (1-t) (D_m/ E_m)]$ şeklinde hesaplanacaktır. Bloomberg terminalinden alınan bilgiler doğrultusunda, Tekstilbank’ın 2014 yılı kaldıraçsız (ham-raw) betası 0,61’dir. Anılan beta değeri görece düşüktür. Finans uygulamasında da sıklıkla karşılaşıldığı üzere, anılan beta değerinin dünyanın en büyük bankası olarak addedilen ICBC’nin almak istediği bir “yatırım fırsatı” bankanın güncel betasını temsil edemeyeceği açıktır. Bu nedenle bankanın bugüne kadarki son beş yıllık ham betaları (2010-2014) yine Bloomberg terminali yardımıyla hesaplanarak aritmetik ortalamaları alınmıştır. Söz konusu hesaplama sonucunda ulaşılan ham beta değeri 0,90’dır. Tekstilbank’ın izleyen dönemde kullanması beklenen sendikasyon kredisi hacmi de dikkate alınarak,

Tablo 8 Kaldıraçlı Betanın Hesaplanması

	2014 GR	2015 TH	2016 TH	2017 TH	2018 TH	2019 TH
Kaldıraçsız Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Hdf. Brç. Oranı	0,15	0,11	0,10	0,05	0,05	0,05
Vergi Oranı	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Kaldıraçlı Beta	1,008	0,97	0,97	0,93	0,93	0,93

Kaldıraçlı betanın hesaplanmasıyla birlikte özsermaye maliyeti ve ağırlıklı özsermaye maliyetinin saptanması giderek kolaylaşmaktadır. Bununla birlikte, uygulamada, bir banka hissesinin betasının, doğası gereği “kaldıraçlı” olarak kabul edildiği görülmektedir. Bu kapsamda, “kaldıraçsız” beta değerinin (0,90) aslında “kaldıraçlı” beta değerini (0,97) bütünüyle temsil ettiği kabul edilerek hesaplamalarda 0,90 katsayısı “kaldıraçlı beta değeri” olarak esas alınmıştır. Ayrıca, çalışmanın temel uygulama varsayımlarından biri olan “risksiz faiz oranı (risk-free interest) olarak en güncel ihalesi yapılan altı ay vadeli devlet bonosunun faizi olan % 9,80 değerinin kabul edilmesi” yardımıyla,

Tablo 9 Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması (Bin TL)

	2014 GR	2015 TH	2016 TH	2017 TH	2018 TH	2019 TH
Risksiz Get. Or.	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
Kaldıraçlı Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Risk Primi	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Özsermaye M.	0,152	0,152	0,152	0,152	0,152	0,152

özsermaye maliyeti 2014-2019 dönem aralığı için tahmini olarak hesaplanmıştır.

Sermaye kompozisyonunu etkileyen ve sermayeyi temsil eden bileşenlerin sermaye içindeki ağırlıklarını göz önüne alan WACC yaklaşımı kapsamında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise,

Tablo 10 WACC Kapsamında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (k_{WACC})

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
		GR	TH	TH	TH	TH	TH
Gösterge	<i>Hedef Borç. O.</i>	0,30	0,25	0,22	0,16	0,10	0,10
	<i>Özsermaye Oranı</i>	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Maliyet	<i>Borçl. Maliyeti</i>	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
	<i>Özsermaye Mal.</i>	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
	<i>A.O.S.M. (k_{WACC})</i>	0,0374	0,0343	0,0335	0,0295	0,0295	0,0295

Detaylandırılan bu aşamaların sonrasında, nakit akışlarının sabit oranda GSMH ile eş yönlü büyüyeceği varsayımı altında, beş yıllık dönem için (2015-2019) Tekstilbank'ın sonsuza dek devam eden değeri (terminal value) hesaplanmıştır.

