

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

YATIRIMCILAR AÇISINDAN HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Anıl GACAR

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Ali KABAKÇI

2009

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “ **Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi**” adlı çalışmanın bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

...../...../.....

Anıl GACAR

İmza

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Anıl GACAR
Anabilim Dalı : İşletme Anabilim Dalı
Programı : Finansman
Tez Konusu : Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi
Sınav Tarihi ve Saati :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans proje sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan projesini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek proje konusu gerekse projenin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA O OY BİRLİĞİ O
DÜZELTİLMESİNE O* OY ÇOKLUĞU O
REDDİNE O**

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Proje, burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir. Evet
Proje, mevcut hali ile basılabilir. O
Proje, gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Projenin, basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ İMZA

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Yatırımcılar Açısından Hisse Senedi Değerlemesi

Anıl GACAR

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Programı

Finansal piyasalar aracılığı ile tasarruf sahibi olan kişi ya da kuruluşlar, ellerinde bulunan fonlarını para ya da sermaye piyasaları aracılığı ile fon açığı olan kişi ya da kuruluşlara aktarmaktadır. Para piyasalarında fon akışı kısa vadeli iken; sermaye piyasalarında fon alış verişi uzun vadeli. Bununla beraber, sermaye piyasasında fon alış verişi menkul kıymet adı verilen değerli kağıtlarla yapılmaktadır. Bu menkul kıymetler arasında tahvil, hisse senedi, katılma intifa senedi, varlığa dayalı menkul kıymet, gelir ortaklığı senedi gibi menkul kıymetler yer alır. Menkul kıymetlere yatırım yapmanın amacı, yatırımcının riski enküçükleyerek yatırımın getirisini enbüyüklemeyi amaçlamasıdır. Yatırımcılar açısından riski değişkenlik gösteren menkul kıymet ise hisse senetleridir.

Bu açıdan yatırımcı hisse senetlerine yapmak isteyen yatırımcı, belli bir riske katlanmak ve hisse senedinin alındığı fiyatının, gelecekte daha yüksek olmasını istemektedir. Bu yüzden yatırımcı, hisse senedinin gelecekte olması gereken değerini (gerçek değer) birtakım yaklaşımlar vasıtasıyla incelemektedir. Bu yaklaşımlar, etkin piyasa hipotezi, teknik analiz ve temel analiz yaklaşımlarıdır. Etkin piyasa hipotezine göre hisse senetlerinin olması

gereken değeri tek tek hisse senetlerine yatırım yapılarak bulunmamakta; hisse senetlerinden portföy oluşturularak riskin düşürülmesi ve portföyden yüksek getiri elde edilmesi amaçlanmaktadır. Etkin piyasalar hipotezine göre hisse senetlerinin geçmişteki fiyatlar, gelecekteki fiyatların tahmininde kullanılamaz. Teknik analizde, hisse senetlerinin fiyatları piyasa tarafından belirlenmekte ve fiyatlar belli bir trend haline devam etmekte; yatırımcılar da trendleri takip ederek hisse senetlerine ne zaman yatırım yapıp ne zaman yapmayacaklarına karar vermektedirler. Son olarak temel analizde ise ekonomik gelişmeler hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olmakta, yatırımcılar genel ekonomi analizi, sektörel analiz ve firma analizi yaparak hisse senetlerini alıp almama kararı vermektedirler.

Bu çalışmada İMKB'den seçilen örnek bir işletmenin hisse senedine yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcının temel analiz yöntemini kullandığı varsayılmış, finansal oranlar yardımıyla ilgili şirketin 2004-2007 yıllarındaki finansal tabloları incelenmiş ve oran analizinde 2007 yılının diğer yıllara göre daha olumsuz olduğu görülmüştür. Dolayısıyla bu çalışmada tek bir hisse senedine yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı için finansal tablolar aracılığı ile nasıl bir analiz yöntemi gerçekleştirildiği gösterilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Piyasalar, Hisse Senedi, Hisse Senedi Değerlemesi, Etkin Piyasalar Hipotezi, Teknik Analiz, Temel Analiz

ABSTRACT

Master Thesis

Stock Valuation For Investors

Anıl GACAR

University of Dokuz Eylül

The Enstitute of Social Sciences

Business and Administration

Finance Studies

Over the financial markets, savers who people or institutions transfer their funds to the people or instutions who need funds over the money or capital markets. In money markets, fund flow is in short term, but in capital markets fund flow is in long term. At the same time, trading funds in capital markets implements with the securities. This securities include bond, stock, participating share, asset backed security, revenue partnership certificate and etc...

In this respect, investors who invest in stocks would like to endure a sum of risk and would like to be the price of stock higher than when it bought. Accordingly, investors analyse the standart value of stocks with some approaches. These approaches are efficient market hypostesis, technical analysis and fundamental analysis. In efficient market hypostesis, the standart value of stocks do not be analysed by the invest in stocks one by one, but aimed the minimum of risk creating a portfolio from stocks and would like to be higher return. According to the efficient market hypostesis, price of stocks in the past do not be used for the predicting of the future prices of stocks. In technical analysis, price of stocks are determined by the market and prices go by a trend and investors decide when they invest and do not invest in stocks by following trends. Finally, in fundamental analysis economic developments effect on stock prices and and investors analysis the macro economi, sector and company and decide buying or selling stocks.

In this study, an investor who thinks investing to the stock of an example company in Istanbul Stock Exchange use the fundamental analysis and analysis the financial statements of that company between 2004 and 2007 by the means of financial ratios and in the analysis of financial ratio of 2007 is worse than the

other years. Therefore, in this study shown that one by one stock investment for an investor.

Key Words: Financial Markets, Stock, Stock Valuation, Efficient Market Hypothesis, Technical Analysis, Fundamental Analysis

İÇİNDEKİLER

YATIRIMCILAR AÇISINDAN HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

YEMİN METNİ	II
TUTANAK	III
ÖZET	IV
ABSTRACT	VI
İÇİNDEKİLER	IIIX
KISALTMALAR	XII
ŞEKİL VE TABLO LİSTESİ	XIII
GİRİŞ	XIV

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL (MALİ) PİYASALARIN NİTELİKLERİ

1.1	FINANSAL PİYASALAR.....	1
1.1.1	Piyasa ve Finansal Piyasa Kavramı.....	1
1.1.2	Finansal Piyasaların İşlevleri.....	6
1.1.3	Finansal Piyasaların Türleri.....	6
1.1.3.1	Para Piyasaları	8
1.1.3.2	Sermaye Piyasaları	10
1.1.3.3	Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişki ve Farklılıklar.....	12
1.2	SERMAYE PİYASASINA FON SUNANLAR (TASARRUF SAHİPLERİ)	
	14	
1.2.1	Kişiler	14
1.2.2	İşletmeler	15
1.2.3	Bankalar.....	15

1.2.4 Sigorta Şirketleri.....	16
1.3 SERMAYE PİYASASINDAN FON TALEP EDENLER	16
Sermaye piyasasından fon talep edenler, menkul değerler ihraç ederek en ucuz maliyetli kaynak sağlama amacını taşımaktadırlar.....	16
1.3.1 İşletmeler	17
1.3.2 Devlet (Kamu Kesimi)	17
1.4 SERMAYE PİYASASINDA FON SUNUMUNA ve KULLANIMINA ARACILIK EDEN KURUMLAR	18
1.4.1 Aracı Kurumlar.....	18
1.4.2 Yatırım Ortaklıkları	18
1.4.3 Yatırım Fonları	19
1.4.4 Diğer Sermaye Piyasası Kurumları	19
1.5 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI	20
1.5.1 Tahvil.....	21
1.5.2 Katılma İntifa Senetleri	23
1.5.3 Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri.....	23
1.5.4 Finansman Bonoları.....	24
1.5.5 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	24
1.5.6 Gelir Ortaklığı Senetleri	25
1.5.7 Hisse Senetleri	25
1.5.7.1 Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar	27
1.5.7.2 Hisse Senetlerinin Türleri	28
1.5.7.3 Hisse Senetlerinde Değer Tanımlamaları	31
1.5.7.4 Hisse Senedine Değer Kazandıran Etmenler	32

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIMLARI VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

2.1 MENKUL KIYMETLERE YATIRIM.....	34
------------------------------------	----

2.1.1 Yatırım Kavramı.....	34
2.1.2 Yatırımcı ve Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler.....	35
2.1.3 Yatırımcıların Risk Karşısındaki Tutumları.....	36
2.2 MENKUL KIYMET YATIRIMLARINDA RİSK VE TOPLAM RİSKİN KAYNAKLARI	37
2.2.1 Sistemik Risk ve Sistemik Riskin Kaynakları.....	39
2.2.1.1 Enflasyon (Satın Alma Gücü) Riski	41
2.2.1.2 Faiz Oranı Riski.....	41
2.2.1.3 Piyasa Riski	42
2.2.1.4 Politik Risk	42
2.2.1.5 Kur Riski.....	43
2.2.2 Sistemik Olmayan Risk ve Sistemik Olmayan Riskin Kaynakları.....	43
2.2.2.1 Finansal Risk	43
2.2.2.2 Yönetim Riski	44
2.2.2.3 İş Riski	44
2.3 DEĞERLEME OLGUSU VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ.....	45
2.3.1 Değerleme Kavramı.....	45
2.3.2 Değerlemenin Temelleri.....	46
2.3.2.1 Beklenen Nakit Akımları	48
2.3.2.2 Risk	48
2.3.2.3 İstenen Verim Oranı (Required Rate Of Return).....	48
2.3.3 Hisse Senedi Değerlemesi	49
2.3.4 Hisse Senetlerinde Fiyat Belirleme Modelleri	50
2.3.4.1 Muhasebe Değeri Ya da Tasfiye Değeri Yaklaşımı	50
2.3.4.2 Fiyat/Kazanç Yaklaşımı.....	50
2.3.4.3 Piyasa Değeri/Defter Değeri Yaklaşımı	51
2.3.4.4 Regresyon Modelleri	52
2.3.4.5 Kar Payı Yöntemi	52

2. 4 ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ VE RİSKİN ÖLÇÜMÜNDE PORTFÖY YAKLAŞIMI	54
2.4.1 Piyasaların Etkinliği	55
2.4.2 Etkin Piyasalar ve Rassal Yürüyüş (Random Walk) Teorisi.....	56
2.4.3 Riskin Ölçülmesinde Portföy Yaklaşımı	58
2. 5 TEKNİK ANALİZ.....	60
2.5.1 Dow Teorisi	62
2.5.2 Çubuk Grafikleri (Bar Charts).....	66
2.5.3 Çizgi Grafikleri (Line Charts)	67
2.5.4 Nokta ve Şekil Grafikleri	68
2. 6 TEMEL ANALİZ.....	70
2.6.1 Ekonomi Analizi.....	70
2.6.2 Endüstri Analizi.....	72
2.6.3 Firma Analizi.....	73

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİNE YATIRIM KARARI VERİLMESİNDE ORAN ANALİZİ YÖNTEMİNİN KULLANILMASINA YÖNELİK ÖRNEK BİR İŞLETME ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1 ARAŞTIRMANIN AMACI.....	81
3.2 ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI	81
3.3 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	81
3. 4 ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI	90
SONUÇ	93
KAYNAKLAR	96

KISALTMALAR

DD: Defter Değeri

F/K: Fiyat/Kazanç Oranı

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

HBNK: Hisse Başına Net Kar

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KİS: Katılma İntifa Senetleri

PD: Piyasa Değeri

SPK: Sermaye Piyasası Kurumu

SSK: Sosyal Sigortalar Kurumu

OYAK: Ordu Yardımlaşma Kurumu

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TTK: Türk Ticaret Kanunu

VDMK: Vadeye Dayalı Menkul Kıymet

ŞEKİL VE TABLOLAR LİSTESİ

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. 1 Finansal Piyasa Sistemi	5
Şekil 1. 2 Hisse Senetlerinin Türleri	29
Şekil 2. 1 Risk Karşısında Üç Yatırımcının Fayda Fonksiyonları	36
Şekil 2. 2 Çeşitlendirme ile Portföy Riski Arasındaki İlişki	40
Şekil 2. 3 Finansal Varlığın Değerini Tayin Eden Temel Faktörler	47
Şekil 2. 4 Dow Teorisi'ndeki Üç Temel Hareket	64
Şekil 2. 5 Yükselen Piyasanın Aşamaları	65
Şekil 2. 6 Çubuk Grafik	67
Şekil 2. 7 Çizgi Grafiği	68
Şekil 2. 8 Nokta ve Şekil Grafiği	69

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. 1 Finansal Piyasa Türleri	7
Tablo 1. 2 Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması	13
Tablo 2. 1 Sistemik ve Sistemik Olmayan Riskin Kaynakları	38
Tablo 3. 1 Seçilen Örnek İşletmenin 2004 ve 2005 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Bilançosu	83
Tablo 3. 2 2004 ve 2005 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Gelir Tablosu	85
Tablo 3. 3. 2006 ve 2007 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Bilanço	86
Tablo 3. 4 2006-2007 Yıllarına Ait Karşılaştırmalı Gelir Tablosu	88
Tablo 3. 5 Seçilen İşletmeye Ait Oran Analizi Verileri	89

GİRİŞ

Yatırımcılar, finansal piyasalar aracılığı ile fon fazlası olan taraflardan fon açığı olan taraflara kaynak aktarımı yaparlar. Sermaye piyasası aracılığı ile bu işlemler, menkul kıymet adı verilen değerli kağıtlar ile yapılmaktadır. Sermaye piyasası araçları arasında, tahvil, hisse senedi, kar ve zarar ortaklığı belgesi, katılma intifa senedi, varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Bu menkul kıymetlerden hisse senetleri, riskli bir varlık; diğer bir deyişle getirisi değişkenlik gösteren bir menkul kıymettir. Bu açıdan hisse senetlerine yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı, belli bir riske katlanarak o hisse senedinden beklediği getiriye en yüksek seviyeye çıkarmayı amaçlamaktadır. Dolayısıyla hisse senetlerinin bugünkü fiyatının, ileri bir tarihte daha yüksek bir fiyata ulaşacağı beklentisiyle hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Bu amaçla, hisse senedinin ileride fiyatının ne olacağını öngörülmesi konusunda birtakım yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımlar, etkin piyasa hipotezi (portföy yaklaşımı), teknik analiz ve temel analizdir. Etkin piyasalar hipotezi, akademisyenler tarafından uygulama alanı bulmakla birlikte; temel ve teknik analizler uygulayıcılar arasında kullanım alanı bulmaktadır. Bu üç yaklaşıma göre teknik ve temel analiz tek bir hisse senedine yapılacak olan yatırımlarda geçerli iken etkin piyasa hipotezinde portföy oluşturularak ve riskler hisse senetleri arasında dağıtılarak yatırım yapılmaktadır.

Bu çalışmada öncelikle piyasa ve finansal piyasaların nitelikleri hakkında bilgi verilmiş, daha sonra hisse senetleri değerlendirme yaklaşımları incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde İMKB'den seçilen örnek bir işletmenin 2004-2007 yılları arasındaki finansal tablolarından yararlanılarak finansal oranlar oluşturulmuş ve bu oranlar yardımıyla seçilen işletmenin geçmiş yıllarının bir analizi yapılarak yatırımcıların işletmenin hisse senedine yatırım yapıp yapmaması konusu üzerinde durulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALARIN NİTELİKLERİ

1.1 FİNANSAL PİYASALAR

İnsanlar sürekli birbiriyle etkileşim halinde bulunurlar. İnsanlar, bu etkileşim sonucunda birbirlerinden mal ve hizmet talep ederek refah düzeylerini arttırma arayışı içindedirler. İnsanlar refah düzeyini arttırma amacıyla mal ve hizmet değiş-tokuşunu fiziksel (reel) bir ortamda yapabilecekleri gibi birtakım kuruluşlar vasıtasıyla birbirlerinden kaynak (fon) sağlayarak da bu işlemi gerçekleştirebilirler. İnsanların ya da çeşitli kuruluşların birbirlerinden fon sağlama amacıyla karşı karşıya geldiği ortam finansal (mali) piyasa olarak değerlendirilmektedir. Finansal piyasanın değerlendirilebilmesi, bu piyasanın taraflarını, kurumlarını ve araçlarını incelemekle sağlanabilir. Bu bağlamda, piyasa ve bununla birlikte finansal piyasa kavramı öncelikli olarak incelenmiştir.

1.1.1 Piyasa ve Finansal Piyasa Kavramı

İşletmeler, mal ve hizmet üretimini gerçekleştirmek için tedarikçilerden mal ya da hizmet satın alır ve bunları müşterilere ulaştırma çabası içine girerler. Mal ve hizmetlerin müşterilere ulaştırılmasından sonra müşterilerden işletmeye bir nakit girişi olurken; aynı şekilde işletmeden de tedarikçilere doğru bir nakit çıkışı gerçekleşir. Ancak bu nakit girişlerinin zamanlaması işletmeden işletmeye değişmekle birlikte, işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için nakit giriş ve çıkışlarının zamanında olması gerekmektedir. Bu nakit giriş ve çıkışlarının zamanında olmaması durumunda ise işletmeler, nakit açıklarını başka kurum ya da kuruluşlardan karşılama yoluna gitmektedir.

Bir kısım kişi ya da kurumların paraya ihtiyaçları olurken, bir kısım kişi ya da kurumların tüketimleri üzerindeki gelirlerini yatırıma dönüştürme ihtiyaçları vardır. Dolayısıyla fona ihtiyacı olanlarla fonu talep edenlerin buluşmaları gerekmektedir. İşte fon arz edenlerle fon talep edenlerin bir araya geldiği ve karşılıklı değişimin meydana geldiği yerlere piyasa denir. (Aydın, 2004: 44)

Piyasa sistemi insanların karşılıklı etkileşim halinde bulunup faaliyetlerini sürdürdükleri yerler olarak tanımlanabilir (Lindblom, 2001: 4). Örneğin, bir işletmenin bir diğer işletmeden mal talep etmesi ve karşılığında belli bir ödeme gerçekleştirmesi, bu iki işletmenin faaliyetlerini sürdürmek için birbiriyle etkileşim halinde olduğunun bir göstergesidir. Yine aynı şekilde, tekstil ürünleri ve tarımsal ürünler gibi ürünlerin alınıp satıldığı yerler de mal ve hizmet değiş tokuşunun yaşandığı yerlerdir. Dolayısıyla piyasa kavramı, mal ve hizmet değişiminin sağlandığı yerler olarak düşünülebilir.

İşletmelerin gereksinme duyduğu nakit girişlerinin zamanlaması işletmeler için çok önemlidir. Bunun için işletmeler, zamanlamadan doğan nakit açıklarını kapatabilmek için çeşitli kişi ya da kuruluşlardan fon (kaynak) temin etme yoluna giderler. Fon arz ve talebinin yaşandığı yerler, finansal (mali) piyasalar olarak değerlendirilir.

Finansal piyasalar tasarruf fazlası olan kişilerin, tasarruflarını, tasarruf açığı olan kişilerin kullanımına sundukları piyasalardır. Bu piyasalarda fonların el değiştirmesi, fon talep edenlerin fon arz edenlere bir belge vermesi ile olur. Bu nedenle finansal piyasalar, finansal varlık olarak da ifade edilen kıymetli evrak niteliğindeki belgelerin alınıp satıldığı piyasalardır (Ceylan Korkmaz: 2001: 1).

Finansal piyasalar, organize olsun ya da olmasın varlıkların değişimini kolaylaştıran yerlerdir. (Bailey, 2005: 1) Hukuki ve yönetsel kuralları saptanmış, fiziki ve resmi olarak belirli bir mekanı bulunan, ilgili kurum ve kuruluşların denetimi ve gözetimi altında çalışan piyasalara “örgütlenmiş finansal piyasalar (organize piyasalar)”; hukuki ve idari hiçbir kuralı bulunmayan, fiziki ve resmi bir

mekana sahip olmayan, işlemlerine örgütlenmiş piyasalar dışında devam eden, ilgili kurum ve kuruluşların denetimi ve gözetiminden uzak olan piyasalara “örgütlenmemiş (organize olmayan-tezgahüstü) finansal piyasalar” denir. (Kondak, 1999: 25)

Örgütlenmiş piyasalara, resmi ve belirli kurallara göre çalışan borsalar örnek verilebilir. Borsalarda fon arz ve talebini gerçekleştiren yatırımcılar, belli bir güvence altında işlemlerini yerine getirirken; organize olmayan piyasalarda yatırımcılara herhangi bir güvence verilmez.

Finansal piyasalar bir sistem içerisinde işlerlik gösterir. Finansal piyasalarda fon sunanlar ile fon kullananlar arasında fon akımını düzenleyen kurumlar, fon akımını sağlayan finansal varlıklar ile bunları düzenleyen yasal ve yönetsel (idari) kurallardan oluşan sisteme finansal sistem denir. (Erol ve Yıldırım, 2001: 31) Buna göre finansal sistem beş başlık altında toplanabilir. Bunlar:

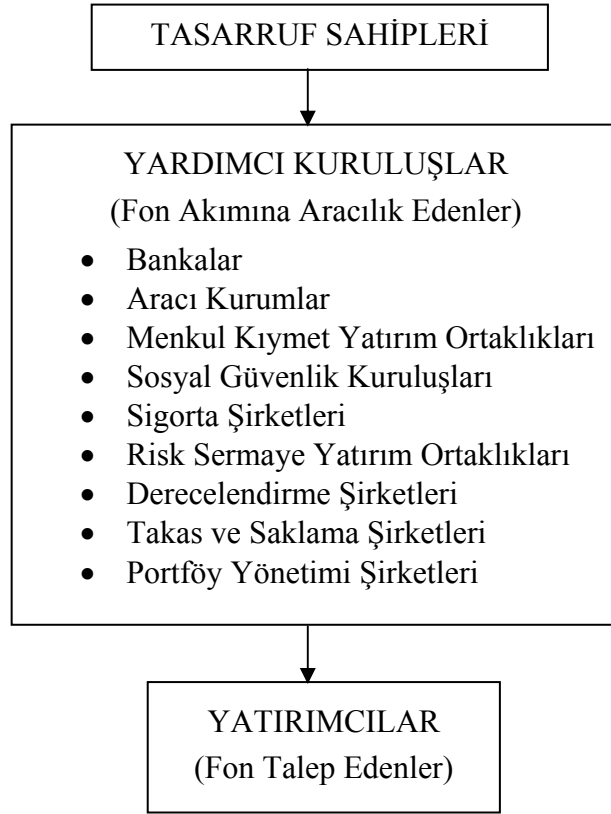
- Fon arz edenler,
- Fon talep edenler,
- Yatırım ve finansman araçları,
- Yardımcı kuruluşlar,
- Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir (İMKB Yayınları, 1998: 1).