Sonsuza kadar devam eden değer, Terminal Value= $FCFF_{Yıl A} / (k_{WACC} - g)$ formülasyonu ile elde edilmektedir. Elde edilen değerler doğrultusunda, Tekstilbank'ın sonsuza kadar devam eden değeri,

$$\text{Terminal Value} = FCFF_{2019} / (k_{WACC} - g) = 9.268.000 / (0,03 - 0,02) = 92.680.000 \text{ TL}$$

olacaktır. Böylelikle, Tekstilbank'ın nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerleri,

Tablo 11 Tekstilbank Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri (NPV) (Bin TL)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Terminal
	GR	TH	TH	TH	TH	TH	Value
FCFF ₂₀₁₉	29.567	- 14.127	- 15.403	- 10.028	-2.210	9.267	92.680
k _{WACC}	5,02%	4,59%	4,36%	3,85%	3,38%	3,38%	3,38%
İskonto Faktörü	0,952	0,907	0,892	0,851	0,833	0,812	0,812
NPV	15.147	-7.408	-8.141	-5.417	-1.205	5.114	51.147

şeklinde hesaplanmıştır. 2014 yılsonu Tekstilbank Bağımsız Denetim Raporu ile aynı döneme ilişkin Yıllık Faaliyet Raporu'nda yer verildiği üzere, bankanın halihazırda sermayesini temsil eden hisselerinin sayısı 420 milyon adettir. Sonuç olarak, DCF yöntemi uygulanarak bankanın beher hisse başına net değeri,

Tablo 12 Tekstilbank Hisse Başına Değer Analizi (TL)

Nakit Akımları Toplam NPV	43.006.000
Nakit ve Nakit Benzeri Likit Varlıklar (+)	929.135.000
Finansal Borçlar (-)	669.508.000
Özsermaye Değeri	302.633.000
Nominal Sermaye (Tedavüldeki Toplam Pay Sayısı)	420.000.000
Beher Hisse Değeri	0,72 TL

bir önceki sayfada yer alan tabloda özetlenen hesaplamalar sonucunda 0,72 TL olarak bulunmuştur.

4.3.2. Göreceli Değerleme Yaklaşımı

Çalışmanın teorik bölümlerinde değinildiği gibi, göreceli değerlendirme yaklaşımı; fiyat/kazanç (P/E) oranı, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı ve Şirket Değeri/EBIT (FAVÖK) oranı gibi bazı temel çarpanlar üzerine oturmaktadır.

Öztürk (2009)'ün de belirttiği üzere, bu yöntemlerin kullanılabilmesi için, öncelikle karşılaştırılabilir firmaların bulunması gerekir (Öztürk, 2009: 112). Bu açıdan Tekstilbank'la karşılaştırılabilecek nitelikte ve BIST endekslerinde işlem gören bankaların finansal bilgileri saptanarak birlikte değerlendirilmesine çalışılmıştır. P/E oranı aynı zamanda, değerlendirilecek şirket için hisse senetlerinin toplam değerinin (piyasa kapitalizasyonu) toplam net kara bölünmesi ile elde edilebilmektedir. Dolayısıyla, her iki çarpan çerçevesinde,

$$(1) [P/E Oranı İçin] \text{ŞD} = (\text{Cari D. H. Başına Kar}) \times (\text{Sektör P/E Or. Medyanı}) \times (\text{N. Sermaye})$$

$$\text{ŞD} = (0,2) \times (9,5) \times (420.000.000) = 798.000.000 \text{ TL}$$

$$(2) [P/B Oranı İçin] \text{ŞD} = (\text{Sektör P/E Or. Medyanı}) \times (\text{N. Sermaye})$$

$$\text{ŞD} = (1,4) \times (420.000.000) = 840.691.600 \text{ TL}$$

şeklinde iki farklı firma değeri sonucuna ulaşılmaktadır. Ulaşılan bu tutarların ağırlıklı ortalaması alınıp nakit ve nakit benzeri kalemler ile finansal borçların düşülmesiyle

ise özsermaye değeri elde edilmiştir. Anılan hesaplamaların özet gösterimine, izleyen tabloda yer verilmiştir.

**Tablo 13 Tekstilbank Göreceli Değerlendirme Yaklaşımı Sonuçları (TL)
(2014)**

	Tekstilbank	Sektör Medyanı
P/E Oranı	10,5	9,5
P/B Oranı	1,4	1,2
P/E Oranına Göre Değer		798.000.000
P/B Oranına Göre Değer		840.691.600
P/E ve P/B Oranlarına Göre Değerin Ortalaması		819.345.800
Nakit ve Nakit Benzeri Kalemler (+)		929.135.000
Finansal Borçlar (-)		669.508.000
Özsermaye Değeri		1.078.972.800
Nominal Sermaye (Tedavüldeki Toplam Pay Sayısı)		420.000.000
Beher Hisse Değeri		2,56 TL

Görüleceği üzere, söz konusu piyasa çarpanları yardımıyla hesaplanan hisse başına değer DCF modeline kıyasla oldukça yükselerek 2,56 TL seviyesinde hesaplanmıştır.

4.3.3. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı

Bu çalışmanın belirli varsayımlar altında izleyen beş yıllık döneme ilişkin nakit akımları başta olmak üzere içerdiği projeksiyonlar ekonomik katma değer yaklaşımı perspektifindeki hesaplamalar açısından da önem taşımaktadır. Çalışmanın “3.3.1. Ekonomik katma Değer (EVA) ve Değerin Yönetimi” bölümünde şematize edildiği üzere, faiz ve vergi öncesi kardan (FVÖK) ödenecek verginin düşülmesi ve daha sonra da sermaye giderlerinin indirilmesi yoluyla ekonomik katma değere ulaşılmaktadır. Bu kısımda, gerçeği daha iyi temsil eden bir sonuca ulaşılması amacıyla, öngörülen yıllar bazındaki EVA değerleri de bugüne indirgenmiştir.

Tablo 14 EBIT (FAVÖK), NOPAT ve EVA (Özet Gösterim)

Faaliyet Karı (FVÖK-EBIT)
Ödenecek Vergi (-)
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax-NOPAT)
Sermaye Giderleri (Toplam SermayexSermaye Maliyeti) (-)
Ekonomik Katma Değer (EVA)

Söz konusu hesaplamalarda, daha anlaşılır olması açısından Sipahi vd. (2011)'in bakış açısı benimsenerek sermaye giderleri net işletme sermayesi ile duran varlıkların birleşimi olarak ele alınmıştır. Anılan kabuller doğrultusunda yapılan hesaplamalar sonucunda, EVA indirilen değerler toplamı, izleyen sayfada da görüleceği üzere;

Tablo 15 2015-2019 Dönemindeki EVA'ların Hesaplanması (Bin TL)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019 TH
		GR	TH	TH	TH	TH	
a.	EBIT	15.146	20.447	27.604	37.265	50.308	67.915
b.	Ödenecek Vergi (-)	2.630	3.551	4.793	6.471	8.736	11.793
c. (a-b)	NOPAT	12.516	16.897	22.810	30.794	41.572	56.122
d.	N. İşlet. Serm. (+)	340.250	374.275	411.703	452.873	498.160	547.976
e.	Duran Varlıklar (+)	134.490	181.562	245.108	330.896	446.709	603.058
f. (d+e)	Toplam Sermaye	474.740	555.837	656.811	783.769	944.869	1.151.034
g.	A.O.S.M. (WACC)	0,0374	0,0343	0,0335	0,0295	0,0295	0,0295
h. (f x g)	Serm.Maliyeti	17.755	19.065	22.003	23.121	27.874	33.956
i. (c-h)	(EVA)	-5.239	-2.169	807	7.673	13.698	22.167
j.	İskonto Fakt.	0,952	0,907	0,892	0,851	0,833	0,812
k. (i x j)	EVA'nın İnd. Değ.	-4.988	-1.967	720	6.530	11.411	17.999
	EVA İnd. Değ. Top.			29.705			