Finansal piyasalara fon arz eden kişi ya da kuruluşlar finansal piyasalarda yatırım amacıyla bulunurken, finansal piyasalardan fon talep edenler ise bu piyasaları bir kaynak sağlama (finansman) yeri olarak görürler. Finansal piyasaların hukuki ve idari düzeni ise finansal piyasalarda yer alan kişi ya da kuruluşların haklarının korunmasını amaçlamaktadır.

Bireyler ya da işletmelere fon sunan kişi ya da kuruluşlar, nakit açıklarını karşıladıkları şirketlere fon transferini gerçekleştirirler. Bu transferler kısa süreli olacağı gibi uzun vadeli bir nitelik de gösterebilir.

Finansal piyasalarda işlemlerin gerçekleşmesi için öncelikle piyasaya fon arzının gerçekleşmesi gerekmektedir. Fon arzı (sunumu), fon transferini sağlamak için kurulmuş olan birtakım yardımcı kuruluşlar vasıtasıyla piyasada fona ihtiyacı olan yatırımcılara ulaştırılacaktır. Yardımcı kuruluşlar, bankalar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, derecelendirme kuruluşları, portföy yönetim şirketleri vb... gibi birçok kuruluşu içine almaktadır. Fon talep edenler ise bu yardımcı kuruluşlar aracılığıyla fonlarını sağlayabileceklerdir. Tüm bu işlemler de belli bir hukuksal düzen içerisinde gerçekleştiği için bütün bu ortam, finansal sistemi oluşturmaktadır. şekil 1. 1’de finansal sistem şeması gösterilmiştir:

Finansal piyasaların olduğu yerlerde, kişi (birey) ya da kuruluşlar, öncelikle piyasaya tasarruflarını sunarlar. Tasarrufların biriktiği yerlerde, nakit açığı içinde olanlar bu tasarrufları ister doğrudan kişilerden, isterse de dolaylı olarak bu tasarrufların toplandığı kuruluşlardan bu fonları talep ederler. Örneğin, gereksinmelerini karşılamak amacıyla bankalardan kredi talep eden bireysel tüketiciler ya da yatırımlarını gerçekleştirmek için fon talep eden işletmeler, finansal piyasaların tarafları konumundadır.



Şekil 1. 1 Finansal Piyasa Sistemi

Kaynak: Taner ve Akkaya, 2004: 3

Şekilde görüldüğü gibi tasarruf sahibinin elinde bulunan kaynaklar birtakım kurumlar vasıtasıyla fon talep eden tüketicilere transfer edilebilmektedir. Piyasaya fon sunan yatırımcı için temel amaç kazanç elde etmektir. Fon talep eden tüketiciler açısından ise tüketiciler bu durumda yararlanmak istedikleri kaynakları en ucuz bir şekilde temin etme amacındadır. Finansal piyasalar, tasarruflarından kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar ile bu tasarrufları en ucuz maliyetle elde etmek isteyen tüketicileri bir araya getiren bir sistem olarak düşünülebilir.

1.1.2 Finansal Piyasaların İşlevleri

Finansal piyasa içerisinde, piyasa sistemi içerisinde yer alan kişi ya da kuruluşların bazı işlevleri vardır. Finansal (mali) sistemin işlevlerinin iki grupta incelenmesi mümkündür: (Özerol, 2008: 96)

a) Fon Açığı / Fon Fazlası Olanlar Açısından

Bir mali sistemde fon fazlası veren birimler ile fon açığı olan birimler sistemin kullanıcılarıdır. Buna göre ekonomideki yatırımların toplam değeri yapılan tasarrufların altında ise bazı kaynaklar mali kaynak olarak stoklanırlar. Bunun tersi durumda; yani tasarrufları aşan yatırım miktarında ise söz konusu yatırımların borçlanarak yapılması gerekecektir; bu durum da beraberinde mali yükümlülükler getirecektir.

b) Mali Araçlar Açısından

Mali araçlar tamamen bir komisyoncu (agency-broker) gibi borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetleri (tahvil, finansman bonosu, hisse senedi vb...) tasarruflarını kullanırmak isteyenlere bir komisyon karşılığı pazarlayarak faaliyet gösterebildikleri gibi; bu menkul kıymetleri portföyünde taşıyarak (broker-dealer) ya da fon açığı olanlara kullanırmak üzere tasarruf sahiplerinden fon sağlamak üzere onların ihtiyaçlarına uygun enstrümanlar üreterek (vadeli-vadesiz mevduat, mevduat sertifikası, vb) de faaliyet gösterebilirler.

1.1.3 Finansal Piyasaların Türleri

Finansal piyasa ya da finansal sistem içerisinde yatırımcıların temel amacı, belli bir risk karşılığında getiri düzeyini en yüksek düzeye çıkarmaktır. Her yatırımcının getiri isteği ve risk algılaması da farklı olduğu için bir finansal sistemde yatırıma konu olan araçlar çok çeşitlidir.

Bazı yatırımcılar, kısa süreli yatırım araçlarına gereksinim duyarken, bazı yatırımcılar ise uzun vadeli yatırımlara yönelebilir. Kimi yatırımcılar değişim işlevini yerli para üzerinden gerçekleştirirken, kimileri de yabancı para üzerinden gerçekleştirir. Dolayısıyla finansal piyasaya konu olan ve finansal piyasa içerisinde yer alan unsurlar birbirinden farklılık gösterir.

Finansal piyasaların fonların kuruluş sürelerine, kullanılan araçlara ve belli bir pazar yerinin olup olmamasına göre sınıflandırılması mümkündür. Finansal piyasa türleri Tablo 1. 1 'de görülmektedir (Taner ve Akkaya, 6).

Tablo 1. 1 Finansal Piyasa Türleri

Fonların Kullanılış Sürelerine Göre	Kullanılan Araçlara Göre	Belirli Bir Pazar Yerinin Olup Olmamasına Göre	İşlemlerine Göre
• Para Piyasası	• Para Piyasası	• Organize Finansal Piyasalar	• Birincil Piyasalar
• Sermaye Piyasası	• Menkul Değerler Piyasası	• Serbest Finansal Piyasalar	• İkincil Piyasalar
	• Gayrimenkul Piyasası		
	• Kambiyo Piyasası		
	• Kıymetli Madenler Piyasası		

Kaynak: Taner ve Akkaya, 6

Tablodan da görüleceği üzere, bir finansal sistem içerisinde fonların kullanım süresi, piyasada kullanılan araçlar, piyasa içerisinde belli bir yerin olup olmaması ve işlemlerin türü önem arz etmektedir. Fonların kullanım süresine göre finansal piyasalar, para ve sermaye piyasası; finansal piyasada kullanılan araçlar açısından piyasalar, para piyasası, menkul değerler piyasası, gayrimenkul piyasası, kambiyo

piyasası ve kıymetli madenler piyasası; belli bir yerin olup olmamasına göre piyasalar organize piyasalar ve serbest piyasalar ve son olarak işlemlerin türüne göre ise birincil ve ikincil piyasa olarak ayrılmaktadır. Konunun bu bölümünde fonların kullanım süreleri açısından farklılık gösteren para ve sermaye piyasası ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.1.3.1 Para Piyasaları

Ekonomide para piyasalarının likit değerler açısından büyük önemi vardır. Likit değerlerin hareketliliği para piyasalarının hareketliliğini ifade etmektedir.

Para piyasaları, vadeleri bir yıl ya da daha kısa vadeli menkul kıymetler ve kredilerin; yani kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Para piyasasında işlemlerin yapıldığı özel bir yer yoktur. (Büker ve Bayar, 2000: 340)

Para piyasaları, süresi bir yıldan daha kısa süreli olan kısa vadeli borçlanma enstrümanlarının yer aldığı finansal piyasalardır. (Mishkin, 2004: 27) Para piyasasında yatırımcılar, piyasaya sundukları fonlardan bir yıl içerisinde getiri elde etmeyi beklerler. Dolayısıyla yatırdıkları paralardan aylık, üç aylık, altı aylık ya da yıllık olarak faiz geliri elde etmeleri mümkündür.

Para piyasaları, süresi bir yıl veya daha kısa süreli oldukları için likidite dereceleri oldukça yüksektir. Bundan dolayı kısa vadeli yatırım için kullanılırlar. Başka bir anlatımla işletmede işletme finansmanını karşılamaya dönüktür.

Para piyasasının en belirgin kurumu, ticari bankalardır. Ticari bankalar, özellikle senetleri iskontoya kabul ederek veya işletmeye kısa vadeli krediler açarak bu piyasada çok önemli rol oynarlar. Her ne kadar bu piyasada leasing şirketleri, factoring ve forfaiting şirketleri ve sigorta kurumları faaliyet gösterebilirler de para piyasasının esas aracı kurumu ticari bankalardır. (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 6)

Bankalar müşterilerine kısa vadeli kredi verirler. Kısa vadeli kredi verilirken kullanılan araçlar genellikle ticari senetler, poliçeler ve çeklerdir. Bunlara ilave olarak, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, mevduat defterleri, finansman bonoları, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka kabulleri ve kredi kartları, para piyasası araçları olarak sayılabilir (Kotar, 1971: 5)

Para piyasasının en önemli fonksiyonlarından birisi, fon transferini yaparak ekonomik gelişme ve büyümeye katkı sağlamaktır.(Horne ve Van, J. C., 1971: 293) Para piyasası sayesinde kişi ya da kurumların tasarrufları (birikimleri), ticari bankalar aracılığı ile piyasaya aktarılarak, bu fonlardan daha fazla kişinin yararlanması sağlanmış olacaktır. Bu da fon arz eden, fon talep eden ve fon arz ve talebine aracılık eden kurumların piyasada güven içerisinde işlemlerini yerine getirmesini olanaklı kılmaktadır.

Bankaların topladıkları tasarruflara ödedikleri faiz ile kredi olarak verdikleri paralardan elde edilen gelirler arasındaki farka marjın ya da spread adı verilir. Söz konusu gelirin elde edilmesi sırasında bankalar kredi riski, yasal risk ve faiz riskiyle karşı karşıya kalırlar. Kredi riski geri ödenmeme riski olarak da ifade edilir. Başka bir ifadeyle kredi riski, kredi verilen tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesidir. Yasal riskten, yasa yapıcıların kuralları ile ve kanunları değiştirmeleri ile bankaların gelirlerinde meydana gelecek düşmeler anlaşılmaktadır. Faiz oranı riski ise bankaların tasarruflara ödediği faiz oranı ile uzun vadeli yaptığı yatırımlar veya verdiği kredilerden elde edeceği faiz gelirleri arasındaki farkın değişmesinden kaynaklanmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 6-7)

Daha önce de değinildiği gibi finansal piyasalar belli bir yerin olup olmaması ayırımına göre de ayırım tabii tutulmuştu. Aynı biçimde, para piyasaları da örgütlenmiş para piyasaları ve örgütlenmemiş para piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Örgütlenmiş piyasalar kesimine bankalar örnek verilebilir. Örgütlenmemiş para piyasaları ise herhangi bir denetimin olmadığı ve alıcı ve

satıcıların birbirleriyle iletişim kurabildiği piyasalardır. Bunlara, döviz bürolarında gerçekleştirilen işlemler örnek olarak gösterilebilir.

1.1.3.2 Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları, uzun vadeli nitelik gösteren fonların, uzman kuruluşlar yardımıyla arz ve talebinin transferlerinin yapıldığı piyasalardır.

Sermaye piyasası, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasında fon akımını sağlayan, aracı kurumlar ve bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sistemidir. Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı ve temel taşı olan menkulleştirme yoluyla, fonlara, geleneksel sistemden daha kolay, daha yaygın ve daha ucuz el değiştirme imkanı veren bu piyasa, para piyasası ile birlikte finansal piyasalar içerisinde önemli konuma gelmiştir. (Tanör, 1999:3)

Bir başka tanıma göre sermaye piyasaları, hisse senedi, tahvil ve benzeri pazarlanabilir menkul kıymetlerin alınıp satıldığı yerlerdir. (Sladen, 1967: 149) Sermaye piyasalarında işlemler, tahvil, hisse senedi vb... gibi menkul kıymet adı verilen değerli kağıtların değişimi ile gerçekleştirilmektedir.

Para piyasasında yatırımcılar tasarruflarını bir aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirebilirken, sermaye piyasalarında alıcı ve satıcılar birbirleriyle ilişki kurmadan da işlemlerini gerçekleştirebilmektedirler. Artan teknolojik olanaklar, sermaye piyasasının gelişimine etki etmiştir. Yatırımcılar, menkul kıymet alım ya da satım talimatlarını internet ortamında gerçekleştirerek işlemlerini daha hızlı bir biçimde yerine getirebilmektedir. Bu sayede, çok uluslu hale gelen dünyada, sadece tek ülkedeki bir piyasanın değil, diğer ülkelerdeki sermaye piyasalarının da izlenmesi daha kolay hale gelmiştir.

Bir ülkede sermaye piyasalarının gelişmesi, ekonomik gelişmenin bir sonucudur. Ekonomik gelişme kendiliğinden sermaye piyasalarının gelişmesini sağlar. (Ceylan ve Korkmaz, 14) Bir ülkede sermaye piyasasının gelişebilmesi için aşağıda belirtilen koşulların olması gerekir: (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007: 38)

- Ekonomide tasarruf düzeyinin yükselmesi,
- Özel ya da kamu işletmelerinin uzun süreli fonlara ihtiyaçlarının olması ,
- Menkul değerlere yatırım yapılmasına uygun ortamın olması,
- Çok sayıda halka açık anonim ortaklıkların olması,
- Sermaye piyasasına aracılık yapacak aracı kurumların gelişmiş olması,
- Halka açıklanacak bilgileri izleyecek, onaylayacak, yatırım analizleri yapabilecek kişi ya da kurumların olması,
- Sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayacak yasal düzenlemelerin olması gibi sayılabilir.

Sermaye piyasasının fonksiyonu, tasarrufların endüstri ve işletmelere tahsisini sağlamaktır. İşletmeler, mal ve hizmetlerine olan talep arttıkça kapasitelerini arttırmaları ve yeni yatırımlara yönelirler. Bu nedenle işletmelerin sermaye gereksinimleri de artar. Genellikle mal ve hizmetlerine talep artışı olmayan işletmeler için ilave sermayeye gereksinim de olmayacaktır. (Branch, 1976: 346)

Sermaye piyasaları da tıpkı para piyasalarında olduğu gibi organize olmuş ve organize olmamış sermaye piyasaları şeklinde ikiye ayrılır. Organize olmuş sermaye piyasalarına borsalar örnek verilebilir. Organize olmamış sermaye piyasaları da menkul kıymet alım satımlarının borsalar dışında ve komisyoncular vasıtasıyla gerçekleştiği piyasalardır.

Sermaye piyasaları işlemlerine göre ise birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere işlem görmektedir: İlk defa çıkarılan hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetleri ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya banka veya

aracı kurumlar vasıtasıyla karşılaştıkları piyasalara birincil piyasalar denir. Bu piyasaların temel amacı, orta ve uzun süreli fonların tasarruf sahiplerinden işletmelere akışını sağlamak ve tahvil ve hisse senetleri satışı ile işletmelere yeni sermaye yaratmaktır.

Birincil piyasada dolaşımda bulunan orta ve uzun süreli menkul kıymetlerin işlem gördüğü hisse senetlerinde hiçbir zaman; tahvillerde vadesi geldiğinde menkul kıymetleri ihraç eden şirketlere başvuru piyasalara ikincil piyasalar denir. İkincil piyasaların temel amacı, menkul kıymetlerin paraya dönüşüm hızını artırarak birincil piyasaya talep yaratmak ve gelişmesine yardımcı olmaktır. Bu piyasadaki işlemlerin işletmeler ile ilgisi olmayıp sadece ticari bir mal alım satımını içeren bir işlem niteliği taşımasıdır. (Kondak, 26) Diğer bir deyişle ikincil piyasaların özelliği, birincil piyasada gerçekleşen işlemlerin sayısının artmasını sağlamaktır.

1.1.3.3 Para Piyasası ve Sermaye Piyasası Arasındaki İlişki ve Farklılıklar

Para ve sermaye piyasası, yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılama yönünden birbirinden farklılıklar göstermekte ve fonların transferi bir piyasadaki diğer piyasaya doğru geçebilmektedir. Bununla beraber, bu iki piyasa türü açısından birçok farklılık vardır.

Finansal piyasa sistemi içerisinde yer alan sermaye piyasası ve para piyasası, piyasa sistemi içerisinde farklı yatırım amaçlarına hizmet etmektedir. Ancak bu iki piyasa arasında finansal sistem içerisinde bir etkileşim söz konusudur. Sermaye piyasası ile para piyasası şu nedenlerden dolayı birbirleriyle sıkı ilişki içerisinde: (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 8)

- Fon sunanlar yatırım politikalarına ve gelir oranlarına bağlı olarak birikimlerini bir piyasadaki ya da her iki piyasaya yönelmeyi yeğleyebilirler.

- Aynı şekilde fon kullananlar, fonlarını bir piyasadan ya da her iki piyasadan da sağlayabilirler.
- Piyasalar arasında birisinden ötekine, ileriye ve geriye doğru sürekli bir fon akımı vardır.
- Bazı kurumlar her iki pazara da hizmet ederler. Örneğin bankalar, yatırımcılara kısa vadeli fon sağlayabileceği gibi uzun süreli fon da sağlayabilirler.
- Para ve sermaye piyasalarındaki gelirler birbirleri ile yakından ilişkilidir. Faiz oranlarının serbestçe oluştuğu ekonomilerde para piyasasındaki faiz oranlarının değişmesi sermaye piyasasındaki uzun süreli faiz oranlarında da aynı yönde bir değişiklik yaratır.

Para ve sermaye piyasası arasında yukarıda sayılan ilişkilere karşılık, bu iki piyasa türü bazı yönlerden de farklılık göstermektedir. Tablo 1. 2’de para ve sermaye piyasaları arasındaki farklılıklar gösterilmiştir:

Tablo 1. 2 Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması

FARKLAR	PARA PİYASASI	SERMAYE PİYASASI
SÜRE	Kısa süreli fon istem ve sunumunun gerçekleştiği pazardır.	Uzun süreli fon istem ve sunumunun karşılaştığı pazardır.
İŞLEV	Geçici nitelikteki likit sıkıntısının giderilmesi için başvurulur.	Sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimi için başvurulur.
KAYNAK	Fon kaynakları devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduattır.	Fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır.
ARAÇ	Fon alışverişinde kullanılan araçlar ticari senetlerdir.	Fon alışverişinde kullanılan araçlar pay senedi, tahvil gibi menkul değerlerdir.
FAİZ	Kısa süreli fon alışverişi vardır ve risk ve dolayısıyla faiz oranı düşüktür.	Uzun süreli fon alışverişi söz konusu olduğundan risk dolayısıyla faiz oranı yüksektir.

Kaynak: Yüksel ve Rodoplu, 1980: 7

Tablo 1. 2'ye göre para ve sermaye piyasası arasında beş farklı unsur göze çarpmaktadır. Bu unsurlar, süre, işlev, kaynak, kullanılan araç ve faizdir. Buna göre bir yatırımcı, hangi sürede, hangi işlevde, hangi kaynakları kullanarak ve son olarak hangi risk düzeyinde bir yatırımı tercih edeceğine karar vermelidir.

Finansal sistemi oluşturan unsurların fon arz edenler (tasarruf sahipleri) ile fon talep edenler (yatırımcılar) ve fon arz ve talebine aracılık eden kuruluşlar (yardımcı kuruluşlar) olduğu belirtilmiştir. Buna göre sermaye piyasasını oluşturan bu unsurlara aşağıda yer verilmiştir.

1.2 SERMAYE PİYASASINA FON SUNANLAR (TASARRUF SAHİPLERİ)

İşletmeler, kişiler, bankalar, sigorta şirketleri vb... kuruluşlar, piyasaya fon sunarlarken en yüksek getiriyi elde etmek isterler.

Sermaye piyasasına fon arz eden tasarruf sahipleri, belirli bir risk karşılığında en yüksek getiri elde etmeyi amaçlamaktadır. Piyasaya fon sunanlar bireysel düzeyde olabileceği gibi kurumsal düzeyde de olabilir. Buna göre, sermaye piyasasına fon sunanlar (tasarruf sahipleri), sekiz başlık altında incelenebilir: (Büker ve Bayar, 346)

- Kişiler
- İşletmeler
- Bankalar
- Sigorta Şirketleri
- Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK)
- Türkiye Cumhuriyeti Emekli Sandığı
- Bağ-Kur
- Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK)

1.2.1 Kişiler

Sermaye piyasasının tarafları arasında en önemlisi bireysel yatırımcılardır. İster uzun vadeli düşünen tasarrufçu olsun ister konuya kısa vadeli bakan yatırımcı

olsun bireysel yatırımcılar piyasanın temel direğidir. Aracılık faaliyetinde bulunanlar, bu işlemlere ortam hazırlayanlar, denetimle yükümlü bulunanlar da bireysel yatırımcıların yokluğu durumunda kendi varlık nedenlerinden yoksun kalırlar. (Tanör, 136) Bireysel yatırımcılar, ister kendi kendilerine isterse de yardımcı kuruluşlar aracılığı ile olsun sermaye piyasasına fon arz eden en etkili yatırımcıdır. Çünkü, kurumsal yatırım anlamında da kurumsal yatırımı oluşturan yine bireysel yatırımcılardır.