29.705 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Hatırlanacağı üzere, bu çalışmanın ampirik yansımalarını içeren “4.2.1. Çalışmanın İzlediği Metodoloji” bölümünde birtakım kabullere yer verilmiştir. Bu

öngörülerden biri de, Türkiye'nin GSYH büyümesinin, sonsuza kadar devam eden büyüme oranının bir indikatörü olarak değerlendirilerek şirketin büyüme oranı beklentisinin de % 2 biçiminde varsayılmasıdır. Anılan perspektifte, EVA'ların sonsuza giden değerinin bugüne indirgenmiş net değeri,

Tablo 16 EVA'nın Sonsuza Süregelen Değeri (Bin TL)

		2020 TH
a.	EBIT	69.273
b.	Ödenecek Vergi (-)	12.029
c. (a-b)	NOPAT	57.245
d.	N. İşlet. Serm. (+)	558.936
e.	Duran Varlıklar (+)	615.119
f. (d+e)	Toplam Sermaye	1.174.055
g.	A.O.S.M. (WACC)	0,828
h. (f x g)	Serm.Maliyeti	35.028
i. (c-h)	(EVA)	22.610
j.	WACC ₂₀₁₉	0,828
k.	Büyüme Oranı	0,02
l. (i/* (j-k)	EVA Sns. Dğ.	22.722
m. l/ (1+j) ⁶	EVA Sns. Dğ. NPV	253.717

yaklaşık olarak 253.717 bin TL olarak hesaplanmıştır. Bu açıdan EVA'ların toplamının bugünkü net değeri (253.717 bin TL + 27.673 bin TL) 281.390 bin TL tutarındadır. Anılan bakiyeye 2014 yılı (cari) toplam sermaye tutarı, başka bir ifadeyle 2014 yılı net işletme sermayesi ile duran varlıklar bakiyelerinin toplamı (474.740 bin

TL) eklendiğinde; Tekstilbank'ın değeri kümülatif bazda 728.457 bin TL tutarında gerçekleşmiştir. Bu gelişim benzer şekilde özetlendiğinde,

Tablo 17: Tekstilbank EVA Yaklaşımı Hesaplama Sonuçları (TL) (2014 Yılı)

EVA Kapsamında Bugünkü Dğ. Toplamı	728.457.000
Nakit ve Nakit Benzeri Kalemler (+)	929.135.000
Finansal Borçlar (-)	669.508.000
Özsermaye Değeri	988.084.000
Nominal Sermaye (Tedavüldeki Toplam Pay Sayısı)	420.000.000
Beher Hisse Değeri	2,35 TL

görünümündedir.

Sonuç olarak, EVA Yaklaşımı yoluyla hesaplanan hisse başına değer 2,35 TL olarak gerçekleşmiştir.

4.3.4. Temettü İskonto Modeli (DDM) Yaklaşımı

Temettü iskonto modelinin bankalar üzerindeki uygulama örneğine, literatürde Sarioğlu ve Bozacı (2013)'nin çalışmasının yanı sıra Damodaran (2001) ve Akgüç'ün (2010) de araştırmalarında rastlanmaktadır. Bununla birlikte, modelin pratik yansımalarının sağlıklı test edilmesi için şirketin kar dağıtım politikası, bu politikayı etkileyen içsel ve dışsal değişkenler, konjonktürel ekonomik hareketler, vergi oranları gibi ciddi sayıda değişkenin dikkate alınması hatta bu değişkenlerle ilgili olarak tam

ve yeterli bilgiye ulaşılması gerekmektedir. Dağıtılan kar payı oranı başta olmak üzere, örneklem olarak seçilen Tekstilbank için bu veri setine ulaşılamadığından, çalışmada temettü iskonto modeli yaklaşımı çerçevesinde bir değerleme uygulamasına yer verilmemiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

Öğretide ve uygulamada önde gelen yazarlarca yaşadıkları bazı olumsuzluklar nedeniyle kimi zaman önemleri reddedilse de, bankalar finansal sistemin ve genel anlamda ekonominin kılcal damarlarına kan pompalayan kalpleridir. Taşıdıkları önem bankaları, doğal olarak ekonomik hayatın kritik rol üstlenen aktörleri haline getirmiştir.

Bu bağlamda, ekonomik dalgalanmaları analiz etmek gerekmektedir. Bilindiği gibi, 1990'lı yıllarda sıklıkla karşılaşılan, yurtiçi hasılanın ve alım gücünün büyük bir çoğunluğunu eriten finansal krizler ekonomik darboğazları da beraberinde getirmiş, 2000 yılında Türkiye'de cereyan eden sonuncusu ise bu sıkıntıları geride bırakmak adına bir kilometre taşı olarak algılanmıştır. Zira anılan dönemle birlikte bankaların sistemdeki konumları sorgulanmış, fonksiyonları ve sorumlulukları tartışılmış, bu

şirketlere yönelik olarak daha ağır yaptırımlar ve düzenlemeler getirilmesi konusunda neredeyse oybirliğine ulaşan bir oydaşma oluşmuştur. Bu kapsamda, Türkiye’de bankacılık sektörünü düzenleyen bir otorite olarak BDDK kurulmuş, piyasayı düzenlemek için yetkilerle donatılmış ve Türk bankacılık sektörü daha regüle bir döneme girmiştir. Buna ilaveten, 1990’lı yıllarda genel anlamda “kamunun net fon sağlayıcısı” olan Türk bankacılık sektörü, görece stabil hale gelen ekonomik konjonktürle aynı yönlü olarak kamu kağıtlarına yatırım yapma eğilimini terk ederek konvansiyonel ve inovatif bir stratejiyle asli bankacılık işlevine geri dönmüştür.

Yaşanan gelişmeleri izleyen son 15 yıllık dönemde, yeni bankalar kurulmuş, yabancı bankalar Türk bankalarına ortak olmuş ve çok sayıda banka halka açılmıştır. Benzeri atılımlar, Türk bankalarına ilginin artmasını ve diğer sektörlerdeki şirketler gibi bankaların da piyasa değerinin ekonomik aktörlerin gündemine girmesine yol açmıştır.

Araştırmanın çıkışının tarihsel arkaplanı, yukarıda özetlenen sürece dayanmaktadır. Bu bağlamda, Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların temsil ettiği piyasa değerinin gerçek anlamda finansal verilerle hesaplanan şirket değerine yakınsanıp yakınsanmadığı, başka bir ifadeyle doğru fiyatlanıp fiyatlanmadığı araştırma boyunca sorgulanan temel hipotez olarak ele alınmıştır. Çalışmada test edilen husus, bazı banka hisselerinin değerinin olması gereken değer altında, bazılarının ise olması gereken değer üstünde işlem görebildiği, ele alınan her

bir banka için beher hisse başına değerin esasen o hisse başına düşen “gerçek (rayiç)” piyasa değerini göstermeyebileceği olgusudur.

Bu kapsamda, halihazırda borsaya kote ve kamuoyunda 2014 yılından beri satış pazarlıklarının sürdüğü konuşulan Tekstilbank “örnek banka” olarak seçilmiş, 2014 yılsonu mali tabloları temelinde ekonomik indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı, göreceli değerlendirme yaklaşımı ve ekonomik katma değer yaklaşımı şeklindeki üç temel yaklaşım uyarınca Tekstilbank’ın şirket değeri hesaplanmıştır. Anılan hesaplamalar neticesinde beher hisse başına şirket değeri, sırasıyla, 0,72 TL, 2,56 TL ve 2,35 TL olarak gerçekleşmiştir.