1.2.2 İşletmeler

İşletme, emek, sermaye, doğal çevre, enerji gibi üretim faktörlerini birleştirerek kar elde etme amacıyla kurulan birimlerdir. İşletmelerin en önemli işlevlerinden birisi finansman işlevidir. İşletmelerin belirli dönemlerinde ellerinde bulundurdukları atıl fonları yatırıma dönüştürebilmeleri açısından sermaye piyasasının varlığı önem taşımaktadır. İşletmelerin atıl fonları dağıtılmayan karlardan ve amortismanlardan oluşmaktadır. İşletmeler bu atıl fonları genellikle kendi yatırımlarında kullanmakta iseler de bazı durumlarda işletmeler bu fonların değerlendirilmesi amacıyla diğer işletmelerin menkul kıymetlerine yatırarak fon kaynağı yaratma açısından etkili olmaktadır. (Büker ve Bayar, 347). Diğer bir deyişle işletmeler, ellerinde bulundurdukları fazla fonları, nakit açığı bulunan işletmelerin kullanımına sunmaktadırlar.

1.2.3 Bankalar

Bankalar, mevduat toplayarak borç veren kurumlardır. Bireyler borç alıp verme dışında birçok işlemini bankalar aracılığıyla gerçekleştirdikleri için bankalar, piyasaya fon arz edenler arasında çok büyük bir öneme sahiptir (Mishkin, 8). Bankalar, mevduat sahibi yatırımcılarının beklentilerini karşılayabilmek ve varlıklarını devam etmek amacıyla ellerinde bulunan bu mevduatları, sermaye piyasası aracılığıyla değerlendirirler. Bir bankanın mevduatlarının yüksek olması,

piyasada o kadar yüksek ölçüde fonun piyasada değerlendirildiği anlamına gelmektedir.

1.2.4 Sigorta Şirketleri

Kişiler, gelecekte karşılaşılabilecekleri birtakım riskler karşısında kendilerini güvence altına alabilmek için sigorta şirketleri adı verilen şirketleri belli bir prim karşılığında kendilerini sigorta ettirirler. Sigorta işleminin amacı, ileride karşılaşılabilecek olan yangın, kaza, doğal afet gibi durumlarda kişilerin zararlarını karşılamaktır.

Kişilerden toplanan primler, sermaye piyasası aracılığıyla değerlendirilmektedir. Sigorta sisteminin gelişmiş olduğu ülkeler, aynı zamanda sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdir.

Bununla birlikte, sosyal güvenlik kurumları başlığı altında incelenen kuruluşlar (SSK, Bağ-Kur, Emekli Sandığı, Ordu Yardımlaşma Kurumu gibi), üyelerinden topladıkları paraları, sermaye piyasalarında değerlendirirler. Böylece, sermaye piyasalarının gelişimine de katkıda bulunmuş olur.

1.3 SERMAYE PİYASASINDAN FON TALEP EDENLER

Sermaye piyasasından fon talep edenler, menkul değerler ihraç ederek en ucuz maliyetli kaynak sağlama amacını taşımaktadırlar.

Piyasaya fon arz eden tasarruf sahiplerinin yanında, sermaye piyasasından fon (kaynak) temin etme amacıyla bu piyasada yer alan kişi ya da kuruluşlar da mevcuttur. Sermaye piyasalarından fon talep edenler iki başlık altında incelenebilir: Bunlar, işletmeler ve devlettir. (Büker ve Bayar, 351-352)

1.3.1 İşletmeler

İşletmeler, uzun vadeli fon sağlamak amacıyla menkul kıymet ihracında bulunmaktadırlar. Bu da sermaye piyasasındaki fon talebinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Türkiye’ de işletmeler, hisse senedi ve tahvil başta olmak üzere değişik tür menkul kıymet ihraç ederek fon talebinde bulunabilmektedirler. Toplanan bu fonlar işletmelerin daha önce saptanan amaçları doğrultusunda kullanılmaktadır. İşletmelerin menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmesinin sebebi, nakit açıklarını ve bununla birlikte yeni yatırımlara girme amacını sermaye piyasalarından karşılama isteğidir.

1992 yılından itibaren sermaye piyasasına yapılan yeni düzenlemeler ile işletmeler çok çeşitli türde menkul kıymet ihraç ederek fon talebinde bulunabilme şansına sahip olmuşlardır. Ancak ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar nedeniyle faiz oranlarının artması, devletin fon ihtiyacının sermaye piyasalarından sağlamak istemesi sermaye piyasasından fon bulmanın maliyetini arttırmıştır.

1.3.2 Devlet (Kamu Kesimi)

Kamu kesiminin fon talebini belirleyen kamu borçları, devletin birtakım nedenler ile çeşitli kişi ve kurumlara borçlanmasını ifade etmektedir. Uzun vadeli kamu borçları başlangıçta sadece savaş giderleri ve büyük yatırım harcamaları gibi vergi gelirleri ile finansmanı olanaksız giderlerin karşılanması amacıyla bir finansman yöntemi olarak kullanılmışsa bugün kamu gelirlerinin sürekli ve önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Devletin ödeme güclüğü içinde bulunduğu ve giderlerini karşılayamadığı durumlarda devletler, tahvil ihracı gerçekleştirerek piyasadan kaynak sağlama arayışı içine girerler.

Tasarruflarına yatırım alanı arayan kişi ve kurumların bir kısmı sermaye piyasasına fon sunma arzusunda bulunmaktadır. Bu kişi ve kurumlar sermaye piyasasına sürülen tahvilleri satın alarak devlete gerekli olan fonları sağlamaktadır.

1.4 SERMAYE PİYASASINDA FON SUNUMUNA ve KULLANIMINA ARACILIK EDEN KURUMLAR

Sermaye piyasası ve bu piyasaya fon sunanların olduğu düşünülürse, bu işlemleri sürdürebilecek birtakım kurumlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Sermaye piyasasında fon sunumu ve kullanımına aracılık eden kurumlar, aracı kurumlar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar olmak üzere dört grupta incelenebilmektedir: (Sarıkamış, 1998: 135)

1.4.1 Aracı Kurumlar

Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yolu ile satışına aracılık etmek ve/veya daha önce çıkarılmış araçların aracılık amacı ile alım satımını yapmak üzere anonim ortaklık olarak kurulmuş ekonomik birimlerdir.

Aracı kurumların ve onların faaliyet alanlarında çalışma yapmak isteyen bankaların sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunabilmeleri, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almaları ile mümkündür.

1.4.2 Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçlarıyla ulusal ve uluslar arası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. (Yatırım Ortaklıklarına Ait Esaslar Tebliği, 122)

Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olmak amacı güdemezler. (Coşkun, 2005: 175)

Yatırım ortaklıklarına ait olan temel ilkeler şunlardır: (SPK, 2009)

- Riskin dağıtılması ilkesi,
- Profesyonel yönetim
- Menkul kıymet portföyü işletmek
- Ortaklıktan doğan haklar
- Mal varlığının korunması

1.4.3 Yatırım Fonları

Yatırım fonları, çok sayıda yatırımcı için yatırım ortamı oluşturur; yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkule ve diğer kıymetli madenlere yönlendirir.

Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla belge sahibi hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulurlar.

Yatırım fonları daha çok küçük yatırımcılar için çekicidir. Çünkü yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca bireysel portföyler küçük portföyler olduklarından risklidir. Bu risk hem anaparanın korunması hem de portföy verimi açısından söz konusudur. (Taner ve Akkaya, 69). Dolayısıyla bireysel yatırımcılar, yatırımlarını menkul kıymetler konusunda uzmanlaşmış kurumsal yatırımcılar olan yatırım fonları aracılığıyla yönetme arayışı içine girerler.

1.4.4 Diğer Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasasında fon arz ve talebine aracılık eden yardımcı kuruluşlar yanında kanuna göre birtakım yardımcı kuruluşlar da yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kanununun 39. Maddesine göre diğer sermaye piyasası kuruluşları şu şekilde belirtilmiştir: (Sarıkamış, 141)

- Sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması, derecelendirilmesi ve bu araçları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar ile sermaye piyasası kurumlarının denetlenmesi ile uğraşan kuruluşlar,
- Yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi gibi sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan ortaklıklar,
- Ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek, özellikle varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etmek amacı ile kurulan genel finans ortaklıkları,
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezi, diğer yardımcı kuruluşlar olarak belirlenmiştir.

1.5 SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Sermaye piyasasında fon arz ve talep işlemi, menkul kıymet adı verilen değerli kağıtların alış verişi ile sağlanmaktadır.

Sermaye piyasasında işlem gören değerli kağıtlara sermaye piyasası araçları denir. Tahvil, hisse senedi vb... araçlar sermaye piyasası aracı olarak sayılabilir. Bu araçlar sahiplerine belli bir getiri sağlarlar. Diğer bir tanıma göre sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır. (SPK, md.3)

Buna göre menkul kıymetler, ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır. (SPK, md.3)

Kıymetli evrak ile menkul kıymetler arasında önemli bir farklılık vardır. Her kıymetli evrak bir menkul kıymet değildir; ancak her menkul kıymet bir kıymetli evraktır. Şöyle ki, kıymetli evraklar, senetten doğacak olan hakların senetten ayrı olarak ileri sürülemeyeceği, senet ile hakkın birbirine bağlı olduğu menkul kıymetlerdir. Kıymetli evraklar arasında hisse senedi, tahvil, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri sayılabilir. Kıymetli evrak sayılmayan menkul

kıymetler arasında ise bono, poliçe, çek, yatırım fonu katılma belgeleri, mevduat sertifikaları örnek gösterilebilir.

Menkul kıymetler arasında ise şu araçlar sayılabilir:

- Tahvil
- Hisse Senedi
- Katılma İntifa Senetleri
- Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri
- Finansman Bonoları
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)
- Gelir Ortaklığı Senetleri

Diğer sermaye piyasası araçları ise çek, poliçe, nakit, mevduat sertifikası gibi sahibine sadece alacaklılık hakkı sağlayan araçlardır.

Bu bölümde öncelikle tahvil ile birlikte, hisse senedi dışında kalan menkul kıymetler tanıtılacak, araştırmanın konusunu oluşturan hisse senetlerine ise en son yer verilecektir.

1.5.1 Tahvil

Tahvil, devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ve uzun vadeli fon sağlamak üzere çıkarttıkları borç senetleridir. Tahviller halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılabilir. Kamu borçlanma aracı dışındaki tahvillerin ihraç ve halka arzı için Sermaye Piyasası Kuruluna kaydettirilmesi gerekir.

Tahvillerin halka arz edilmesi durumunda tahvil ihraç koşulları ve ihraççı şirket hakkındaki hukuki ve mali bilgiler izahname ve sirkülerde yer alır. Tahviller sahiplerine herhangi bir ortaklık hakkı vermez; sadece ihraççıya karşı alacaklılık hakkı sağlar. (SPK, 2007: 8)

Tahvil, belirli bir faiz oranı üzerinden belli bir tarihte anapara ve faizin birlikte ödendiği bir menkul kıymettir. Tahviller, gelirin korunması ile birlikte aynı zamanda sermayenin (anapara) korunmasını sağlar. (Brandes, 2003: 3)

Aşağıda tahvillere ilişkin bazı terim ve kavramlar verilmiştir: (Alpan, Tevfik ve Tevfik, 2001: 250)

- Tahvilin Faizi: Tahvilin faizi altı ayda bir ya da yılda bir kez ödenir. Kupon (nominal) faiz oranı, ödenecek faizi belirler.
- Getiri: Tahvilin, yatırımcı tarafından vadeye kadar tutulması halindeki getiri oranıdır. Bu oran kupon faiz oranından farklıdır.
- Geri Çekme Hükümü: Bu hüküm, şirketin belirli fiyattan belirli bir dönem boyunca çıkardığı tahvilleri almasına olanak verir.
- Ödenim (İtfa) Fonu: Belirli bir para, borcun ödenmesi için her yıl ayrılır.
- Tahvil sözleşmesine itfa fonu oluşturulmasına ilişkin hükümler konabilir. Böylece yatırımcılar belli ölçüde korunmuş olur. Kuşkusuz bu fonun işletmenin olağan işlerinde kullanılması gerekir. Ayrıca bu fon tutarı kadar kardan pay ayrılabilir.

Sermaye piyasası araçlarından biri olan tahvilin değerinin belirlenmesinde şu hususlar dikkati çekmektedir. (Kabakçı, 2007:24)

- Tahvillerin likiditesi arttıkça piyasa değeri de yükselir.
- Tahvillerin vadesiyle ilgili süre kısaldıkça likiditenin artması nedeniyle tahvilin değeri de artar.
- Tahvillerin güvenilirliği tahvilin piyasa değerini olumlu etkiler.
- Süresi uzun tahviller, risklilik derecesini arttıracığından piyasa değerini düşürür.
- Tahvilin değerini etkileyen bir özellik piyasanın ekonomik koşullarıdır.
- Piyasada faiz oranlarının yükselmesi durumunda tahvilin değeri azalırken, faiz oranlarının düşmesi tahvillere değer kazandırır.

1.5.2 Katılma İntifa Senetleri

Katılma intifa senetleri, özellikle halka hisse senedi satarak halka açılmak istemeyen kapalı aile anonim ortaklıklarının özsermaye sağlamalarına olanak veren bir araçtır. Katılma intifa senedinin çıkarılan ortaklık açısından en büyük avantajı, yönetimi paylaşmak gereği olmaksızın özsermaye sağlayabilmesidir. (Akgüç, 1998: 775)

Hamiline ya da nama yazılı çıkarılabilen bu senetler, ortaklık ana sözleşmesinde hüküm bulunmak kaydıyla süresiz çıkarılabilirler. Üzerinde nominal değeri ile çıkarılmakta olan KİS, yurt içinde veya Maliye Bakanlığı izniyle yurt dışında nakit karşılığı olarak satılabilmektedir. (Zengin, 2006: 20)

1.5.3 Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

Kar ve zarar ortaklığı belgesi, “faiz” kavramı yerine “kar ve zarara ortak olma” kavramını ikame etmek isteyen bir anlayışın ve anonim ortaklıklara belli fonlar yatırılarak karşılığında “kar” elde etmek arzusunun yarattığı bir menkul kıymettir.

Kar ve zarar ortaklığı belgesinin çıkarılmasındaki temel amaç, menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bunun yanı sıra kar ve zarar ortaklığı belgelerinin kendine özgü bir menkul kıymet olarak faiz dışı kazanca uygun bir yönü vardır. (Günel, 1987: 107-109) Diğer bir deyişle kar ve zarar ortaklığı belgeleri piyasada faiz kazancını uygun görmeyen yatırımcılara yönelik bir yatırım aracı olarak dikkat çekmektedir. KOB’lar, hisse senedine çok benzemektedir. Ancak, hisse senedi sahiplerinin haklarından bazılarını sahip olmaları nedeniyle imtiyazlı hisse senetlerine daha fazla benzedikleri ileri sürülmektedir. Öte yandan bu tür menkul kıymet sahiplerinin zarara da katlanmaları bu belgeleri kara iştirakli tahvillerden ayırmaktadır. (Yılmaz ve Kabakçı, 1982,253-268)

1.5.4 Finansman Bonoları

Finansman bonoları, banka kredilerine alternatif, kısa süreli borçlanma aracı olarak kabul edilen bir araçtır. Bu tür senetler genellikle güvencesiz olarak çıkartıldıkları için ancak sermaye yapısı, likiditesi ve karlılığı güçlü olan işletmeler bu olanaktan yararlanabilmektedir. Dolayısıyla büyük şirketler için oluşturulan kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Finansman bonolarının süreleri 60 günden az olmamakla birlikte 720 günden de çok olamaz.

Finansman bonoları genellikle güvencesiz olarak çıkartılırlar. Ancak Tebliğ, güvencelerine göre altı tür finansman bonusu çıkarılabileceğini hükme bağlamıştır. Bunlar;

- A Tipi: Güvencesiz finansman bonolarıdır.
- B Tipi: Çıkaran ortaklık tarafından taahhüt edilmiş, banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonolarıdır.
- C Tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonolarıdır.
- D Tipi: Yeddiemin bir bankaya yatırılmış, Kurul'ca belirlenen güvencelerden oluşan belirli bir güvence portföyüne dayalı olarak çıkarılan finansman bonolarıdır.
- E Tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonolarıdır.
- F Tipi: Bir anonim ortaklığın ortak borçlusunu olduğu ve zincirleme kefil olarak ödeme garantisi taşıyan finansman bonolarıdır.

1.5.5 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK)'nın finans teorisindeki karşılığı olan menkul kıymetleştirme (securitization), geniş anlamıyla borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir (değiştirilebilir) enstrümanların gelişimi, dar anlamıyla bankaların, tasarruf kurumlarının ve diğer araçların likit olmayan aktiflerinin paketlenerek menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemi ifade etmektedir.

1980'lerde büyük bir ivme kazanan menkul kıymetleştirme işleminin doğuşu ABD ipotek piyasasının gelişimine dayanmaktadır. İpotek finansmanındaki arz ve talepteki bölgesel dengesizlikleri ortadan kaldırmak gereği ile bir devlet kurumu olan GNMA (Government National Mortgage Association) menkul kıymet programını başlatmıştır. GNMA, çeşitli devlet kurumlarının garanti verdiği ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin faizine ve anaparasına garanti vermeye yetkili kılınmıştır. Bir devlet kurumunun garanti vermesi ile bu menkul kıymetlerin geniş yatırımcı tabanına ulaşması ve yatırımcılar açısından cazip olması sağlanmıştır. Menkulleştirme yolu ile bankalar, halka kredi olarak verdikleri tutarları teminat olarak göstererek bu tutarları menkulleştirme yolu ile satma yoluna gitmişlerdir.

1.5.6 Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri, sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları gibi benzer kamu kurum ve kuruluşlarının gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir. (Dağlı, 2000: 31)

Bu anlamda gelir ortaklığı senetlerinin, devletin kendi bütçesi dışında yatırımlarına kaynak sağlama noktasında önemli bir görev üstlendiği söylenebilir.

1.5.7 Hisse Senetleri

Hisse senetleri, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, pay sahiplerinin sermaye payları üzerinde tasarruf hakkını temsil eden kıymetli evrak niteliğindeki belgelerdir. (Ataman, 1974: 22; Ataman ve Kibar 1999: 29)

Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri, anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır. (SPK, md. 4)

Hisse senetlerini anonim şirketler ihraç etmekte, bu senetleri alan yatırımcılar da şirketin ortağı olmaktadır. Sermaye piyasasının, en önemli yatırım araçlarından biri olan hisse senetleri sabit getirili menkul kıymetlere göre önemli farklılıklar taşımaktadır. Hisse senetleri sahipleri, şirketin karından ve performansından önemli ölçüde yararlanabilmesine karşılık, şirketin tasfiye olması durumunda ise tahvil ve diğer borçlarının ödenmesinden sonra şirketin mal varlığı üzerinde hak iddia edebilmektedir. Dolayısıyla hisse senedi sahiplerinin şirketin tasfiye olmasından sonraki alacakları, ancak tahvil sahiplerinin alacaklarının ödenmesinden sonra mümkün olmaktadır. Hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesi ve tahmin edilmesi ise oldukça karmaşık bir süreçtir. Hisse senedi fiyatları makroekonomik faktörlerden şirket ile ilgili çok özel bilgilere kadar binlerce faktörden etkilenmekte ve bu onu pazarın en gözde yatırım aracı haline getirmektedir. (Karan, 2004: 307; Dramalija, 2006: 4)

Hisse senetleri piyasasından uluslararası piyasaların gidişatı hakkında bilgiler alınabilir. Eğer yatırımcılar ekonomik gidişat hakkında olumlu görüşe sahipse, bu durum yatırımcıların hisse senetleri piyasasına yönelmesini sağlayacaktır. Başka bir deyişle, piyasaya güvenen bir yatırımcı, piyasadaki şirketlerin büyüyeceği inancını taşımakta; dolayısıyla ortak olacağı şirketlerin de karlılığının artacağını beklemektedir. Tersisi durumda; hisse senedi piyasasına güvenmeyen bir yatırımcı ise faiz gelirini tercih ederek ve anaparasını korumak ve bununla birlikte faiz geliri elde etmek isteyecek; bunun için de tahvil piyasasına yönelecektir.

Hisse senedi sahibinin taşıdığı bazı haklar vardır. Buna göre hisse senedi sahibi, şirket karından pay alma hakkı, tasfiye bakiyesine katılma ve pay alma hakkı, şirket yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı, şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı ve rüçhan hakkına sahiptir. Bununla birlikte hisse senedi sahibinin taşıdığı bazı sorumluluklar vardır: Hisse senedi sahipleri, ortak olduğu şirketten ayrılırlar bile şirketin sırlarını saklamak zorunda ve şirketin sermayeye katılma çağrılarına uymak durumundadır.

1.5.7.1 Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar

Hisse senetleri, sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler tarafından çıkarılabilir. Ayrıca özel kanunla kurulan bazı şirketler de hisse senedi çıkarabilir. (SPK, 184-185)

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar şunlardır:

- Anonim şirketler,
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler (SPK' nın 4. maddesi uyarınca, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz)
- Özel kanunla kurulan kurumlar (TCMB, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri)

Anonim şirketler de kendi içerisinde yalnızca TTK'ya kapsamında; hem TTK hem de SPK'ya tabi şirketler ve son olarak yalnızca SPK'ya tabi anonim ortaklıklar olarak üçe ayrılabilir.

Yalnızca TTK kapsamında olan şirketler, aile şirketi görünümündedir. Bu şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp bu yolla özermeye birikimini sağlama yolunu benimsemiştir.