Elde edilen sonuçlar ışığında değinilecek ilk husus, çalışmada kabul edilen varsayımlar altında, Tekstilbank’ın halihazırdaki nakit akışlarının bankanın finansal performansının devam ettirilmesi için yeterli olmadığıdır. Tablo 10’da sunulduğu üzere, bankanın 2019 yılına kadar öngörülen nakit akımları olan FCFF₂₀₁₉, 2019 yılına kadar negatif seyretmektedir. Bu durumda, Tekstilbank’ın gerçekleşen ve tahmini net faaliyet karının bankanın işletme sermayesindeki değişimi yani faaliyet hacmini karşılamaması etkilidir.

Dikkat çeken diğer bir husus da, Tekstilbank’ın gerçekleşen ve tahmini ham betalarının (kaldıraçsız beta) benzer bankaların hisselerine kıyasla (0,61) zayıf gerçekleşmesidir. Anılan durum, Tekstilbank’ın 2014 yılsonundaki borsa seyrinin diğer bankalara kıyasla görece az etkili olduğuna işaret etmektedir. Bu açıdan,

ICBC'nin Tekstilbank'ın borsadaki performansını esas alarak pay sahibi kararı vermediği düşünülmektedir.

Diğer taraftan, Tablo 11'de kaldıraçlı beta hesaplanırken hedef borçlanma oranı ve vergi oranı da kullanıldığından, hedef borçlanma oranı ve vergi oranındaki farklılıklar çerçevesinde, bankanın kaldıraçlı betasının daha yüksek yada düşük gerçekleşebileceği düşünülmektedir.

Ayrıca, Tekstilbank'ın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin görece yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum, sermayenin etkin bir şekilde kullanılmadığını ve yüksek maliyetle taşındığını göstermektedir. Anılan sebeple bankanın ivedilikle faaliyet performansını iyileştirmesinin, sahip olduğu fonları daha yüksek bir devir oranıyla krediye plase etmesinin izleyen dönemde banka için daha faydalı olacağı kanaati taşınmaktadır. Öte yandan, Tekstilbank'ın nakit akımlarının iyileştirilmesini teminen, faiz oranındaki değişmelerin özellikle verilen krediler açısından herhangi bir zaman gecikmesi yaşanmaksızın yansıtılmasının bankanın net faiz marjının NPV yaklaşımıyla güçlendirilmesi açısından önem taşıdığı da açıktır. Söz konusu tespiti güçlendiren şekilde, Tablo 18'de de, bankanın EVA yaklaşımı çerçevesindeki indirgenen değerlerinin tıpkı DCF yaklaşımındaki gibi negatife dönen ve ancak izleyen birkaç yıl sonra pozitifte geçerek artan ekonomik katma değer rakamları içerdiği dikkate alındığında; bankanın yeni sahibi ICBC açısından izleyen beş yıllık döneme

ilişkin olarak daha etkili bir plasman politikası izlemesinin kritik olduğu anlaşılmaktadır.

Son olarak, Tekstilbank'ın ICBC'ye satışının, hesaplanan piyasa değeri rakamlarıyla yorumlanması gerekmektedir. Anılan hesaplamalar kapsamında, Tekstilbank'ın (satışa konu olan) % 75,50'lik payının hisse değeri DCF yöntemi, göreceli değerlendirme yöntemleri ve EVA yaklaşımı çerçevesinde, sırasıyla; 228,3 milyon TL, 811,7 milyon TL ve 745,1 milyon TL'dir. Söz konusu bakiyeler bankanın 668,8 milyon TL'lik satış rakamıyla birlikte ele alındığında, ICBC'nin nakit akımlarını dikkate alarak bankanın değerini tayin ettiği varsayımı altında, Tekstilbank'a 440 milyon TL fazla ödediği görülmektedir. Göreceli değerlendirme yaklaşımı ve EVA yaklaşımı kapsamında ise, ICBC bankaya sırasıyla yaklaşık 142 milyon TL ve 76 milyon TL tutarında piyasa değerinin altında ödeme yaptığı anlaşılmaktadır. Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların sahip olduğu itibar ve marka değeri dikkate alındığında, ICBC'nin bu öğeleri bile büyük ölçüde yadsıyarak alımı gerçekleştirdiği ve piyasa değerinin çok altında bir fiyatla bankaya sahip olduğu, bankanın satış tutarının piyasa değerinin çok altında gerçekleştiği söylenebilir. Anılan durumun ayrıca, ICBC nezdinde, bankanın yarattığı/yaratacağı ekonomik katma değerlerinin ve piyasadaki göreceli payının oldukça düşük olduğunu da işaret ettiği düşünülmektedir. Başka bir ifadeyle, Dermine (2008)'in de vurguladığı gibi, bazı bankalar özelinde, bankanın piyasa değerinin tespitinde faiz oranı riski ve mevduatın