Hem TTK hem de Sermaye Piyasası Kurulu hükümlerine tabi kapalı ya da aile anonim ortaklığı, SPK kapsamına girmeye karar verebilir ve böylece halka açık anonim ortaklık karakteri kazanabilir. Öte yandan pay sahibi sayısının 250'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların (hisse senetlerini halka arz etmeseler bile) hisse senetleri halka arz olmuş sayılır ve bu ortaklıklar halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar. (SPK, md. 11)

Sermaye artırımını yönünden yalnızca SPK hükümlerine tabi anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye arttırmak suretiyle hisse senetlerini halka

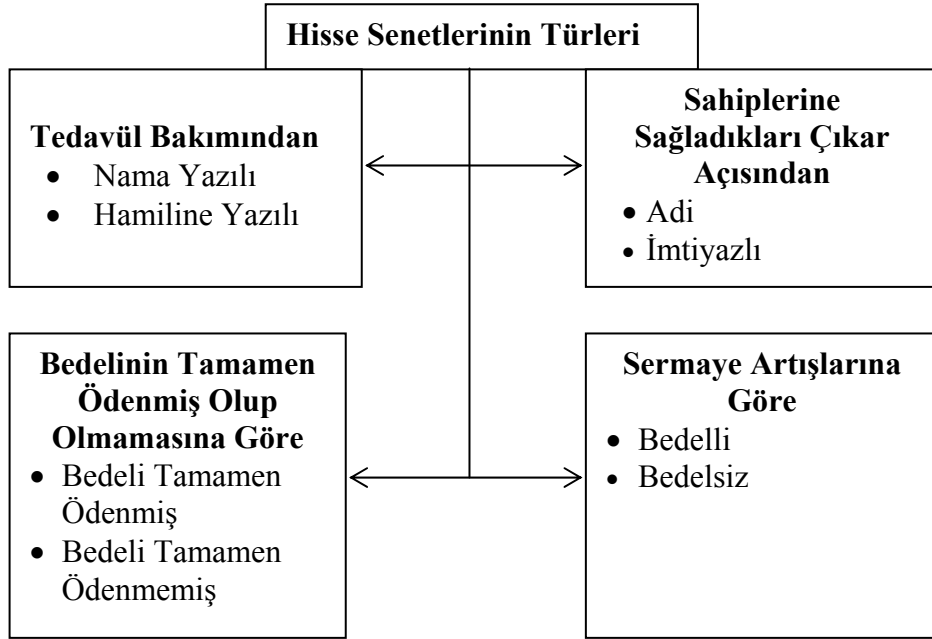
arz edecek olan anonim ortaklıklar da hisse senedi çıkarabilecek anonim şirketler arasındadır.

Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar da hisse senedi ihraç edebilir. Ancak teorik olarak menkul kıymet kabul edilebilecek olan bu senetler, kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir.

Özel kanunlarla kurulmuş bulunan kuruluşlar ise T.C Merkez Bankası, sigorta şirketleri, anonim ortaklık halinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşlarıdır. Bu şekilde kurulmuş olan kuruluşlar da hisse senedi çıkarabilmektedir.

1.5.7.2 Hisse Senetlerinin Türleri

Hisse senetlerinin türleri, adi ve imtiyazlı; nama ve hamiline, primli ve primsiz; bedelli ve bedelsiz ve son olarak kurucu ve intifa senetleri olmak üzere beş grupta toplanmıştır. (SPK, 186) Ancak TTK'ya göre hisse senetlerinin türleri dört ana başlık altında da gösterilebilmektedir. Bunlar tedavül bakımından hisse senetleri, bedellerinin tamamen ödenmiş olup olmamasına göre hisse senetleri, sahiplerine sağladığı çıkar açısından hisse senetleri ve sermaye artışlarına göre hisse senetleridir. Şekil 1. 2 'de hisse senetlerinin türleri dört grup halinde gösterilmiştir:



Şekil 1. 2 Hisse Senetlerinin Türleri

Kaynak: Kabakçı, 8

Adi ve İmtiyazlı Hisse Senedi: Hisse senetleri ana sözleşmede aksine hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar dağıtırlar. Sahibine eşit haklar dağıtan hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Ancak bazı hisse senetleri sahiplerine ayrıcalıklar tanıyabilir. Bunlar, kardan öncelikli pay alma, oy kullanmada öncelik ya da tasfiye halinde öncelikli olarak pay alma gibi durumlar olabilir. Sahiplerine adi hisse senetlerinden öncelikli olarak haklar tanıyan bu hisse senetlerine imtiyazlı hisse senedi denir.

Nama ve Hamiline Yazılı Hisse Senetleri: Hisse senetleriyle ilgili tüm hususlar T.T.K.'de gösterilmiştir. Şirketler nama yazılı veya hamiline olarak çıkardıkları hisse senetlerinde de diğer hisse senedi türlerinde olduğu gibi T.T.K' deki şekil ve şartlara uymak zorundadırlar. Nama yazılı hisse senetlerinde hisse senedini alan kişilerin şirketin pay defterine kaydedilmesi zorunludur. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senet sahibi olanlar şirketin pay defterine kaydedilmez ve hamiline yazılı hisse senedini elinde bulunduran kişiler senedin mülkiyetini de elinde tutmuş olur. Diğer bir deyişle, nama yazılı hisse senetlerinde hisse senedinin mülkiyeti, hisse senedi sahibinin isminin şirket pay defterinden çıkarılmasıyla

değişirken, hamiline hisse senedinde senedi elinde bulunduran kişi o hisse senedinin sahibi olur.

Bedeli Tamamen Ödenmiş ve Bedeli Tamamen Ödenmemiş Hisse Senetleri: Senet bedelinin tamamen ödenmiş olması durumunda bedeli ödenmiş hisse senetlerinden söz edilebilir. TTK ve ana sözleşme hükümlerine göre hisse senedi bedellerinin en az $\frac{1}{4}$ 'ünün ödenmiş olması durumunda bedelleri tamamen ödenmemiş hisse senetlerinden söz edilebilir. (Kabakçı, 8-9)

Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri: Şirketler özsermayelerine dışarıdan kaynak sağlamak için kimi durumlarda sermaye artırımına giderler. Bu durumda şirketler, sermayeye ortak olmak isteyen üçüncü kişilere hisse senetlerini belli fiyattan satmak isterler. Hisse senetlerinin üçüncü kişilere satılması durumunda bedelli hisse senetlerinden söz edilebilir. Bedelsiz hisse senetlerinde ise sadece hisse senetleri sahiplerine; yani şirketin ortaklarına dağıtılmamış karlar üzerinden yeniden hisse senedi dağıtılır. Bu durumda pay senetlerinin yeniden satın alınmasına gerek yoktur.

Bununla birlikte hisse senetleri piyasasında primli-primsiz hisse senetleri ile kurucu ve intifa senetlerinden de söz edilmesi mümkündür:

Primli ve Primsiz Hisse Senetleri: Hisse senetleri belli bir nominal (itibari) değer üzerinden işlem görürler. Hisse senetlerinin nominal değer üzerinde işlem gören hisse senetlerine primli hisse senetleri denirken; nominal değer altında işlem gören hisse senetlerine primsiz hisse senedi adı verilir.

Kurucu ve İntifa Senetleri: Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkı da vermez. Bu durumda kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere ana sözleşme hükümleri gereğince şirket karının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir. İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı

kararla, bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir.

1.5.7.3 Hisse Senetlerinde Değer Tanımlamaları

Hisse senedine ilişkin çok değişik değer kavramlarının varlığından söz edilebilir. Bu kavramlar değişik yöntemlerle bulunmakta olup genel kabul görmüş değer kavramları nominal değer, defter değeri, tasfiye değeri, piyasa değeri, işleyen teşebbüs değeri ve gerçek değer olarak sıralanabilir. (İvgen, 2003: 25)

Nominal Değer: Nominal değer, hisse senedinin üzerinde yazılı olan değeri ifade etmektedir. Genellikle sermaye miktarını belirlemek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedine verilen değerdir. (İvgen, 25)

Defter (Muhasebe) Değeri: Bir şirketin son bilançosundaki öz varlığı hesaplanıp, hisse senedi sayısına bölünerek hisse senedinin muhasebe değeri (defter değeri) bulunur. (Canbaş ve Doğukanlı, 32)

Tasfiye (Net Aktif) Değeri: Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değeri araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri tasfiye değerinin altına düştüğünde ise o işletmeyi likidite etmek en akıllı yol olacaktır. (Ceylan, 2000: 419; Dramalija, 47)

Piyasa Değeri: Hisse senedinin sermaye piyasasında oluşmuş fiyatına piyasa değeri denmektedir. Bu piyasalarda fiyatlar ilgili hisse senedine ilişkin arz ve talebe göre oluşmaktadır. Hisse senedinin piyasa fiyatında gerek piyasa koşullarının gerekse de makroekonomik dengelerde meydana gelen değişiklikler sonucunda dalgalanmalar olabilmektedir.

İşleyen Teşebbüs Değeri: Burada, işletmenin bir bütün olarak çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri piyasa değeri için alt sınırı oluştururken işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır. (Gönenli, 1985: 307; Ataman ve Kibar, 71)

Gerçek Değer: Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmelerin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. (Ertuna, 1986: 187-188; Ataman ve Kibar, 73)

Gerçek değer, bir hisse senedinin olması gereken değeri ifade etmektedir. Buna göre piyasada arz ve talebe göre gerçekleşmiş olan piyasa değeri, gerçek değer altında veya üstünde olabilir. Eğer hisse senedi olması gereken (gerçek) değerinin altında işlem görüyorsa, yatırımcı bu hisse senedinin ucuz olduğunu düşünüp bu hisse senedini alacaktır. Ters bir durumda ise elinde bu hisse senedinden varsa, hisse senetlerini satma yoluna gidecektir.

1.5.7.4 Hisse Senedine Değer Kazandıran Etmenler

Ekonomi alanındaki tüm gelişmeler, örneğin piyasadaki veriler, makroekonomik veya sektörel gelişmeler, faiz oranlarındaki değişim, döviz kurlarındaki değişim gibi birçok faktör hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olmaktadır.

Hisse senetlerini ihraç eden şirketlerin hisse senetlerinin değer kazanması beklenir. Çünkü hisse senetlerinin değeri düşük bir şirket, piyasadan fon bulmada zorlanacaktır. Dolayısıyla bir şirket için hisse senedinin değerinin yüksekliği çok önemlidir. Buna göre hisse senetlerine değer kazandıran etmenler aşağıda sıralanmıştır: (Kabakçı,14)

- Şirketlerin ürettiği malların ve hizmetlerin tüketiciler tarafından çok aranan mallar olması ve satış artışları
- İşletmelerin sermaye yapılarının işletmenin özelliklerine uygun optimal ve hedeflenen bir durum ve bileşimde olması; özkaynak ağırlıklı bir bileşimin seçilmesi
- İşletmelerin üretimde ileri bir teknoloji kullanması
- İşletmelerin hammadde sorunun olmaması ve hammadde kaynaklarının denetlenebilmesi
- Firmanın hisse senetlerinin likiditesi, acil durumlarda hisselerin satılabilme ve devredilebilme özelliğinin yüksek olması
- Şirketle ilgili sermaye artırımını beklentilerinin olması
- Şirketin güçlü ve başarılı bir şirket olması, her yıl ve sürekli artan bir biçimde kar payı dağıtması şirketin hisse senetlerine değer kazandırır.

Yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparken gelecekte hisse senetlerinin değer kazanmasını beklemektedir. Bununla birlikte bir hisse senedinin alınıp satılmasına kadar geçen sürede; diğer bir deyişle hisse senedinin elde bulundurulduğu süre içinde yatırımcılar hem sermaye kazancı hem de kar payı elde etmek isterler. Bunun için hisse senedi alımı yapılmadan önce, yatırımcılar birtakım analiz ve değerlendirmeler sonucunda gelecekte değerinde artış bekledikleri hisse senetlerini satın alırlar. Ancak kesin olarak geleceği öngörmek mümkün olmadığı için yapılan bu analizler sonucunda da kusursuz olarak doğru tahminlerin yapılması mümkün değildir. Genellikle piyasa uzmanları tarafından sıklıkla başvurulan teknik analiz ve temel analiz ile birlikte, akademik çevrede sıklıkla tartışılan etkin piyasa hipotezi, hisse senetlerinin gelecekteki fiyatlarının öngörüsüne dayanmaktadır. Fakat her bir yöntemin kesin olarak doğru sonuçlar verdiğini söylemek olası değildir. İkinci bölümde hisse senetlerinin fiyatlarının öngörülmesinde kullanılan etkin piyasalar hipotezi, teknik analiz ve temel analiz hakkında bilgiler verilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMET YATIRIMLARI VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

2.1 MENKUL KIYMETLERE YATIRIM

Menkul kıymet yatırımlarında, ister tahviller yatırım ister de hisse senetlerine yapılan yatırımlar olsun yatırımcı için bir sermaye kazancı ve bununla birlikte kar/faiz geliri elde edilmesi söz konusudur. Sermaye kazancı, yatırımcının menkul kıymete yatırdığı paradır. Bunun için yatırımın uygun zamanda, uygun miktarda ve doğru finansal araçlarla yapılmasında fayda vardır. Bu noktada yatırım kavramının belirtilmesi yararlı olacaktır.

2.1.1 Yatırım Kavramı

Yatırım maddi veya manevi çıkar, kar, kazanç sağlamak için önceden yapılan harcama olarak tanımlanabilir. Yatırım bir kerede yapılabileceği gibi çeşitli zamanlara da yayılabilir. (SPK, 499)

Genel bir tanımlamaya göre gelecekte değerin artması ya da pozitif bir getiri getirmesi beklentisi ile atıl fonların ya da tasarrufların değerlendirildiği her türlü araç tedariki yatırım olarak adlandırılmaktadır. (Gitman ve Joehnk, 1988: 4; Kayalıdere, 2002: 61)

Finansal açıdan ise gelecekte bir gelir ya da verim elde edebilmek için tasarrufların menkul kıymet tedarikinde kullanılmasıdır. Bireyler gelecekteki ve bugünkü tüketimleri arasında denge kurabilmek amacıyla tasarruflarını verimli alanlarda kullanmak ve aynı zamanda sağlanan getiri ile birlikte faydasını ve hangi risk ölçüsünde gerçekleşeceğini bilmek isteyeceklerdir. Bu amaçla çeşitli finansal varlıklar arasında seçim yapmaya çalışacaklardır. Bireysel tasarrufçuların fonlarını değerlendirmek için çeşitli finansal varlıklar arasında seçim yapmaları da yatırım olarak değerlendirilmektedir. (Aksoy, 1988: 4; Kayalıdere, 62)

Yatırım kavramını ilgilendiren önemli bir kavram spekülasyon kavramıdır. Ancak yatırım ve spekülasyon arasında önemli bir farklılık vardır. Yatırım kavramı, anlık olarak karar verilmeyen, gelecekteki nakit giriş ve çıkışlarının öngörüsü yapılarak ve aynı şekilde belli bir oranda risk taşıyan bir kavramdır; bununla birlikte yatırım kavramında planlı ve programlı bir yatırımcı tipi söz konusudur. Spekülasyonda ise anlık olarak bir menkul kıymetin düşük fiyattan alınıp yüksek fiyattan satılacağı beklentisiyle yatırımcıları risk almaya teşvik etme durumu söz konusudur. Yani yatırımda planlı ve programlı bir seçim veya öngörü varken; spekülasyonda piyasa oyuncularının yönlendirmeleriyle risk alma isteği uyandıran getiri vaat edilen bir ortam vardır.

2.1 2 Yatırımcı ve Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler

Yatırımcı elinde bulunan varlığı, sermaye piyasasında değerlendirmek üzere fayda, çıkar, kar ya da kazanç sağlamayı amaçlayan kişi veya kurumlardır.

Yatırımla ilgilenenler, sadece kendi veya diğer kişi/kuruluşların tasarruflarını (diğer bir deyişle fonlarını) değerlendirenler veya değerlendirmeyi düşünenlerle sınırlı değildir. Sermaye piyasasında danışmanlık, aracılık gibi çeşitli konularda hizmet verenler, özel ve kamu sektöründeki çeşitli kuruluşlar, alternatif piyasalarla ilgilenenler ve basın da yatırım konusuyla bir hayli ilgilidir. (SPK, 499)

Rasyonel bir yatırımcının amacı, öncelikle değerlendirmeyi düşündüğü fonun değerini yitirmemesini sağlamak, sonrasında ise yatırdığı fonun üstünde getiriyi sağlayabilmektir. Ancak istenen (beklenen) getiri, içerisinde belli oranda risk de barındırmaktadır. Bu nedenle yatırımcı tarafından maksimum getiri amaçlanırken, söz konusu getiriyi elde edebilmek için de riskin en küçük olması arzulanmaktadır.

Yatırım kararının büyük önem arz ettiği bir dönemde yatırımcının da davranışını etkileyen birçok faktör vardır. Bunlar, (Kayalidere, 64)

- Yatırımcının şahsıyla ilgili faktörler,
- Ekonominin genel durumuyla ilgili faktörler
- Yatırım özelliği ile ilgili faktörlerdir ki bu son madde de yatırımın verimliliği ve güvenliği, yatırımın likiditesi, yatırımın vergi durumu ve yatırım riski şeklinde ayrılabilir.

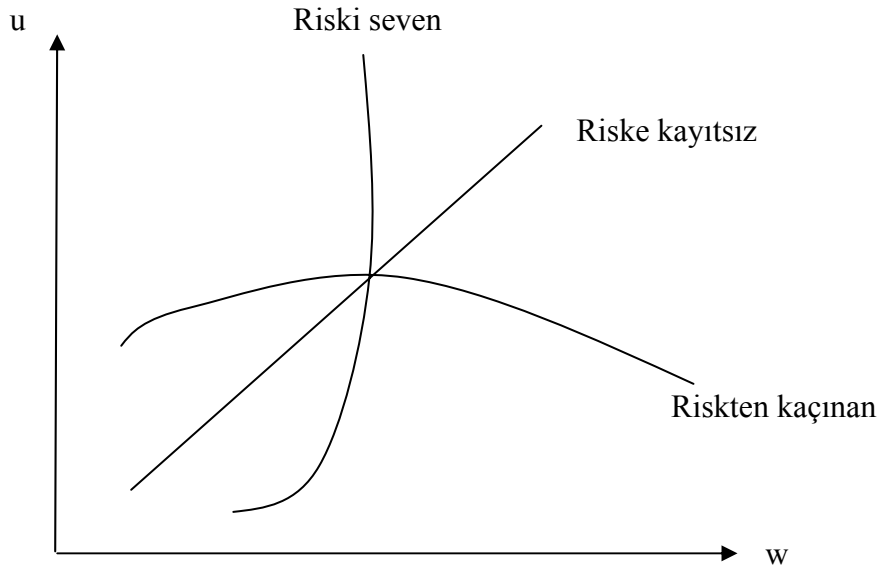
Daha önce de değinildiği gibi menkul kıymet yatırımlarında bir risk unsuru ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların risk karşısındaki tutumları da bu noktada önem kazanmaktadır.

2.1.3 Yatırımcıların Risk Karşısındaki Tutumları

Her menkul kıymet yatırımı beraberinde birtakım riskler de taşır. Yatırımcılar da bu riskler karşısında farklı davranışta bulunabilirler. Bu davranışlar üç türdür: (Kanalıcı, 1997: 13-14)

- Riskten kaçınan yatırımcılar (risk averters)
- Riske kayıtsız yatırımcılar (risk neutral)
- Riski seven yatırımcılar

Şekil 2. 1' de risk karşısında üç yatırımcı tipinin fayda eğrileri gösterilmiştir.



Şekil 2. 1 Risk Karşısında Üç Yatırımcının Fayda Fonksiyonları
Kaynak:Kanalıcı, 14

Riskten kaçınan yatırımcı, rasyonel davranan yatırımcı tipini gösterir. Şekilde görüldüğü üzere riskten kaçınan yatırımcının fayda eğrisi azalan bir seyir gösterir. Bu yatırımcılar riskten kaçarlar ve kazançları belli olan iki yatırımdan daha az riskli olanı tercih ederler. Dolayısıyla yatırımcılar risk arttığında daha yüksek tahmini kazanç talep ederler.

Riske kayıtsız kalan yatırımcı rasyonel davranmamaktadır. Fayda eğrisi doğrusal bir fonksiyondur. Belirli bir servet seviyesinde bir servet artışı söz konusu olduğunda bu durum aynı seviyede fayda artışına sebep olur.

Riski seven yatırımcılar için yatırım yapmanın tahmini faydası yatırım yapmamanın tahmini faydasından daha büyüktür. Riski arzulayan bir yatırımcının her ilave üniteye sağlayacağı fayda da giderek artmaktadır.

2.2 MENKUL KIYMET YATIRIMLARINDA RİSK VE TOPLAM RİSKİN KAYNAKLARI

Geleceğin bugünden kesin olarak bilinmemesi nedeni ile gelecekle ilgili tüm kararlarda kararın istenilen sonucu vermemesi tehlikesi vardır. Bu tehlike bir finansal varlık yatırımcısının yatırımla ilgili kararı için de söz konusudur. Yatırımcı, şu veya bu şekilde kendisini bu tehlikeden kısmen veya tamamen korumaya çalışır. Bu korunma, yatırım araçları arasında en az tehlike taşıyanı seçme şeklinde olabilir veya yatırımcı bu tehlikenin büyüklüğüne göre yatırımın daha büyük verim sağlamasını ister. Gerek daha az tehlike taşıyan yatırım araçlarını seçmek gerek yüksek tehlike taşıyan yatırımdan daha yüksek verim talep edebilmek için tehlikenin büyüklüğünü ölçmek gerekir. (Sarıkaş, 173)

Risk, bir menkul kıymet yatırımından beklenen getirinin, o menkul kıymetin gerçekleşen getirisinden farklı olma olasılığıdır.

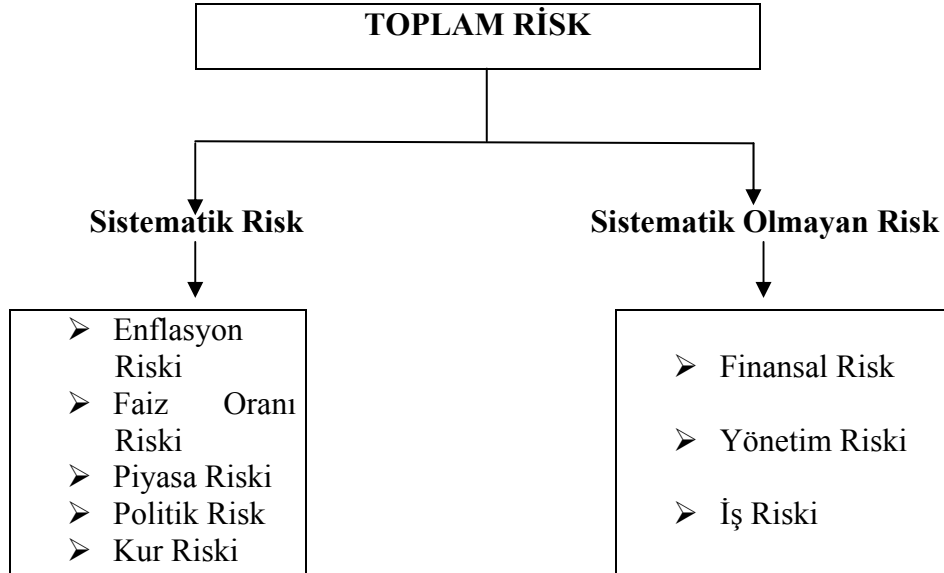
Belirsizlik kavramı, risk kavramı ile oldukça karıştırılan bir kavramdır. Buna göre riskte, bir olayın gerçekleşme olasılığı bilinirken olayların gerçekleşme

olasılıkları hakkında objektif bir değerlendirme söz konusu iken; belirsizlikte bir olayın gerçekleşmesi öznel değerlendirmelerle mümkün olmaktadır. Örneğin, menkul kıymet yatırımlarında bir menkul kıymetin geçmiş getirilerine bakılması ve bir gelecekle ilgili bir yatırım kararı verilmesi riske örnek olarak verilebilirken, belirsizlikte doğal afet, hava olayları gibi önceden kestirilemeyen doğal olaylar söz konusudur.

Risk, finansal davranışı etkileyen temel bir elementtir. Riskin eksikliğinde, kaynakların etkin dağıtımı için gerekli olan finansal sistem oldukça basitleşecektir. Riskin yaygın olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Hanehalkı, firmalar, devlet ve özellikle finansal kurumlar risk yönetimine odaklanmıştır. (Crouhy, Galai ve Mark, 2001: 13)

Risk çeşitleri, nedenlere bağlı olarak oluşmaktadır. Bu çeşitli nedenler iki ana başlık altında toplanabilir: Sistematik risk ve sistematik olmayan risk. (Akgüç, 845) Tablo 2. 1 'de sistematik ve sistematik olmayan riskin kaynakları gösterilmiştir:

Tablo 2. 1 Sistematik ve Sistematik Olmayan Riskin Kaynakları



Kaynak: Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2008: 199

Tablodan da görüleceği üzere toplam riskin sistematik riske ait olan bölümü, enflasyon riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riski olmak üzere beş başlık altında incelenirken; sistematik olmayan risk türleri de finansal risk, yönetim riski ve iş riski olmak üzere üç başlıkta toplanmaktadır.

Buna göre sistematik riskin sistematik olmayan riske göre daha genel nitelikte ve ekonomik olayların bütününe etkileyebilecek boyutta olduğu söylenebilir.

2.2.1 Sistematik Risk ve Sistematik Riskin Kaynakları

Ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliğinden kaynaklanan sistematik risk, tüm finansal (para ve sermaye piyasaları) ve bu piyasalarda işlem gören menkul değerlerin (finansal varlıkların) tümünü etkiler. Sistematik riski, şirket yöneticilerinin kontrol olanakları yoktur. Sistematik risk, yatırımın çeşitlendirilmesi ile giderilemeyen risk olarak da tanımlanabilir. (Akgüç, 865)

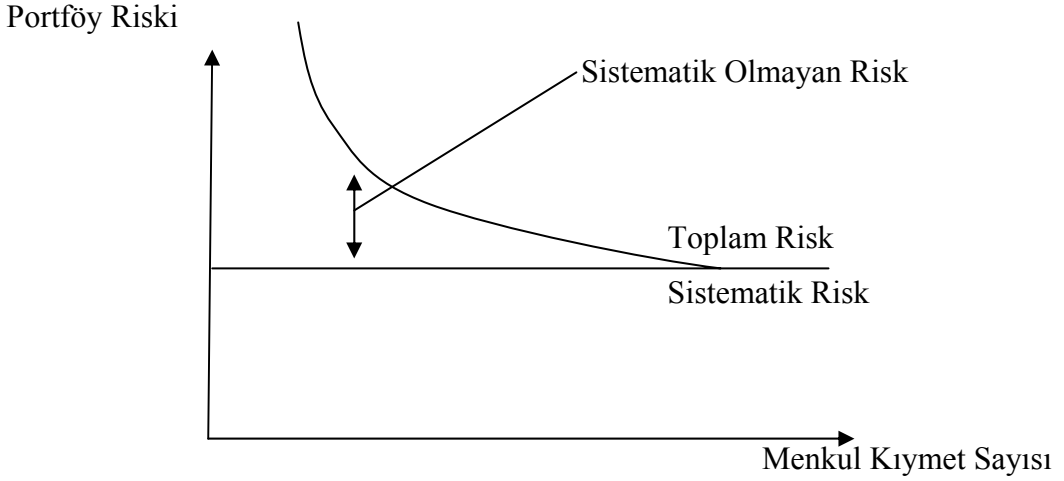
Sistematik risk, yatırımcı açısından kontrol edilemeyen risk türüdür. Menkul kıymetlere ya da onun ilgili olduğu işletmeye dışsal olan unsurlardan kaynaklanır. Örneğin piyasanın yükseliş trendine girip bütün menkul kıymetlerin fiyatlarının yükselmesi; aynı şekilde düşüşe geçip bütün menkul kıymetlerin fiyatlarının düşmesi, sistematik risk kapsamına girer. Yani, menkul kıymetlerin fiyatları sistemli bir şekilde aynı yönde hareket eder. (Kabakçı; 2009: 116)

Sistematik risk, piyasanın tümünü aynı anda etkiler. Sistematik risk için aşağıdaki örnekler verilebilir: (Usta, 2005: 232)

- Vergi oranlarının arttırılması,
- Beklenen enflasyondaki değişim,
- TCMB' nin kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmesi,
- Sıkı para politikasına geçilmesi,
- Uzun süreli faizlerde bir artış olması
- Dış ticaret sınırlamaları

- Petrol üreten ülkelerin boykot kararı almaları,
- Komşu bir ülkenin savaşa girmesi,

Sistemik risk, portföy çeşitlendirilmesiyle yok edilemeyen risk olarak da düşünülebilir. Dolayısıyla ne tür bir portföy oluşturulursa oluşturulsun, sistemik risk her zaman var olacaktır. Portföy kuramında çeşitlendirme ile portföy riski arasında bir ilişki olduğu varsayılır. Çeşitlendirmede amaç, riski azaltabilmektir. Çeşitlendirme ile riskin azaltılıp azaltılmadığı Şekil 2. 2 'de gösterilmiştir:



Şekil 2. 2 Çeşitlendirme ile Portföy Riski Arasındaki İlişki

Kaynak: Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 199

Görüldüğü gibi sistemik risk, yatay eksene paralel bir doğru ile gösterilmiştir. Bunun anlamı portföy ne kadar çeşitlendirilse çeşitlendirilsin, bu risk aynı düzeyde kalacaktır. Ancak sistemik risk, her zaman sabit değildir. Oluşturulan bazı portföyler için söz konusu risk düzeyi daha aşağı veya daha yüksek bir seviyede oluşabilir. Her portföy için mutlaka bir sistemik risk söz konusudur. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistemik olmayan risk, sistemik risk seviyesine kadar çekilebilir. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 199-200)

Sistematik riskin kaynaklarının enflasyon riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve döviz kuru riskinden oluştuğu daha önce belirtilmişti. Aşağıda her bir sistematik risk kaynağı ile ilgili bazı bilgilere yer verilmiştir:

2.2.1.1 Enflasyon (Satın Alma Gücü) Riski

Satın alma gücü riski menkul kıymet gelirleri ve değerlerinin enflasyon karşısındaki kayıplarından kaynaklanan risktir. (Aşıkoğlu, 1983: 94; Kanalcı, 18)

Bir görüşe göre pay senetleri, enflasyona karşı en dirençli finansal varlık türüdür. Enflasyonla birlikte firmaların satış ve karlarının artması, dağıtılan kar paylarında da yükselişe yol açar. Ayrıca pay senetleri ortaklık hakları da sağladığından firmaların enflasyon nedeniyle değeri yükselen ekonomik varlıkları (aktifleri) üzerinde de sahiplerinin haklarını korur. Enflasyon dönemlerinde bir yandan dağıtılan kar payları artarken diğer yandan ortaklığın iktisadi varlıklarının en azından reel değerlerini koruması, satın alma gücü riski nedeniyle pay senetlerine yatırım yapanların zarar görmelerini önler ya da zararı azaltır. (Akgüç, 895-896)

Ancak enflasyonun (satın alma gücü) artması, yatırımcılar tarafından arzu edilmeyen bir durum olacağından, bu noktada yatırımcıların finansal piyasalara fon sunması ya da finansal piyasalardan fon talep etmesi güçleşecektir. Bu noktada enflasyonun yüksek olması paranın değerini düşüreceğinden piyasalar bu durumdan olumsuz etkilenecektir.

2.2.1.2 Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski iki yönlü ele alınabilir. Bir taraftan faiz oranlarındaki değişimler menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilerken, öte yandan faiz oranlarındaki yükselme yatırımcı için kaybedilmiş bir fırsat olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü, faiz oranlarındaki yükselme menkul kıymetin fiyatının düşmesi demektir. Bu nedenle yatırımcı için enflasyon riskinde olduğu gibi zarar söz konusu olmaktadır. Sabit getirili menkul kıymetlerin vadesi, faiz oranları değiştiğinde fiyat üzerinde önemli bir

etkiye sahiptir. Çünkü menkul kıymetlerin fiyatı ile piyasadaki faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre faiz oranlarındaki yükselme fiyatların düşüşünü; faiz oranlarındaki düşüş ise menkul kıymetlerin fiyatlarının yükselişini ifade etmektedir. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 204)

Faiz oranlarında bir yükseliş meydana geldiğinde yatırımcılar, ellerinde bulunan fonlarını faiz getirisi elde etmek suretiyle değerlendirebilecekken, faiz oranlarının düştüğü durumlarda ise finansal piyasalara yönelecektir. Diğer bir deyişle yatırımcılar faiz oranının yüksek olduğu durumda, yüksek faiz oranı getirisi kadar bir getiri talep edecek; faiz oranının düşük olduğu durumda ise hisse senetlerine yönelecektir.

2.2.1.3 Piyasa Riski

Piyasa riski, piyasada herhangi bir sebebe bağlı olmadan gerçekleşen olayların, yatırımcılar üzerinde psikolojik etkiler yapmasını ifade etmektedir. Piyasada beklentilerin önemi çok büyüktür. Açıklanması gereken makroekonomik bir verinin kötü geleceği endişesi, savaşa girme tehlikesi, ekonomik krizin devam ettiği düşüncesi gibi yatırımcılar üzerindeki düşünceler, piyasa üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Piyasada kötümser bir beklenti söz konusuysa yatırımcılar ellerindeki menkul kıymetleri satarken; iyimser bir beklenti varsa yatırımcılar bu kez alım yönlü harekete geçerler.

2.2.1.4 Politik Risk

Bir ülkede meydana gelen gelişmeler ya da ülkelerin birbirleriyle olan ilişkileri, menkul kıymet fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Politik belirsizliklerin görüldüğü ülkelerde yatırımcılar menkul kıymet piyasalarına girmeyecek; dolayısıyla piyasada güven ortamı oluşmayacaktır. Buna karşın politik durumda herhangi bir sorunla karşılaşılmayan ülkelerde piyasada güven ortamı var olacak ve yatırımcılar menkul kıymet piyasalarına yönelecektir.

2.2.1.5 Kur Riski

Döviz riski olarak da adlandırılabilen kur riski, yabancı paralarla yapılan yatırımların değerinde meydana gelen riski ifade etmektedir. Buna göre ihracatçı bir firma, döviz üzerinden satış yapıyorsa döviz kurlarının yükselmesini bekleyecek; ithalatçı bir firma ise yaptığı alımlarda döviz kurlarının düşmesini bekleyecektir. Ekonomik kriz ortamlarında döviz kurları yüksekken, ekonominin iyi durumda olduğu piyasalarda döviz kuru düşüktür.

2.2.2 Sistemik Olmayan Risk ve Sistemik Olmayan Riskin Kaynakları

Sistemik olmayan risk, belli bir sektöre ya da şirkete ait olan risk olup portföy çeşitlendirilmesiyle riski azaltılabilen risk türü olarak bilinir. Dolayısıyla sistemik olmayan risk, sistemik olmayan riskte olduğu gibi her zaman var olmayan, portföy çeşitlendirmesiyle elimine edilebilen bir risk türüdür. Sistemik olmayan riskin kaynakları, finansal risk, yönetim riski ve iş riski olarak üç grupta incelenmektedir.

2.2.2.1 Finansal Risk

İşletmelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirememe veya iflas etme olasılığıdır. İşletmelerin borçlarının artması, satışlarının düşmesi, hammadde fiyatlarının sürekli artması, teknolojinin hızla gelişmesi, likit kaynaklarının azalması işletmelerin finansal riskini artırır.

Finansal risk, hisse senetlerini tahvillerden daha fazla etkilemektedir. Çünkü tahvil nedeniyle katlanılan faiz yükü, işletme hangi durumda olursa olsun öncelikle ödenecektir. Ancak faiz borcunun yüksek olması, hisse senetleri sahiplerine ayrılacak kar payı tutarını olumsuz yönde etkileyecektir. Piyasada değişik endüstrilere ait işletmelerin menkul kıymetlerinden oluşturulacak iyi bir portföyle finansal risk azaltılabilmekte hatta ortadan kaldırılabilmektedir. (Civan, 2007: 346)

2.2.2.2 Yönetim Riski

Ortaklık yönetiminin yönetim kararları alır ve bu kararları uygularken yapmaları olası hatalar, finansal varlıkların verimlerini olumsuz yönde etkileyebilir. Bu etkileme yönetim riski olarak adlandırılır. Bir finansal varlığın taşıdığı yönetim riskinin derecesini anlamak için ilgili firmanın yönetsel davranışlarını incelemek gerekir. (Sarıkamış, 190)

Firma yönetiminin geçmişte aldığı kararlar, geleceği öngörmedeki başarısı, yönetimin işgörenler üzerindeki baskıcı ya da demokratik tavırları gibi durumlar, firmanın başarısını olumlu ya da olumsuz boyutta etkileyebilecek nitelikteki durumlardır.

2.2.2.3 İş Riski

Bir firmanın satışları ve faaliyet geliri üzerinde olumsuz etki doğurabilecek tüm etmenler iş riski başlığı altında toplanabilir. İş riskini doğuran veya arttıran etmenlere örnek olarak tüketici tercih ve beğenilerindeki değişimler, şiddetlenen dış rekabet, iş koluna yaygın grevler, hammadde sağlanmasındaki güçlükler gösterilebilir. Bu alanlardaki olumsuz gelişmeler ilgili firmanın karını azaltarak pay senedinin verimini düşürür. (Akgüç, 868)

Bununla birlikte sistematik olmayan risk kaynakları arasında faaliyet riski, sektör riski ve operasyonel risk gibi risk türleri de gösterilebilir. Faaliyet riski, kısaca işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan riski; sektör riski belli bir sektöre özgü riski; operasyonel risk ise işletmenin faaliyetlerinde meydana gelen ani ve beklenmeyen gelişmelerden kaynaklanan riski ifade etmektedir.

Tüm bu risk türleriyle birlikte özellikle hisse senedi yatırımlarında yatırımcılar, sahip oldukları ya da sahip olacakları hisse senetlerinin piyasada gerçekleşen değerlerinden farklı olup olmadıklarını bilmek istemektedirler. Hisse senedinin gerçek fiyatı, diğer bir deyişle öngörülen fiyatı, borsadaki fiyatından

düşükse hisse senedi ucuz kabul edilir ve satın alınmasına karar verilir; tersi durumda yani hisse senedinin gerçek fiyatının borsadaki fiyatından büyük olması durumunda hisse senedinin borsa fiyatına yaklaşacağı kabul edilir ve hisse senedinin satılmasına karar verilecektir. Bu noktada aşağıda değerlendirme olgusu ve hisse senetlerinin değerlemesi ile ilgili bilgiler sunulmaktadır.

2.3 DEĞERLEME OLGUSU VE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Değerleme sözlük anlamı olarak, bir şeyin önemini belirtmeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık olarak ifade edilmektedir. Bir finansal varlığın değeri, onun var olan şimdiki değerinden farklı olup olmamasıyla ilgilidir. Bu bölümde öncelikle değerlendirme kavramıyla ilgili bilgiler verilecek daha sonra hisse senetlerinin değerlemesiyle ilgili ayrıntılı bilgiler sunulacaktır.

2.3.1 Değerleme Kavramı

İnsan, iktisadi bir varlıktır. Bu nedenle ihtiyaçları sınırsız, buna karşılık kaynakları kıttır. Bu durumda bir tercih yapılması gereği vardır. Bu tercihler de kaynakların çeşitli şekillerde değerlendirilmesi suretiyle yapılmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan değerlemenin kökü “değer” kavramıdır. (Ataman, 16-17)

Finansal yöneticinin amacı, firma değerini; yani hisse senedi değerlerini maksimum yapmak olduğuna göre değer ne olduğunu ve hangi faktörlerin değeri etkilediklerini bilmek, büyük önem taşır. Finansal varlık değerlemesini incelemenin en önemli iki nedeni şunlardır: (Türko, 1999: 55)

- Finansal varlıkların nasıl değerlendirildiklerini anlamak, firma hisse senetlerinin değerini maksimize etmeyi amaçlamış bir finansal yönetici için en zaruri bir bilgiyi oluşturur.

- Sermaye bütçelemesinde, yatırım kararı alınmasında kullanılan sermaye maliyeti, yatırımcının firma hisse senetlerini değerlendirmede kullandığı istenen verim oranı olmaktadır.

Sermaye piyasası etkin bir biçimde çalışıyorsa, bir menkul varlığın gerçek değeri ile piyasa değeri birbirine eşit olur. Başka bir anlatımla, bir menkul varlığın gerçek değeri onun piyasa değerinden farklı olsa bile kar fırsatları peşinde koşan yatırımcıların alış-satış işlemleri ile gerçek değer ve piyasa değeri arasındaki fark çabucak ortadan kalkacaktır. (Türko, 1999: 55-56)

Değer kavramı bir varlığın ederi demektir. Dolayısıyla bir varlığı fiyatı ile değerinin farklı olması normaldir. Çünkü, bir varlığın bir andaki fiyatı, o varlığın gerçek değerini gösteremeyebilir. Diğer bir deyişle, bir varlığın hem piyasada var olan değeri, hem de olması gereken gerçek değeri vardır.

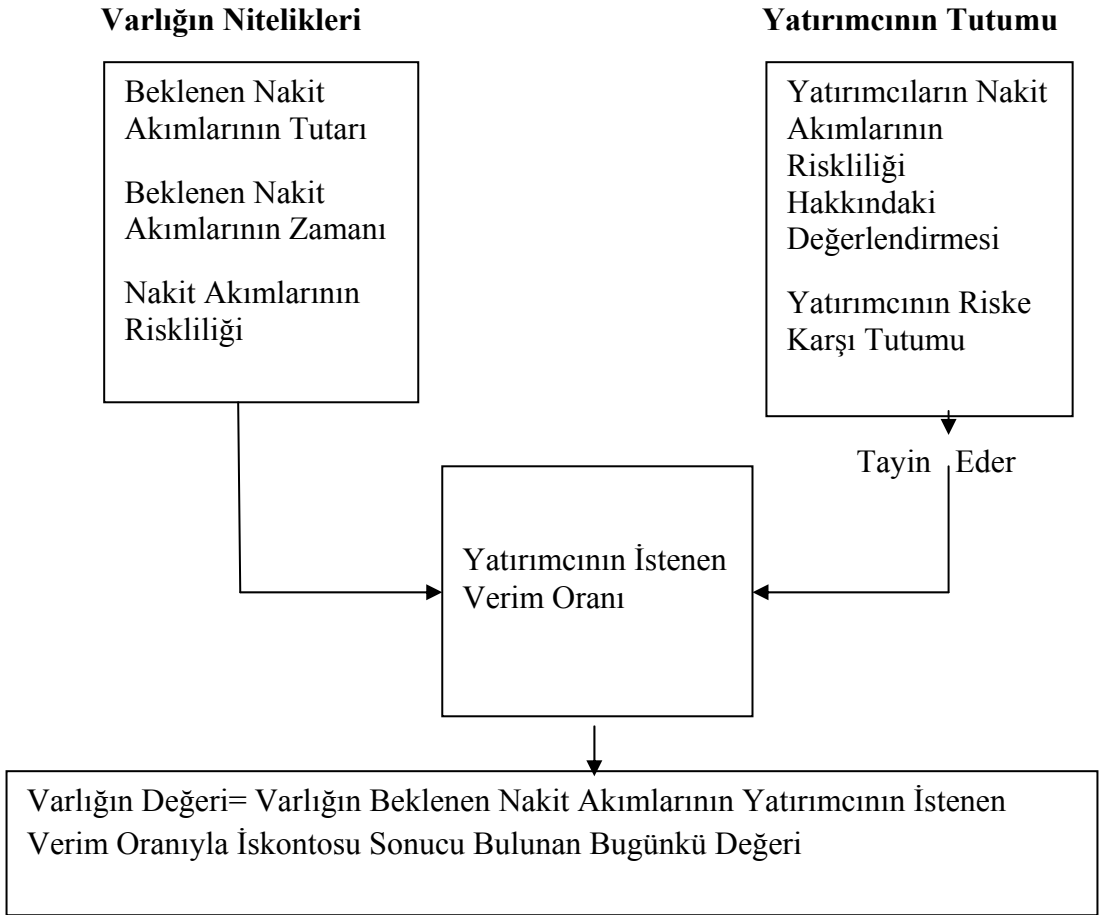
Gerçek değer, finansal varlıkların olması gereken değeri, başka bir deyişle ederidir. Finansal varlıkların fiyatları, piyasa koşulları içinde bir dalgalanma içindedir. Piyasalarda finansal varlık alıcı ve satıcıları (yapmış oldukları değerlendirmeler çerçevesinde) çeşitli fiyatlardan alım satım kotasyonları girerler ve piyasa güçlerinin de etkisiyle varlık fiyatları oluşur. Finansal varlık alıcı ve satıcılarının alım satım istekli olduğu çeşitli fiyatlardan değişik güç ve dirençte yeni dengelerin oluşması aslında gerçek değer bulduğuna değil, sürekli arandığına işaret eder. Öyleyse finansal varlıkların gerçek değeri hesaplanan değil, piyasa taraflarınca aranan değerdir. (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 6)

2.3.2 Değerlemenin Temelleri

Değerleme işlemi yapılırken değerlemeyi oluşturan unsurların iyi bilinmesi gerekmektedir. Buna göre, bir varlığın değerini tayin eden üç faktör vardır: (Türko, 56-60) Bunlar;

- Varlıktan beklenen nakit akımlarının zamanları ve miktarları
- Nakit akımlarının riskliliği
- Yatırımcının bu yatırımı yapması için gerekli gördüğü veya istediği verim oranıdır.