maliyeti gibi daha derin ve içsel olarak ele alınması gereken unsurların ön plana çıktığı anlaşılmaktadır (Dermine, 2008: 28-31). Ayrıca, finansal tabloların bütünüyle esas alınmayarak krediler, mevduat, banka mülkiyetindeki taşınmazlar gibi kalemlerin değerinin ayrı olarak hesaplanmasının, bu kalemlere ilişkin karşılık (provision) ve amortisman (amortised costs) gibi düzenleyici hesapların olması gerekeni yansıtan ölçüde durulaştırılmasının net piyasa değerine ulaşılması için faydalı olabileceği de literatürde yeni yer bulan bakış açılarındandır (Central Bank of Ireland, 2012). Böylelikle, banka değerlendirme sürecinde anılan stratejinin uygulanmaya başlamasıyla birlikte piyasa değeri-satış bedeli makasının daha fazla açılacağı öngörülmektedir. Bu bağlamda, daha kapsamlı data setleri ve uygulama örnekleri üzerinden, değerlemeye konu bankalar özelinde, öncesinde saptanan bazı kalemlerin derinlemesine incelenerek “kalem bazında” değerlendirme yolunun izlenmesinin daha etkin olabileceği sonucuna ulaşılabilir.

KAYNAKÇA

- Akgüç Ö., 2010. *Finansal Yönetim* (8. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Alkan Gönül İpek, Demireli Erhan. 2007. “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt: 9 Sayı: 2: 27-39.
- Aktaş Ramazan, Doğanay Mete, Murat Atılım, Naşçı Eşref Savaş. 2013. *Finansal Yönetim*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi (SASÜSEM) Yayınları.
- Aydın Yavuz. 2012. “Firma Değerleme Yöntemleri”, *Kırklareli Üniversitesi İİBF Dergisi* Cilt: 1 Sayı: 1: 87-110.
- Aydoğan Kürşat, Güney Alparslan. 1997. “Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi”, *İMKB Dergisi* Cilt:1 Sayı:1: 83-96.
- “Bankacılıkta Yapısal Gelişmeler 2010”, 2011. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Yayınları, Sayı: 5. Erişim Tarihi: 17.06.2015.
- (http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Bankacilikta_Yapisal_Gelismeler/9886bankacilikta_yapisal_gelismeler_sayi5.pdf)
- Bernström S., 2014. *Valuation: The Market Approach* (1. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., 2011. *Principles of Corporate Finance* (10. Baskı). New York: Mc-Graw-Hill Irwin.
- Chambers Nurgül, 2009. *Firma Değerlemesi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım
- Caprio, G., Laeven, L., Levine, R., 2004. “Governance and Bank Valuation” World Bank Policy Research Working Paper No: 10158, Erişim Tarihi: 09.05.2013 (<http://www.nber.org/papers/w10158.pdf>)

Central Bank of Ireland, 2012. "Valuation Process In the banking Crisis-Lessons Learned-Guiding The Future", Dublin: Central Bank of Ireland Publications. Erişim Tarihi: 10.07.2015 (<http://www.centralbank.ie/press-area/press-releases/documents/valuation%20processes%20in%20the%20banking%20crisis.pdf>)

Damadoran, A., 2001. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old-Tech, New-Tech and New Economy Companies* (1. Baskı). New York: Financial Times Prentice Hall.