Şekil olarak ifade etmek gerekirse, bir varlığın değerini tayin eden faktörler aşağıdaki biçimde gösterilebilir:



Şekil 2. 3 Finansal Varlığın Değerini Tayin Eden Temel Faktörler

Kaynak:Türko 57

2.3.2.1 Beklenen Nakit Akımları

Beklenen nakit akımları, bir yatırımdan beklenen faydanın nakit akımı olarak ifadesidir. Nakit akımları bir yatırımın verimini ölçmede kullanılan bir değişken olmaktadır. Bu, prensip olarak hemen hemen her tür menkul varlığın değerlemesinde de geçerlidir. İster tahvil, ister imtiyazlı ve adi hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanmasında olsun, en geçerli değişken söz konusu menkul varlığın gelecekte sağlaması beklenen nakit akımlarıdır. Yapılacak bir yatırımın sağlayacağı fayda kuşkusuz o zamanki ekonomik duruma bağlı olacaktır.

2.3.2.2 Risk

Bir menkul varlığın riskliliği onun betası ile ölçülmektedir. Bir menkul varlığın ya da bir yatırımın betası bire eşitse o menkul varlık veya yatırımın verimi, pazar verim oranlarındaki değişimler ölçüsünde ve de direkt olarak değişme gösterecektir. Şayet beta birden küçükse, menkul varlığın pazar verim değişmelerine nazaran değişimi daha az oranda olacaktır. Menkul varlığın betası birden büyükse, pazardaki verim değişmelerinin söz konusu menkul varlık veya yatırımın veriminde büyük ölçülerde değişimler sağlayacağı anlaşılmalıdır.

2.3.2.3 İstenen Verim Oranı (Required Rate Of Return)

İstenen verim oranı, bir menkul varlığı satın almak veya elinde bulundurmamak veya bir yatırım yapmak için yatırımcının gerekli gördüğü minimum verim oranı olarak tanımlanabilir. Bu tanım yatırımcının fırsat maliyetini de kapsamaktadır. Başka bir ifadeyle, yatırımcı yatırımı yapmakla sağlayacağı faydayı garanti eden bir verim oranı görürse bu yatırıma girecektir. Yatırımcının yatırdığı para gelecekte beklenen nakit akımlarına nazaran daha az ise o zaman yatırımcı istenen verim oranından daha yüksek oranda verim sağlayacak demektir ve bu yatırımı yapmaya karar verecektir. Yatırım maliyeti yatırımdan beklenen nakit akımlarına eşit ise bunun anlamı yatırımcının istenen verim oranına eşit verim sağlayacağıdır ve bu,

yatırım için beklenen en az verim oranı olacaktır. İstenen verim oranından daha düşük verim elde edilmesi durumunda da yatırım yapılmayacaktır.

Buna göre, bir yatırımın istenen (beklenen) verim oranı (R), risksiz verim oranı ile (R_f) ile risk priminin (R_p) toplamına eşittir ve şu şekilde gösterilir:

$$R = R_f + R_p \quad (2. 1)$$

Risksiz faiz oranı, yatırımcının hiçbir riske katlanmaksızın isteyeceği verim varlık oranı olmaktadır. Risk primi ise söz konusu yatırımın getireceği riski karşılamak üzere yatırımcının istediği ilave verim oranı olmaktadır.

Finansal varlıkların değerlemesinde, özellikle hisse senedinin değerlendirilmesinde, daha önce de değinildiği gibi hisse senedinin gerçek değerinin piyasada var olan değerine yaklaşacağı kabul edilmektedir. Bu noktada çeşitli yöntemler aracılığı ile hisse senedinin gerçek değerinin (fiyatının) belirlenmesine çalışılmaktadır.

2.3.3 Hisse Senedi Değerlemesi

Hisse senedine yapılacak yatırımın çekiciliği, esas itibariyle yatırım yapılacak ortaklığın gelecekteki başarı düzeyine bağlıdır. Hisse senedi çıkaran ortaklığın gelir sağlama potansiyeli, hisse senedinin değerini belirleyen temel faktör olarak kabul edilmekte ve değerlendirme sürecinde mutlaka hesaba katılması gerekmektedir. Diğer bir deyişle hisse senedi değerlendirilmesinde hisse senedinin getireceği kazanç ve taşıdığı risk esas değişkenler olarak ele alınmakta ve bu değişkenlere göre hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesine çalışılmaktadır. (Yükçü ve diğerleri, 1999: 1023)

Hisse senedinin piyasa değeri ile defter değeri arasında fark vardır. Piyasa değeri, bir hisse senedinin arz ve talebe göre alınıp satıldığı fiyattır. Çünkü yatırımcılar, muhasebecilerin piyasa fiyatlarını tahmin etmek için uğraşmadıklarını bilirler. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 310)

2.3.4 Hisse Senetlerinde Fiyat Belirleme Modelleri

Hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye yönelik çeşitli değerleme yöntemleri vardır. Bunlar muhasebe değeri ya da tasfiye değeri, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri, regresyon modelleri ve kar payı yöntemleridir. (Yükçü ve diğerleri, 1033-1036)

2.3.4.1 Muhasebe Değeri Ya da Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Hisse senedi değerleme yöntemlerinden ilki muhasebe değeri ya da tasfiye değeridir. Bu değerleme yöntemi, beklenen nakit giriş ve çıkışlarını dikkate almadığı için yalnızca iflas ya da tasfiye halindeki işletmelerde önem taşır.

2.3.4.2 Fiyat/Kazanç Yaklaşımı

Fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin dönem başı ya da dönem sonunda sahip olunan fiyatının, o döneme ait hisse başına kazancı kaç kez karşıladığını göstermektedir. Formül yardımı ile bir hisse senedinin dönem başı ya da dönem sonu piyasa fiyatına ulaşılabilir. (Sarıkamış, 2003: 133; İçke, 2007: 77) Aşağıda fiyat/kazanç oranı formülü verilmektedir. Buna göre;

$$F / K = \frac{\text{HisseSenedininPiyasaFiyatı}}{\text{HisseBaşınaKazanç}} \quad (2.2)$$

Bir hisse senedinin gerçek değeri ise fiyat/kazanç oranı yardımıyla şu şekilde bulunur:

$$\text{GerçekDeğer} = \text{HBNK} * F / K \quad (2.3)$$

Burada;

HBNK: Hisse Başına Net Kar (Net Kar/ Hisse Senedi Sayısı)

F/K : Fiyat/Kazanç oranını ifade etmektedir.

Görüldüğü gibi fiyat/kazanç oranına göre hisse senedinin gerçek değeri bulunurken hisse başına net kar oranı dikkate alınmaktadır. Buna göre yatırımcılar, hisse başına net kar oranı yüksek; fakat aynı zamanda fiyat/kazanç oranı düşük hisse senetlerine yatırım yapmalıdırlar.

Fiyat/kazanç oranını dikkate alarak yatırım yapacak olan yatırımcılar, F/K oranı düşük hisse senetlerine yatırım yapmalıdırlar. F/K oranının büyük olması, hisse senedi piyasa fiyatının yüksek olması; diğer bir deyişle hisse başına kazancın düşük olması anlamına gelmektedir. Bunun için yatırımcıların F/K oranı düşük hisse senetlerine yatırım yaparak, hisse senetlerine daha ucuza sahip olma yoluna gitmeleri rasyonel bir davranış olacaktır.

2.3.4.3 Piyasa Değeri/Defter Değeri Yaklaşımı

İşletmelerin piyasa değeri (borsa değeri) ile defter değeri daima farklıdır. Çünkü defter değeri, muhasebe dışı faktörleri dikkate almamaktadır. Piyasa değeri hemen her dönemde defter değerinin belli bir miktar altında veya üstünde seyrettiğinden belli bir trend veya birbirine yakın oranlar gösterilir. Bu trend veya oranlara göre ya da sektör için oluşmuş bir ortalama piyasa değeri/defter değeri oranından da yararlanılarak işletmenin hisselerinin gerçek değerine varılabilir: (Yükçü ve diğerleri, 1035) Gerçek değer; aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$GerçekDeğer = (PD / DD) * (DD) \quad (2. 4)$$

PD: Piyasa Değeri

DD: Defter Değeri ifade etmektedir.

Yatırımcılar piyasa değeri/defter değeri oranına göre yatırım kararı verirken, bu oranın 1'in altında olmasına dikkat etmelidirler. Bu oranın 1'den büyük olduğu durumlarda hisse senedinin satışı önerilir.

2.3.4.4 Regresyon Modelleri

İstatistiksel tahmin teknikleri ile, hisse senetlerinin değeri üzerinde etkili olan faktörleri özellikle bağımlı bağımsız değişken ilişkiler içinde bağlantı kurarak veri sağlamaya yönelik biçimde kullanılmaktadır. Bu yöntemde hisse senedi fiyatı ya da fiyat/hisse başına net kar oranı bağımlı değişken; bu fiyatı etkileyen karlar, bir önceki dönem fiyatları, cari faiz oranı para arzı gibi değişkenler bağımsız değişken olarak ele alınıp bunların beklenen değerleri karşısında hisse senetlerinin gerçek değeri hesaplanır. (Karaşin, 1987; Taner ve Akkaya, 209)

2.3.4.5 Kar Payı Yöntemi

Bu metotta hisse senedinin fiyatı, yatırımcının hisse senedini elinde tuttuğu dönem içinde elde edeceği temettü (kar payı) ve hisse senedini satın aldığı zamanki fiyata bağlı olarak elde edilecek nakit miktarları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Yatırımcı, hisse senedini satın aldığı zaman hisse senedinin fiyatına göre kar ya da zarar elde edebilir. Temettü değerlendirme metodu iki varsayımı dikkate almaktadır. (Alpan, Arman ve Arman, 325-327)

- Bu metotta kullanılan zaman aralığı dönem yıl olarak belirtilmiştir. Hisse senedine bağlı olacak nakit değerlerinin (temettü, satış) yıl sonunda ödeneceği varsayılmaktadır.
- Firmanın hisse senedine bağlantılı olan riski, yatırımcının beklediği verim (getiri) oranına bağlıdır.

Buna göre bir yıl için temettü değerlendirme metodunda hisse senedi getiri oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$r_0 = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D_1}{P_0} \quad (2.5)$$

r_0 : Dönem içinde hisse senedi getiri oranı

D: Dönemdeki temettü miktarı

P_0 :Hisse senedi satın alma fiyatı

P_1 :Hisse senedinin dönem sonundaki fiyatı

Hisse senedi getiri oranını hesaplayan formül, hisse senedinin satın alındığı andaki fiyatını hesaplamak için yeniden düzenlenir:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_0)} + \frac{P_1}{(1+r_0)} \quad (2.6)$$

Bu eşitliğe göre hisse senedinin gerçek değeri, bir yıllık dönemde hisse senedinden elde edilecek temettü miktarlarının bugünkü değeri ile bir yıl sonunda hisse senedinin satış fiyatının bugünkü değerine eşittir.

İki yıl için temettü değerlendirme metodunda, hisse senedi alındıktan sonra hisse senedinin iki yıl elde tutulduğu varsayılmıştır. Hisse senedinin gerçek değeri, hisse senedinin elde tutulduğu dönem içinde hisse senedinin elde tutulduğu dönem içinde hisse senedinden elde edilecek nakit miktarlarının bugünkü değerine eşittir. Buna göre,

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_0)} + \frac{D_2}{(1+r_0)^2} + \frac{P_2}{(1+r_0)^2} \quad (2.7)$$

D_2 : İkinci yıl sonunda elde edilen temettü miktarı

P_2 : İkinci yıl sonunda hisse senedinin beklenen fiyatı

Hisse senetleri değerlemenin temelinde risk ölçüsünün yer aldığı daha önce belirtilmişti. Hisse senetleri değerlendirme modelleri risk ölçüsünü dikkate alan ve almayan yöntemler olmak üzere ikiye ayrılabilir. Buna göre etkin piyasalar teorisi

risk ölçüsünü dikkate alırken; temel ve teknik analiz yöntemleri hisse senetleri değerlemede risk unsurunu; yani beta unsurunu dikkate almamaktadır. Bu noktada öncelikle etkin piyasalar kuramı ve piyasanın etkinliğinden bahsedilecek; risk unsurunu dikkate almayan teknik ve temel analiz yaklaşımlarına ise daha sonra değinilecektir

2. 4 ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ VE RİSKİN ÖLÇÜMÜNDE PORTFÖY YAKLAŞIMI

Etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymet fiyatlarının tüm ulaşılabilen bilgileri yansıttığını ifade etmektedir. Bireysel ve profesyonel yatırımcılar hisse senetlerinin gerçek değeri (intrinsic value) ve piyasa değeri arasında fark olduğu varsayımı altında alım ve satım yaparlar. Eğer menkul kıymet piyasası gerçekten etkin bir biçimde çalışıyorsa, hem alıcı hem de satıcılar hiçbir bilgisel avantaja sahip olamayacaklardır. Etkin bir piyasada, alıcı ve satıcılar bilgiye tam olarak sahip olacaklardır. (Hirschey, M., 2003: 30)

Etkin bir piyasada, finansal piyasadaki tüm bilgiler, yatırımcılara aynı anda ve eşit bir biçimde ulaşır. Dolayısıyla bir yatırımcının diğer bir yatırımcıdan daha fazla bir bilgiye sahip olması söz konusu değildir ve hisse senedinin gerçek değerine hesaplamaya yönelik yaklaşımlar geçersiz kabul edilmektedir.

Etkin piyasalar kuramı, belli varsayımlar üzerine kuruludur. Bu varsayımlar şu şekilde sıralanabilir: (Altun, 1992: 8; Demireli,2008: 8)

- Yatırımcı sayısı fazladır ve yatırımcıların bireysel olarak piyasayı etkileme gücü yoktur.
- Menkul kıymetle ilgili saklama, işlem ve toplama maliyetleri oldukça düşüktür. Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler piyasaya anında yayılmaktadır.

- Piyasanın likidite derecesi oldukça yüksektir. Alım – satım giderleri de düşük olduğundan menkul kıymet fiyatları genel değişikliklere kolaylıkla uyum sağlamaktadır.
- Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir ve düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

2.4.1 Piyasaların Etkinliği

Piyasaların etkinlik kavramını, ilk olarak Eugene Fama 1970’te şu şekilde dile getirmiştir: Sermaye piyasalarının birincil rolü, ekonomideki sermaye birikiminin bireyler arasında dağılımını sağlamaktır. Genel bir ifadeyle ideal olan bir piyasadaki fiyatların kaynak dağılımı için doğru veriler sağlamasıdır. Yani menkul kıymet fiyatlarının herhangi bir zamanda mevcut tüm bilgiyi yansıttığı varsayımı altında yatırımcılar firmaların faaliyetlerini temsil eden menkul kıymetler arasında seçim yapabilir. Fiyatların daima mevcut bilgiler “tam olarak” yansıttığı bir piyasa etkin olarak tanımlanır. (Fama, 1970: 283; Baştürk, 2004: 7)

Piyasalarda üç ayrı etkinlik (dağıtımsal, faaliyet, bilgisel) kavramından bahsedilebilir. Rekabete dayalı ekonomilerde piyasanın rolü, kıt kaynakların en verimli şekilde kullanılmasına önderlik etmek suretiyle kıt kaynakların rekabet edenler arasında dağıtılmasını sağlamaktır. Bunun anlamı, kaynakların en çok istekli olanların kullanımına sunulmasıdır. Bu olayın gerçekleştiği sermaye ve menkul kıymet piyasalarının dağıtımsal etkinliğe (allocatively efficient) sahip oldukları söylenebilir.

İkincil etkinlik kavramı ise faaliyet etkinliği (operationally efficient) olup piyasadaki işlem maliyetlerinin (komisyon gibi) rekabete dayalı olarak belirlenmesidir. Diğer bir deyişle rekabetçi ortamda piyasa yapımcılar (market makers) ve brokerlar kendi faaliyetlerinden normal karlar (tekelci karlar) elde edebilir. Faaliyet etkinliğinin belirlenmesindeki bir kısıtlama olarak piyasa yapımcılarının işlem maliyetlerinin sıfır olacağı ifade edilir. Ancak gerçek dünyada işlem yapan kişilerin bunun karşılığını vermemeleri piyasaların varlığını sıkıntıya sokabilir.

Üçüncü olarak piyasadaki cari fiyatlar “ anında” ve “tam olarak” ilgili mevcut bilgileri yansıtıyorsa bu piyasa için bilgisel etkinlik (informationally efficient) söz konusudur. Bu piyasa aynı anda dağıtımsal etkinlik, faaliyet ve bilgisel etkinliği birlikte sağlayabiliyorsa o piyasanın mükemmel etkinliğe (perfectly efficient) sahip olduğu söylenebilir. (Baştürk, 7-8)

Herhangi bir piyasanın etkin olması o piyasanın mükemmel (perfect) bir piyasa olduğu anlamına gelmez. (Rees, 1995: 256; Baştürk, 9) Mükemmel bir sermaye piyasasına ait özellikler şunlardır:

- Piyasada herhangi bir işlem maliyeti yoktur.
- Piyasada vergiler yoktur.
- Bütün varlıklar bölünebilir ve pazarlanabilir.
- Piyasa işlemleri üzerinde hükümet kısıtlamaları yoktur.
- Bilgi maliyetsizdir ve piyasanın bütün katılımcıları bilgiye aynı anda ulaşabilir.
- Bütün katılımcılar rasyoneldir ve karlarını maksimize etmeyi amaçlar.
- Piyasa çok sayıda satıcı ve alıcı vardır ve bunlardan hiçbirisi piyasayı etkileyecek bir paya sahip değildir. (Puxty, 1991: 76; Baştürk, 9)

Etkin piyasalar hipotezine göre bir hisse senedine yatırım kararı verilirken, hisse senetlerinin fiyatlarının ne yönde hareket ettiği önem kazanmaktadır. Yapılan araştırmalar sonucu, hisse senedi fiyatlarının rassal olarak bir seyir izlediği ortaya çıkmıştır. Buna göre hisse senedinin bir gün önceki fiyatı, bir sonraki günün fiyatından bağımsızdır. Bu da hisse senetlerinin belli bir seyir izleyerek yatırım kararı verilmesini savunan teknik analiz yaklaşımına ters düşmektedir.

2.4.2 Etkin Piyasalar ve Rassal Yürüyüş (Random Walk) Teorisi

Etkin piyasalar hipotezi, hisse senetleri fiyatlarının her zaman gerçek değerini yansıttığını savunmaktadır. (Gray, Cusatis ve Woolridge, 2004: 87) Gerçek değerler yeni bilgiler ışığında zaman içerisinde değişebilirler. Gerçek değerlerin değişmesinde,

yeni edinilen bilgiler, geliştirilen bir proje ve araştırmanın başarısı, yönetimdeki bir değişiklik, yabancı bir ülke tarafından sanayi mallarına konmuş ithalat ve ihracat vergisi, endüstriyel üretim alanındaki bir artış veya şirketin beklentilerini etkileyecek fiili veya tahmin edilen herhangi bir değişim gibi örnekler sayılabilir. (Baştürk, 129)

Üç tür etkin piyasa vardır. Bu tür piyasalar, güçlü formda etkin, yarı güçlü formda etkin ve zayıf formda etkin piyasalardır. Güçlü formda etkin bir piyasada yatırımcıların piyasada hiçbir şekilde aşırı karlar elde edemediği bir piyasadır; bu anlamda içeriden öğrenme (insider trading) gibi firmaların içsel bilgilerinden yararlanılarak aşırı karlar elde edilmesi mümkün değildir. Yarı güçlü formda etkin bir piyasada var olan fiyatların yalnızca kamuya açıklanmış bilgiler ışığında gerçekleşmesi söz konusudur. Zayıf formda etkin piyasada ise geçmiş veriler ışığında hiçbir şekilde aşırı karlar elde edememektedir. Buna göre bir gün önceki fiyat ile bir gün sonra gerçekleşen fiyatlar tamamen tesadüfidir (rassaldır) (Gray, Cusatis ve Woolridge, 34). Diğer bir deyişle, güçlü form ve yarı güçlü formdaki piyasalar temel analizi eleştirmekte, zayıf formda etkin piyasalar ise teknik analizi eleştirmektedir. Etkin piyasa hipotezine göre hisse senedinin gelecekteki fiyatı hiçbir zaman öngörülemez.

Daha önce de değinildiği gibi, hisse senetleri fiyatlarının davranışı temelde rassaldır. Bu durum bir bakıma sarhoşun yürüyüşüne benzemektedir. Burada hisse senetlerine yatırım yapmanın bir kumar mı olduğu sorunu ortaya çıkmaktadır. Hisse senetlerine yatırım yapmanın zahmete değmeyeceği yönündeki bir yaklaşım yanlıştır. Şöyle ki;

- İstatistiksel kanıtlara göre, uzun vadede hisse senetleri fiyatları yukarıya doğru bir trend izlemektedir.
- O halde bir kimse uzun bir süre beklerse hisse senetleri fiyatları muhtemelen yükselecektir.
- Bu olgu, belki de ekonomik büyümenin bir sonucudur.

- Böylece rassal yürüyüş hipotezi herhangi bir yönde bir sonuç göstermemektedir. Rassal yürüyüş temel hisse senedi fiyatları etrafında bir dizi kararsız hareket seti gösterir.
- Üstelik tüm hisse senetleri fiyatlarında belirgin bir rassal yürüyüş meydana gelmez. Rassal yürüyüş bir şirketin hisse senedine göre bir diğer şirketin hisse senedinin fiyatında meydana gelir.
- Ancak, eğer rassal yürüyüş kanıtı geçerliyse profesyonellerin mevcut hisse senetlerinden hangisinin fiyatının yükseleceğini söylemesi güçtür.

Bu durumda hangi hisse senedi portföyünün en iyi olduğunu söylemek güç olacaktır. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 496). Etkin bir piyasalar hipotezi, risk unsurunu dikkate aldığından bu noktadaki sorun hangi risk düzeyinde hangi hisse senedinin portföye dahil edileceği sorundur.

2.4.3 Riskin Ölçülmesinde Portföy Yaklaşımı

Portföy yaklaşımı ya da portföy kuramı, Harry M. Markowitz, John Lintner ve William Sharpe'ın çalışmaları ve katkıları ile geliştirilmiştir. Portföy yaklaşımına göre bir yatırımcı genellikle tek bir menkul değere (finansal varlığa) yatırım yapmaz; birikimlerini çeşitli menkul değerler arasında dağıtır. Amacı, birikimlerini çeşitli menkul değerleri en uygun bir şekilde bölüştürmek; başka bir deyişle karlılık düzeyinde riski minimum kılacak ya da belli bir risk derecesinde karlılığı en yüksek düzeye çıkaracak şekilde portföy oluşturmaktır. Bu nedenle yatırımcılar portföylerinin beklenen getirisi ve riski ile ilgilidirler. Bir portföye salt o hisse senedine özgü nitelikler dolayısıyla değil, tüm portföyün karlılık ve risk derecesine yapacağı etkiyi dikkate alarak yatırım yaparlar. (Akgüç, 871-872)

Portföy yaklaşımında yatırımcı, bir finansal varlığın ya da bir portföyün beklenen getirisine göre yatırım kararı almaktadır. Yatırımın beklenen getirisi ise şu şekilde ifade edilir: (Civan, 316)

$$E(R_p) = P_1.R_1 + (1 - P_1).R_2 \quad (2.8)$$

Burada;

$E(R_p)$: Yatırımın beklenen getirisini

P_1 : Birinci durumun ortaya çıkma olasılığı

R_1 : Birinci durumda beklenen getiri

$(1-P_1)$: İkinci durumun ortaya çıkma olasılığını

R_2 : İkinci durumun beklenen getirisini göstermektedir.

Portföy yaklaşımındaki temel sorunun bir portföydeki hisse senetlerinin riskinin ne olduğunun bilinmesidir. Portföy yaklaşımında bir menkul değer riski, onun portföyün değişkenliğini nasıl etkilediğine bağlıdır. Bu nedenle risk, bir menkul değer sağlayacağı karlılığın kovaryansı ile ölçülür. Kovaryans, portföye dahil menkul değerlerin karlılıkları arasında pozitif veya negatif bir ilişki (korelasyon) olup olmadığını ortaya koyar. Eğer kovaryans $Cov(X,Y)$ 0'a eşitse bu durum X ve Y ile gösterilen iki menkul değer verimleri (karlılıkları) arasında bir ilişki olmadığını gösterir. Kovaryansın sıfıra eşit olmaması menkul değerlerin karlılıkları arasında bir ilişki olduğunu gösterir. Korelasyon katsayısı ise iki menkul değer arasındaki ilişkinin ne yönde olduğunu ifade eder ve +1 ile -1 arasında bir değer alır. Korelasyon pozitif ise herhangi bir menkul kıymetin karlılığındaki değişme diğer menkul kıymetin karlılığını da aynı yönde etkiler. Negatif korelasyon (ilişki) varsa, bir menkul kıymetin karlılığındaki değişme diğer menkul kıymetin karlılığını ters yönde etkiler. Buna göre kovaryans şu şekilde ifade edilir: (Akgüç, 872)

$$Cov(X, Y) = \sum (X - \bar{X})(Y - \bar{Y}) \quad (2.9)$$

Bir menkul değer riski o menkul değer betası ile ölçülür. Buna göre piyasa portföyünün getiri oranlarındaki değişmelere bağlı olarak hisse senedi getirilerindeki değişiklikler beta katsayısı ile gösterilir. Varyans ise bir menkul kıymetin beklenen getirisinin o menkul kıymetin gerçekleşen getirisinden ne ölçüde saptığını gösteren bir kavramdır. Beta katsayısı şu biçimde ifade edilmektedir:

$$\beta = \frac{Cov(r_j, r_m)}{Var(r_m)} \quad (2.10)$$

Burada r_m piyasa portföyünün getirisini ifade etmektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan bir menkul kıymete (hisse senedine) yatırım yapmanın onun riski ve getirisiyle ilişkisi olduğu; etkin piyasalar teorisine göre bir hisse senedinin gerçek değerinin (intrinsic value) onun piyasa değerine eşit olduğu ifade edilmiş ve portföy yaklaşımı ile hisse senetlerinin riskinin ölçülebileceği ve riskin azaltılabileceği belirtilmiştir. Bununla birlikte finans literatüründe, profesyonel piyasa yöneticileri tarafından tek bir hisse senedinin analiz edilmesi suretiyle hisse senedinin alınıp alınmamasına karar verilen yaklaşımlar da bulunmaktadır. Bunlar teknik analiz ve temel analiz yaklaşımlarıdır.

2. 5 TEKNİK ANALİZ

Pay senedi değerlemesinde kullanılan analiz yöntemleri, pay senedinin gerçek değerlerinin belirlenmesine yöneliktir. Ancak piyasada bir bütün olarak ortaya çıkan değişmelerin piyasayı bir bütün olarak etkilediği gözlenmektedir. Bu etkilenme, pay senedi fiyatının gerçek değerinden uzaklaşması sonucunu verme yanında gerçek değeri de değiştirmeye yönelik olabilmektedir. İşte bu nedenle, sermaye piyasası içinde yer alan bazı uygulamacılar, teknik analiz yöntemi olarak bilinen yöntem aracılığı ile kararlar almaktadır. Teknik analiz savunucularına göre sermaye piyasasında pay senedi fiyatını belirleyen önde gelen etken, pay senedini çıkarmış olan firmanın durumu değil, piyasanın genel davranışdır. Piyasaya sunulan pay senedi hacmi ile piyasadan istenilen pay senedi hacmi; diğer bir ifade ile istem ile sunu, piyasada fiyatlarının en önemli etkenidir. Şu halde yakın gelecekteki fiyat değişmelerini tahmin edebilmek için piyasadaki sunu ve istem hacimlerini incelemek ve bu incelemeden yakın gelecek hakkında sonuçlar çıkarmaya çalışmak yeterlidir. Bu nedenle piyasayı gözlem altında tutmak, piyasada fiyatların ne yönde

değişeceğini, bu değişme olmadan önce tahmin etmeye çalışmak rasyoneldir. (Gitman ve Joehnk, 302; Sarıkamış, 303)

Teknik analiz yönteminde fiyatların ne yönde değişeceğini tahmin etmeye yarayan çeşitli yöntemler vardır. Teknik analizde, piyasa fiyatları hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerini öngörmeye tekrarlayıcı olmakla birlikte ve hisse senetlerini değerlendirmede piyasadaki geçmiş fiyat hareketlerinin ya da hacimlerinin grafikler ya da istatistiksel yöntemler ile kullanıldığını ortaya koymaktadır. (Fontanills ve Gentile, 2001: 75)

Teknik analistler, hisse senetleri fiyatlarının yatırımcı psikolojisinden etkilendiğini ve şirket ile ilgili temel verileri dikkate almadığını, piyasanın kötü durumda olduğu zamanda yatırımcıların korku içinde olduklarını; piyasanın iyi olduğu zamanda da güven içinde olduklarını savunmaktadırlar. Aynı zamanda teknik analizde hisse senetlerinin piyasa fiyatları ile gerçek değerleri arasında bir ilişki olmadığını ifade etmektedirler. (Gray, Cusatis ve Woolridge, 84-87) Dolayısıyla teknik analize göre hisse senedine yatırım yapacak olan yatırımcı, o hisse senedinin geçmiş fiyat hareketlerinin yansıtıldığı grafikler yardımıyla, hisse senedinin fiyatının ne yönde değişeceğini tahmin etmeye çalışacaktır. Diğer bir deyişle teknik analiz, zayıf tipte piyasa etkinliği görüşüne ters bir görüş sunmaktadır.

Teknik analiz yaklaşımının dayandığı bazı ilkeler vardır. Teknik analiz yönteminin temel ilkeleri şunlardır: (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 461)

- Bir menkul kıymetin piyasa fiyatı piyasa güçlerinin (arz ve talebin) karşılıklı etkileşimiyle belirlenir.
- Arz ve talep, temel analizcinin incelediği ekonomi, endüstri ve firma ile ilgili faktörlerin yanı sıra, rasyonel ve rasyonel olmayan birçok faktörün etkisi altındadır.
- Hisse senedi fiyatları, uzunca bir süre piyasadaki küçük dalgalanmalar istisna edilirse belli trendler izler.
- Arz ve talepte meydana gelen kaymalar, trend değişmelerine neden olur.

- Piyasadaki fiyat hareketleri birbirini tekrarlayıcı niteliktedir. Geleceğe ilişkin tahminlemede, geçmiş fiyat hareketleri önemli bir rehberdir. Geçmiş verilerin kaydedildiği grafiklere bakarak gelecekteki fiyatlar hakkında tahmin yapılır.

Teknik analiz Dow Teorisi ile ortaya çıkmıştır. Bu nedenle öncelikle teknik analiz yaklaşımını daha iyi anlamak için Dow Teorisi ile ilgili bilgiler verilecektir.

2.5.1 Dow Teorisi

Modern Teknik Analizin atası olarak nitelendirilen Charles Dow'un The Wall Street Journal Gazetesi'nde 1900-1902 yılları arasında yayınlanmış makalelerin derlenmesiyle ortaya çıkarılan Dow Teorisi, teknik analiz metotlarının en eskisi ve hakkında en çok araştırılma yapılmış olanıdır.

Teorinin amacı, hisse senedi piyasasının yönü (trendi) ile genel iş dünyasının gidişatını birbiri ile ilişkilendirmek, kısa vadeli fiyat hareketlerini göz ardı ederek hisse senedi piyasasının genel gidişatını tahmin etmeye çalışmak ve böylelikle belirlenen trendin doğru zamanda doğru tarafında yer alabilmektir.

Dow Teorisi şu şekilde açıklanabilir:

i. Ortalamalar (endeksler) her sevi anlatır: Bu ifade, teknik kuramın temel varsayımlarından bir tanesi olup burada, sadece tek bir piyasa yerine piyasaların ortalaması referans alınmaktadır. Bu ilke, arz ve talebi etkileyen her türlü etkenin piyasaların ortalamasına yansıtacağını ifade etmektedir. Deprem gibi doğal afetler, bu tür etkenlere dahil olmayan istisnalardır. Piyasa, doğal afetler gibi etkenleri önceden tahmin edemese de bu tür etkenler hızlı bir biçimde piyasa tarafından değerlendirilmekte ve fiyat hareketine dahil olmaktadır.

Bir hisse senedinin fiyatı, o hisse ile ilgili anlık veya potansiyel tüm duygu, yargı ve haberleri yansıtmaktadır. Yatırımcılar duydukları haberleri anında başkalarına

iletmektedir. Haberin olumlu ya da olumsuz oluşu arz ve talebi, dolayısıyla hisse senedinin fiyatını etkilemekte, bu nedenle piyasa katılımcılarının bilgisi dahilinde olan her şey fiyatı etkilemekte, fiyat verileri ile hesaplanan endeksler de her şeyi anlatmaktadır.

ii. Piyasada üç temel hareket (trend) vardır: Dow Teorisi'ne göre hisse senetlerinin üç önemli hareketi vardır. Bunlardan birincisi ana hareket, ikincisi hisse senedinden elde edilecek gelirlerin piyasadaki alıcılar tarafından indirgenmesi aşamasındaki yanımlar neticesinde ortaya çıkan kısa süreli hareketler, sonuncusu ise spekülâtorlerin yol açtığı ve piyasanın genel gelişme yönünü yansıtmaması açısından önemli olmayan seanslık ve günlük hareketlerdir.

iii. Dow'un trend tanımı şu şekildedir: Her bir yüksek değer ve düşük değer, bir önceki yüksek değer ve düşük değerden daha yukarıda oluşuyor ise bir yukarı trend söz konusu demektir. Diğer bir deyişle bir yukarı trend yükselen tepeler ve tabanlara sahip bir görünümde olmalıdır. Aşağı trendde ise bunun tersi olarak düşen tepe ve tabanlar görülmektedir. Bu tanım, trendin temel tanımı olup bütün trend analizlerinin başlangıç noktasıdır. Dow, trendi üç bölüme ayırır:

- Birincil trend (primary trend)
- İkincil trend (secondary trend)
- Küçük trend (minör trend)

Birincil trend bir yıldan daha uzun süren trend, ikincil trend üç hafta ile üç ay arasında sona eren ve son olarak küçük trendler ise üç haftadan daha kısa süren trendleri ifade etmektedir.

Aşağıdaki grafikte, sırasıyla A, B ve C birincil, ikincil ve küçük trendi göstermektedir. Buna göre A ile gösterilen bölgede fiyatların uzun bir süre yükseldiği; B ve C ile gösterilen bölgede ise fiyat düşüşlerinin belli bir eğilimi izlediği görülmektedir. B bölgesindeki fiyat hareketlerinin C bölgesindeki fiyat

hareketlerine göre daha uzun bir zaman diliminde gerçekleştiği ortadadır. C bölgesindeki fiyat oynamaları daha düşük bir zaman aralığında gerçekleşmiştir.



Şekil 2. 4 Dow Teorisi'ndeki Üç Temel Hareket

Kaynak: <http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/dow.html>

(Erişim Tarihi 31. 08. 2009)

iv. Ana trendler üç aşamadan oluşmaktadır: Ana trend olarak nitelendirilen hareket 3-4 yıl kadar sürmektedir. Fiyatların yükseldiği bir hareket söz konusu ise bu dönem yükselen (boğa) piyasası, fiyatlar düşüyorsa bu dönem alçalan (ayı) piyasası olarak adlandırılmaktadır.

Yükselen piyasa üç aşamadan oluşur. Birinci aşama, fiyatların çok düşük düzeylerden yükselmeye başladıkları dönemdir. Fiyatların büyük ölçüde yükselmeyi sürdürdüğü dönem ikinci aşamayı oluşturmaktadır ve bu aşama en uzun süren aşamayı oluşturmaktadır. Üçüncü aşamada yükselen piyasa sona ermektedir.

Alçalan piyasa da üç aşamadan oluşur. Yükselen piyasanın üçüncü aşaması, alçalan piyasanın birinci aşamasıdır. İkinci aşama panik satışlarının gerçekleştiği ve

fiyatların çok düştüğü aşamadır. Üçüncü aşama ise paniğe kapılmış ve cesaretleri kırılmış yatırımcıların fiyatların iyice düşmesine sebep oldukları aşamadır. (Civan, 247-250)

Aşağıdaki grafikte boğa piyasasında gerçekleşmiş olan aşamalar gösterilmiştir:



Şekil 2. 5 Yükselen Piyasanın Aşamaları

Kaynak: <http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/dow.html>

(Erişim Tarihi 31.08.2009)

Birinci aşama bilinçli yatırımcıların ekonomik iyileşme ve uzun vadeli büyüme beklentilerinden kaynaklanan yoğun alımları ile başlamaktadır. Genel piyasa koşulları sıkıntılı ve karamsardır. Bilinçli yatırımcılar bu sıkıntıdan etkilenerek satılan hisse senetlerini satın alırlar. İkinci aşamada genel ekonomik koşullarda düzelme ve şirket karlarında artışlar görüldükçe piyasadaki diğer yatırımcılar da alıma başlarlar. Üçüncü ve son aşamada ekonomik koşullar oldukça iyi görünmekte ve şirket karlılıkları rekor düzeylerde gerçekleşmektedir. Bu olumlu piyasa artlarında, karamsar yatırımcılar da dahil olmak üzere herkes fiyatların daha da yükseleceği düşüncesi ile daha çok hisse senedi almaya başlar. Bu aşamada bilinçli yatırımcılar devreye girerler ve düşüş beklentileri olduğu için ilk aşamada satın almış

oldukları hisse senetlerini satmaya başlarlar, yani karlarını realize eder, ve olası düşüşlere karşılık önlem almaya başlarlar.

Teknik analiz yöntemi, grafikler yardımıyla yatırımcılara yol gösteren bir analiz türüdür. Bunun için teknik analizde çubuk, çizgi, mum ve nokta ve şekil grafikleri olmak üzere bazı grafik türlerinden yararlanılmaktadır.

2.5.2 Çubuk Grafikleri (Bar Charts)

Çubuk grafikleri, koordinatlar sisteminin dikey ekseninde fiyat ile zaman ekseninde zaman olmak üzere iki boyutludurlar. Zaman istenildiği şekilde günlere, haftalara ve aylara bölünebilir. Çubuk grafikte bir noktadan çok, o dönemde oluşan fiyatları temsil eden bir dikey çizgiden yararlanır. Günlük verilerle çalışılıyorsa dikey çizginin en üst noktası o günkü en yüksek fiyatı, en alt noktası en düşük fiyatı gösterir. Öte yandan dikey bir çizgi ile kesişen yatay bir çizgi ise o günün kapanış fiyatını temsil eder. (Berk, 1995: 251)

Grafik 2. 3'te, fiyatların 2000 yılının Kasım ayında 1500 seviyelerindeyken bir sonraki yıl Mayıs ayında 1300 seviyelerine kadar azalan bir eğilim sergilediği görülmektedir. Yine aynı şekilde, Mart sonlarında 700'lerde olan endeks, Nisan sonlarına doğru 1100'lere varan artan bir seyir izlemiştir.



Şekil 2. 6 Çubuk Grafik

Kaynak: http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/ta_giris06.html

(Erişim Tarihi 31.08.2009)

2.5.3 Çizgi Grafikleri (Line Charts)

Çizgi grafik, sadece gün sonu kapanış fiyatlarından oluşan bir grafikdir. Fiyatın en son halini yansıttığından trend çizgilerinin ve formasyonların kontrolünde tercih edilen bir grafik cinsidir. Fakat, tek fiyatla çizim özellikle gün içindeki aşağı ve yukarı doğru oynamaları yansıtmadığı için kısa vadeli analizlerde yetersiz kalabilmektedir. Aşağıda bir çizgi grafiği örneği görülmektedir: (Civan, 244)



Şekil 2. 7 Çizgi Grafiği

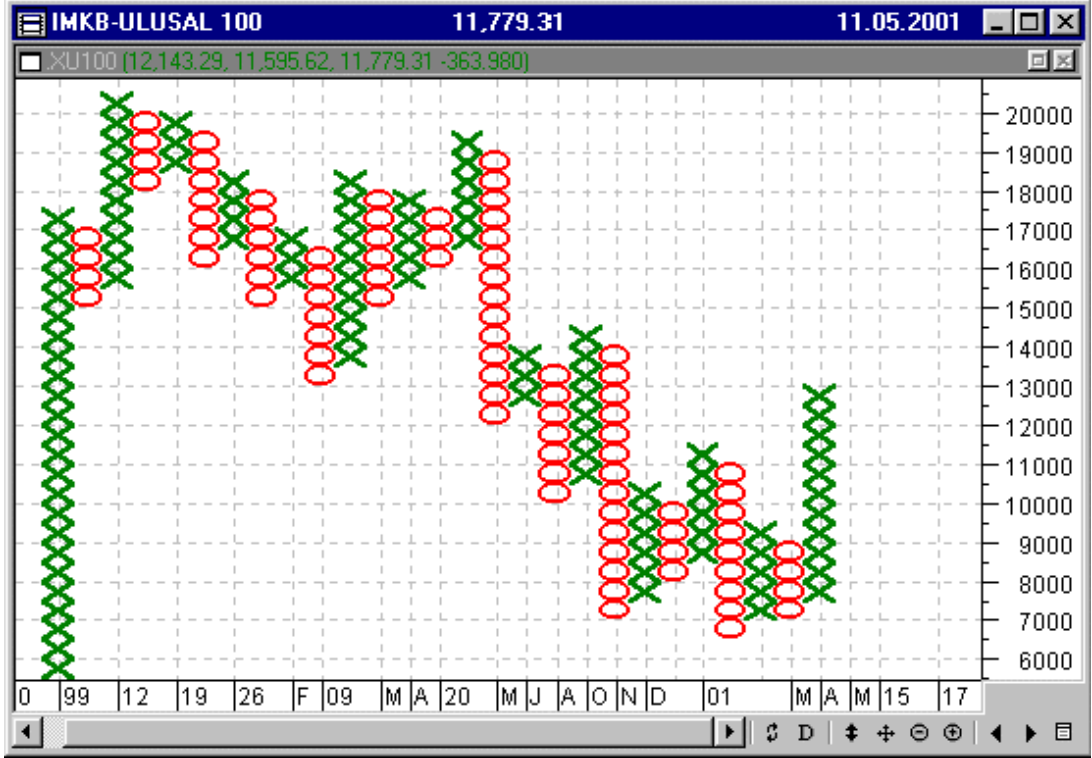
Kaynak: http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/ta_giris05.html (Erişim Tarihi 31.08.2009)

Yukarıdaki grafikte, İMKB-100 Endeksi'ndeki fiyat hareketlerinin çizgiler yardımıyla incelenmesi yer almaktadır. Fiyatların yükselişe geçtiği bölgeler yeşil ile düşüşe geçtiği bölgeler ise kırmızı ile gösterilmiştir. Buna göre fiyatların en çok düştüğü dönem Kasım 2000 olarak görülürken; fiyatların en çok yükseldiği dönem ise 2001 Nisan ayı olarak göze çarpmaktadır.