Damadoran, A., 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Damodaran, Aswath. 2009. "Valuing Financial Service Firms". Damodaran Online Papers, Erişim Tarihi: 08.07.2015

(<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>): 1-34.

Deev Oleg. 2011. "Methods of Bank Valuation: A Critical Overview", *Financial Assets and Investing* No. 3/2011: 33-44.

Dermine Jean. 2008. "Bank Valuation with an Application to the Implicit Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of Non-Maturing Deposits", INSEAD Working Papers. Erişim Tarihi: 05.06.2015. 2009/64/FIN: 1-40

Ercan, M. K., Öztürk, B., Küçük Kaplan İ., Başçı, E.S., Demirgüneş K., 2006. *Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması* (1. Baskı). İstanbul: Literatür.

Feldman S.J., 2005. *Principles of Private Firm Valuation* (1. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Fernandez P. 2007. "Company Valuation Methods: The Most Common Errors In Valuations", IESE Business School Working Paper WP No. 449, Barcelona: University of Navarra. Erişim Tarihi: 30.03.2014 (<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>)

Fernandez P. 2007. "Company Valuation Methods", IESE Business School Publications, University of Navarra. Erişim Tarihi: 30.03.2014 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973).

Gitman L.J., Zutter C.J., 2012. *Principles of Managerial Finance* (13. Baskı). New York: Prentice Hall.

Gürbüz A. Osman, Ergincan Yakup. 2004. *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Hatipoğlu Mercan, Yener Erol. 2013. “Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi* 8(3): 7-29.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., 2011. *Valuation: Measuring And Managing The Value of Companies* (4. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Lapçın, H., 2007. “Banka Birleşme ve Devralmalarında Banka Değer Tespiti” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul. Erişim Tarihi: 17.06.2015

<http://www.belgeler.com/blg/15a1/banka-birlesme-ve-devralmalarinda-banka-deger-tespiti-bank-valuation-in-the-bank-merger-and-acquisitions>)

Levengord Eric, Barney Solomon Smith, Longfield Al, Wessels Dain Rauscher. 1998. “Using Discounted Cash Flow Analysis In An International Setting: A Survey of Issues in Modeling the Cost of Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance* Vol: 11.3: 82-99.

McCrary S.A., 2010. *Mastering Financial Accounting Essentials : The Critical Nuts And Bolts* (1. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

McCallum Scott B. 2009. “Bank Valuations: A Tough Environment for Bankers and Valuators”, *The Value Examiner* May/June 2009: 19-25.

Pinto J.E., Henry E., Robinson T.R., Stowe J.D., 2010. *Equity Asset Valuation Workbook* (2. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Sahoo Seshadev, Rajib Prabina. 2013. “Comparable Firms’s P/E and IPO Valuation: An Emprical Investigation for Indian IPO’s”, *Decision* 40 (1-2): 27-46.

Sharpe William F. 1964. “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3: 425-442.

Öztürk Hakkı. 2009. *Şirket Değerlemesinin Esasları: Teorik ve Pratik Yaklaşımlar* (1. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Sariaslan H., Erol C., 2008. *Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler* (1. Baskı). Ankara: Siyasal Kitabevi.

Sarioğlu Serra Eren, Bozacı Yasemin. 2013. "Banka Değerinin Belirlenmesi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri", *Bankacılar Dergisi* 85: 51-70.

Sipahi Barış, Yanık Serhat, Aytürk Yusuf. 2011. *Şirket Değerleme Yaklaşımları* (1. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Shapiro E., Mackmin D., Sams G., 2013. *Modern Methods of Valuation* (11. Baskı). New York: Routledge

Schmidlin N., 2014. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis* (1. Baskı). New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd.

Şınga-Mugan F.N. Can, Hoşal-Akman Nazlı. 2012. *Principles of Financial Accounting Based On IFRS* (5. Baskı). New York: McGraw-Hill Education Limited.

Üreten Aşkın, Ercan Metin Kamil. 2000. *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.