2.5.4 Nokta ve Şekil Grafikleri

Piyasa uzmanlarınca en çok başvurulan grafik türü “nokta ve şekil grafikleri”dir. Nokta ve şekil grafikleri hisse senedi analistine fiyat hareketlerinin oluşumunu ve değişimleri sağlamak önemli üstünlük sağlar. Söz konusu grafiklerin üç temel özelliği zaman boyutu taşımamaları, pay senedi değişimelerindeki önemsiz değişimleri dikkate almamaları ve grafik bir yönde işaretlenmeden önce ilgili pay

senedinin değişen yönde önceden belirlenmiş sayıda fiyatının oluşmasıdır. (Berk, 251) Aşağıdaki grafikte nokta ve şekil grafiği örneklendirilmiştir:



Şekil 2. 8 Nokta ve Şekil Grafiği

Kaynak: http://analiz.ibsyazilim.com/egitim/ta_giris08.html

(Erişim tarihi 31.08.2009)

Yukarıdaki nokta ve şekil grafiğine göre ise de yeşil renkte ve çarp ile gösterilen şekiller fiyat yükselişlerini ifade ederken, nokta işaretleri ise fiyatlardaki düşüşü göstermektedir.

Teknik analizde hisse senedine yatırım kararlarında kullanılacak olan bilgiler sadece grafiklerle sınırlı değildir. Bunun yanında fiyat formasyonları, aylık, haftalık ve günlük zaman dilimleri, skala gibi analiz araçları kullanılmaktadır. Tüm bu analiz araçlarının özelliği, yatırımcılara hisse senedine yatırım yapmada geçmiş fiyat hareketlerini göstermesi açısından yol gösterici olmasıdır.

Ancak, teknik analizde kullanılan grafikler dışında, hisse senedine yatırım yaparken hisse senedini çıkaran şirketin finansal tablolarından yararlanılarak hisse senedi analizinin yapıldığı temel analiz yöntemine de aşağıda değinilmektedir.

2. 6 TEMEL ANALİZ

Temel analiz, hisse senedinin gerçek değerinin (intrinsic value) hesaplanması işlemidir. Gerçek değer, firmanın varlıkları, gelir ve gider durumu, büyüme potansiyeli, yönetim kadrosu gibi kantitatif (nicel) ve kalitatif (nitel) unsurlara bağlı bir değerdir. (Kanalıcı, 23)

Gerçek değerın hesaplanmasında kullanılan analiz üç kademelidir. İlk önce ülke ekonomisinin durumu ile ilgili beklentiler ve bunların firma karlılığı üzerindeki etkileri incelenir. İkinci kademede firmanın dahil olduğu endüstrinin konumu ele alınır. Üçüncü kademe ise firma ile ilgili nitel ve nicel faktörlerin incelenmesine yöneliktir. Bu kademede yönetim kadrosunun yetenekleri, firmanın kullanım potansiyeli, finansal durumundaki gelişmeler değerlendirilir. (Bozkurt, 1988: 100; Kanalıcı, 23)

Temel analiz, kısaca menkul kıymeti ile doğrudan ya da dolaylı ilişkili genel ve özel bilgilerin toplanarak sistematik bir biçimde değerlendirilerek tahminde bulunulmasından ibarettir. Söz konusu bilgi derleme ve değerlendirme süreci, ekonomi analizi, endüstri analizi ve firma analizi aşamalarından oluşmaktadır. (Berk, 243)

2.6.1 Ekonomi Analizi

Genel ekonomideki bir büyüme normal hızda devam ederken şirket karları ve dağıtılabilir kar payları tutarları da artar. Ekonomide bir kötüleşme eğilimi varsa, bu durum firmaların karlarına da yansıtacağından dağıtılacak kar paylarında azalma görülür. Böylece ekonomik durum ile yatırımcılara dağıtılacak kar payları arasında

doğrusal bir ilişki olduğu belirtilebilir. Yatırım kararını etkileyen temel ekonomik göstergelerden önemlileri aşağıdaki gibi özetlenebilir: (Berk, 243)

- **GSMH** : GSMH, bir ülkede belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeridir. GSMH, ya ekonomideki üretilen tüm gelirler (ücret, kira, faiz...) toplanarak ya da ekonomide yapılan tüm harcamalar (tüketiciler, işletmeler, devlet...) toplanarak hesaplanır. GSMH’de bir artış bekleniyorsa hisse senetleri fiyatlarının bu artıştan olumlu bir biçimde etkilenmesi beklenir. Ekonomide bir daralma söz konusu ise hisse senetleri fiyatları bu gelişmeden olumsuz etkilenecektir. (Tevfik, 2005: 123)
- **Yatırımlar**: Kamu, özel sektör yatırımları ekonomik durumla ilgili göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların ve teşvik belgelerinin sektörel dağılımı, sektörlerin büyüme potansiyeline ilişkin bilgi verir. Böylece, büyüme ve gelişme görülen sektörlerin menkul kıymetlerinin tercihi önem kazanır.
- **İstihdam**: Genel ekonomik koşullar uygun olduğu sürece istihdam artırıcı emek ve yoğun yatırımlar işsizliği azaltır. Buna karşın ekonomik durgunluk dönemlerinde ise işsizlik artma eğilimi gösterir.
- **Enflasyon**: Yüksek enflasyon, ekonomik dengeleri olumsuz etkilemektedir. Enflasyon oranındaki büyük artışlar, maliyetlerin artışı nedeniyle yatırım eğiliminin azalmasına yol açar.
- **Bütçe Açığı, İthalat-İhracat**: Bütçe açıkları ve bunun giderek artışı, ekonomik durumda kötüye gidişin belirtisi sayılabilir. Ekonominin dar boğaza girmeden ekonomik büyümenin sürdürülmesinde dış ticaret açığının eğilimi de oldukça önemlidir. Ekonominin performansı açısından dış alım ve dış satımın da herhangi bir darboğazla karşılaşmaması gerekir.

- **Parasal Göstergeler:** Emisyon hacmindeki artış, şiddetli fiyat artışlarına yol açması nedeniyle menkul kıymet yatırımları açısından olumlu karşılanmamaktadır. Mevduatlardaki artış, kısa vadede tasarrufların bankacılık sektörüne kayması ve dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarının bu gelişmeden olumsuz etkilenmesi şeklinde bir gelişmeye yol açabilir. Ancak mevduatın krediye dönüşerek sanayiye akmasıyla hisse senedi fiyatları olumlu etkilenir. (Berk, 244)

Ekonomi analizinde hisse senedine yatırım kararı verilip verilmemesi için ulusal ve uluslararası anlamda bir piyasa analizi yapılır. Bu analiz sonucuna göre göstergeler olumlu ise hisse senedi piyasasına giriş yapılır. Temel analizde bundan sonraki adım ise hangi sektördeki hisse senetlerine yatırım yapılacağı sorunudur.

2.6.2 Endüstri Analizi

Temel analizde genel ekonomik faktörler kadar, işletmenin içinde bulunduğu endüstrinin konjunktüre karşı duyarlılığı da önemlidir. Endüstri analizi, işletme için bir çerçeve oluşturur; diğer bir deyişle bir endüstrinin performansı o endüstriye dahil işletmelerin performanslarının bir göstergesidir.

Endüstriler, genel ekonomik durumdan değişik biçimlerde etkilenirler. Bazı sektörler ekonomik büyüme oranı ile aynı hızda, bazıları ekonomik büyüme oranından daha hızlı ya da daha yavaş büyüme gösterirler. Bir işletmenin büyümesi de büyük ölçüde içinde bulunduğu endüstri kolunun büyümesine bağlı ve paraleldir. Endüstriler ekonomik dalgalanmalardan etkilenme derecelerine göre üç grupta incelenir: (Yükçü ve diğerleri, 1031)

- **Büyüyen Endüstriler:** Bilgisayar, elektronik, telekomünikasyon gibi teknolojik gelişme ve icatların yoğun olduğu endüstrilerdir. Bu tür endüstriler ekonomik konjunktürden etkilenmeksizin sürekli büyüyen iş kollarıdır.
- **Dönemsellik Gösteren Sektörler:** Ekonomik konjunktüre paralel olarak dalgalanma gösteren endüstrilerdir. Bu tip sektörlere yatırım yapmak ekonomik

gelişme dönemlerinde karlı; durgunluk dönemlerinde ise riskli olabilir turizm sektörü gibi...

- Savunmacı Sektörler: Ekonomik konjunktürden etkilenmeyen ya da çok az etkilenen endüstrilerdir. Gıda, ilaç gibi sektörler bu gruba örnek olarak verilebilir. Bu gruba ait hisse senetlerine yatırım yapmanın riskinin az olduğu söylenebilir.

Endüstri analizinde, yukarıdaki ölçütlerle ve genel ekonomi analiziyle de ilgili olarak, hangi sektördeki hisse senetlerinin daha fazla getiri sağlayacağı belirlenebilmektedir. Sektörlerin bugünkü ve gelecekteki durumları gözden geçirilerek sektör analizi tamamlanmakta ve son olarak yatırım yapılacak sektördeki hangi hisse senedinin tercih edileceği meselesi ortaya çıkmaktadır.

2.6.3 Firma Analizi

Temel analizin son aşaması firma analizidir. Hisse senetleri piyasasını analiz etmek isteyen bir yatırımcı, ekonomi ve endüstri ile ilgili bilgileri elde ettikten sonra, firma analizine geçecektir. Firma analizinde, yatırım yapacağı hisse senedine ait şirketin bilanço, gelir tablosu gibi finansal tablolarından yararlanır.

Firma analizinin ilk kısmında işletmenin genel analizi yapılır. Bu kısımda ele alınacak konular, şirketin ünvanı, geçmişi ve şöhreti, sermayesi, yedekleri, yönetimdeki başlıca hissedarları, ortak ve personel sayısı, yöneticilerin kişilikleri ve yetenekleri, üretim konusu ve kapasitesi, üretim maliyetleri, ihracat olanakları, kredi olanakları, verimlilik ve karlılık durumu, kar dağıtım politikası, sermaye artırım düşünceleri, genişleme ve yeni yatırım projeleri olarak sıralanabilir.

Temel veriler üzerinde yapılan incelemeler sonucunda yapılacak yatırımın risk ve verimliliği hakkında bir hükme varılabilir. Bundan sonra, işletmenin geleceğine ilişkin nicel tahminler yapabilmek amacıyla işletmenin geçmişteki performansı değerlendirmeye alınır. Bu tür nicel bir incelemenin başlıca kaynağı finansal tablolar ve başlıca aracı rasyo (oran) analizleridir. (Yükçü ve diğerleri, 1033)

Daha önce de değinildiği gibi, firma analizinde kullanılacak olan faktörler, nitel ve nicel olmak üzere ikiye ayrılır. İşletme analizinde kullanılacak nitel faktörler, işletmenin üretimi ve yönetim kadroları ile ilgili özellikler olmak üzere ikiye ayrılır: (Taner ve Akkaya, 202)

İşletmenin ürettiği ürünler ile ilgili olarak yapılacak değerlendirmede kalite, pazar payı, ürünlerin hayat eğrileri, üretim teknolojisi analiz edilir. Bunun sonucunda elde edilen bilgiler yatırımcılar açısından karar vermeyi kolaylaştırıcı bilgiler olacaktır.

İşletmenin başarısını sağlayan önemli faktörlerden biri de yönetim kadrolarıdır. Yöneticilerin kişilikleri, eğilimi, deneyimleri, geçmiş dönemlerdeki başarıları, uzun vadeli plan ve hedefleri, yönetim ve işgücü ilişkileri, araştırma geliştirme konusundaki tutumları gibi bilgiler işletme ile ilgili yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir.

Nicel yönden yapılacak firma analizine göre ise firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın bilanço, gelir tablosu, fon kaynak kullanım tablosu gibi finansal tablolar aracılığıyla incelenmesine yöneliktir. (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 459)

Temel analiz, uygulanması uzun süreç gerektiren bir analiz türüdür. Teknik analizde uzun dönemde gerçekleşen fiyat hareketlerinin tek bir grafik etrafında toplanması, yatırımcıların karar vermesini kolaylaştırırken temel analiz firmaların sağlam temeller etrafında incelenmesini sağlayan bir analiz türüdür. Bu nedenle teknik analize göre uygulaması daha fazla zaman alır.

Yatırımcı, temel analizdeki karar aşamasında çeşitli finansal analiz tekniklerinden yararlanacaktır. Bu teknik, oran analizidir. Oran analizi ile işletmenin yatırım politikası, finansal yapısı, finansal performansı ve kar dağıtım politikası hakkında bilgi sağlanmaktadır. (Taner ve Akkaya, 203)

Oranlar, kullanım amacına göre aşağıda sıralanan beş ana grup altında incelenir: (Lazol, 2005: 70-82)

- Likidite Oranları
- Mali Yapı Oranları
- Varlık Kullanım (Faaliyet/Verimlilik) Oranları
- Karlılık Oranları
- Borsa Başarı Oranları

Likidite Oranları: Bu oran grubu, dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkileri inceler. Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü ölçer. Likidite oranları grubu içerisinde şunlar yer alır:

- Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borç ölçülenmesinde kullanılır ve aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$CariOran = \frac{DönenVarlıklar}{KısaVadeliBorçlar} \quad (2.11)$$

Bu oranın kabul edilebilir değeri 1 olmalıdır. Bu oranın 1'in altına düşmesi risklidir ve net işletme (çalışma) sermayesinin negatif olması demektir.

- Likidite Oranı: Bu oran ödeme gücünün belirlenmesinde stokların paraya çevrilememe riskini ortadan kaldırarak, satışlar dursa bile, elindeki fonlarla işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ne ölçüde karşılayabildiğini ölçer. Oranın 1 olması yeterli kabul edilir ve oran şu şekilde hesaplanır:

$$LikiditeOranı = \frac{DönenVarlıklar - Stoklar}{KısaVadeliBorçlar} \quad (2.12)$$

- Nakit Oranı: Bu oran işletmenin elindeki hazır değer ve menkul kıymet toplamı ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını ne ölçüde karşıladığını gösterir. Bu orana "hazır değer oranı" da denir ve şu şekilde hesaplanır:

(2.13)

$$NakitOranı = \frac{HazırDeğerler + MenkulKıymetler}{KısaVadeliBorçlar}$$

Varlık Kullanım Oranları: Bu grupta yer alan oranlar, işletme varlıklarının ne ölçüde verimli kullanıldığını tespit etmede kullanılır. Faaliyet ya da verimlilik oranları adıyla da anılan bu oranlar, satışlar ile çeşitli aktif kalemler arasındaki ilişkiyi gösterir. Bu oranların bazıları aşağıda gösterilmiştir:

- Alacak Devir Hızı: Bu oran, alacakların ne derece etkin tahsil edildiğini ve alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir. Alacak devir hızı arttıkça alacakların likidite değeri artar ve alacak devir hızı şu şekilde hesaplanır:

$$AlacakDevirHızı = \frac{NetSatışlar}{OrtalamaTicariAlacaklar} \quad (2.14)$$

Burada ortalama ticari alacaklar, dönem başı ticari alacaklar ile dönem sonu ticari alacaklar toplamının ortalamasını ifade etmektedir.

- Stok Devir Hızı: İşletme stoklarının yılda kaç kez döndüğünü gösterir. İşletmenin amacı, kar marjını koruyarak stok devir hızını yükseltmektir. Kar oranı sabit olduğunda stokların hızlı dönmesi işletme karlılığını artırır. Stok devir hızı şu şekilde hesaplanır:

$$StokDevirHızı = \frac{SatışlarınMaliyeti}{OrtalamaStoklar} \quad (2.15)$$

$$Ortalama\ Stoklar = \frac{Dönem\ Başı\ Stoklar + Dönem\ Sonu\ Stoklar}{2}$$

- Aktif Devir Hızı: Bu oran, varlıkların kaç katı satış yapıldığını gösterir. Aktif devir hızının yüksek olması olumludur. Ancak tek başına işletme karlılığını garanti etmez. Çünkü işletmenin karlılığı satışların büyüklüğü yanında kar marjına da bağlıdır.

$$AktifDevirHızı = \frac{NetSatışlar}{AktifToplamı} \quad (2.16)$$

Mali Yapı Oranları: Bu grupta işletmenin mali yapısı ile ilgili oranlar yer alır. Bilançonun pasif tarafı işletmenin mali yapısını; yani yabancı kaynak ve özkaynak dağılımını gösterir. Özkaynak ve yabancı kaynak dengesini işletmenin özelliklerini ve faaliyet alanını da dikkate almak suretiyle optimal düzeyde kurmak finans yöneticisinin temel görevidir. Bu oranların bazıları aşağıda belirtilmiştir:

- Yabancı Kaynak Oranı: Kaldıraç oranı olarak da adlandırılan bu oran, işletme varlıklarının finansman şeklini gösterir. Oranın %50 civarında olması normal sayılır. Ancak enflasyonun pasif yapı üzerindeki bozucu etkisi sonucu ülkemizde bu oranın %70'lere kadar çıktığı görülmektedir. Yabancı kaynak oranı şu şekilde ifade edilir:

$$YabancıKaynakOranı = \frac{ToplamYabancıKaynaklar}{PasifToplamı} \quad (2.17)$$

- Özkaynak Oranı: Bu oran, işletme varlıklarından yüzde kaçının ortaklarca karşılandığını gösterir ve bu oranın %50 civarında olması beklenir. Oran, aşağıdaki gibi gösterilir:

$$ÖzkaynakOranı = \frac{Özkaynaklar}{PasifToplamı} \quad (2.18)$$

- Yabancı Kaynakların Özkaynaklara Oranı: Bu oran da üstte açıklanan yabancı kaynak ve özkaynak oranlarının farklı ifadesidir. Oran için genel standart 1'dir. Oran büyüdükçe finansal risk artar.

$$YK / \text{Özkaynak} = \frac{\text{ToplamYabancıKaynaklar}}{\text{Özkaynaklar}} \quad (2.19)$$

Karlılık Oranı: Karlılık oranları, yönetimin başarı ölçüleridir. Bu oranlar satışlar, özkaynaklar ve varlıklar üzerinden hesaplanır. Karlılık oranları içerisinde yer alan bazı oranlar aşağıda belirtilmiştir:

- Brüt Satış Karı Oranı: Bu oran net satışların, satışların maliyetinden sonraki yüzdesini gösterir ve bu oranın yüksek olması önemlidir. Aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{BrütSatışKarıOranı} = \frac{\text{BrütSatışKarı}}{\text{NetSatışlar}} \quad (2.20)$$

- Özkaynak Karlılık Oranı: Bu oran işletmeye tahsis edilmiş bulunan fonların ne ölçüde etkin ve verimli kullanıldığını belirlemede kullanılır ve şu şekilde gösterilir.:

$$\text{ÖzkaynakKarlılıkOranı} = \frac{\text{DönemNetKarı}}{\text{Özkaynaklar}} \quad (2.21)$$

- Aktif Karlılık Oranı: Aktiflerin ne ölçüde karlı kullanıldığını gösterir. Bu oranın, benzer işletme oranları ile karşılaştırılarak varlık kullanım etkinliği belirlenebilir ve oran şu şekilde gösterilir:

$$\text{AktifKarlılıkOranı} = \frac{\text{DönemKarı}}{\text{AktifToplamı}} \quad (2.22)$$

Borsa Başarı Oranları: Bu gruptaki oranlar içerisinde fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri ve hisse başına kar oranı incelenecektir.

- Fiyat/Kazanç Oranı: Orandaki bağıntı bir katsayı şeklinde ortaya çıkar. Katsayı büyüdükçe hisse senedinin fazla değer kazandığı anlaşılır; yani katsayının

artması hisse senedinin satılması; küçülmesi ise satın alınmasını destekler. Fiyat/kazanç oranı şu şekilde ifade edilir:

$$Fiyat / Kazanç = \frac{İşletmeninToplamBorsaDeğeri}{DönemNetKarı} \quad (2.23)$$

İşletmenin Toplam Borsa Değeri= (Bir hissenin borsa fiyatı*Hisse senedi sayısı)

Hisse senedi sayısı= (Sermaye/1000)

- Piyasa Değeri/Defter Değeri:İşletmenin borsa değerinin işletmenin özkaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Bu oran, hisse senedi yatırımcılarına alma, satma ya da elde tutma kararlarında yardımcı olabilir. Katsayı büyüdükçe hisse senedinin daha fazla değer kazandığı ortaya çıkar. Bu oran aşağıdaki biçimde gösterilir:

$$PD / DD = \frac{İşletmeninToplamBorsaDeğeri}{ÖzkaynaklarToplamı} \quad (2.24)$$

- Hisse Başına Kar Oranı: Bu oran, işletmenin her bir hisse başına ne miktarda kar elde ettiğini gösterir ve şu biçimde gösterilir:

$$HisseBaşınaKar = \frac{DönemNetKarı}{HisseSenediSayısı} \quad (2.25)$$

Firma analizinde, firmanın sistematik olmayan riski ortaya çıkar. Başka bir deyişle, firmanın finansal, yönetsel ya da iş riski gibi riskleri dolayısıyla hisse senedine yatırım yapılıp yapılmayacağı, bilanço ve gelir tablosu yardımıyla oluşturulacak oranlar yardımıyla belirlenebilir. Dolayısıyla oran analizi, hisse senedine yatırım kararı verilip verilmemesinde önemli bir araç olmaktadır.

Firmanın yıllar itibariyle oransal değişimi, firmanın karşılaştırmalı bilanço ve gelir tablolarında incelenmektedir. Bilanço ve gelir tablolarındaki durum, hisse

senedinin finansal yapısının yatırımcılar tarafından incelenmesine ve dolayısıyla firmanın hisse senetlerine yatırım yapılmasına imkan tanımaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİNE YATIRIM KARARI VERİLMESİNDE ORAN ANALİZİ YÖNTEMİNİN KULLANILMASINA YÖNELİK ÖRNEK BİR İŞLETME ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1 ARAŞTIRMANIN AMACI

Hisse senedi değerlemesinin temel amacı, bir hisse senedinin alınıp alınmaması kararının verilmesidir. Bunun için yatırımcı, temel analiz yöntemi aracılığıyla hisse senedi piyasasında ekonomi analizi, endüstri analizi ve son olarak firma analizi yaparak hisse senedine yatırım yapıp yapmama kararı vermektedir.

Bu çalışmanın amacı, hisse senedine yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcının, seçtiği firmanın geçmiş dönemlerdeki durumunu finansal oranlar yardımıyla incelemektir. Böylece yatırımcı, finansal oranları inceleyerek bir firmanın performansı hakkında bir öngörü yapma olanağına sahip olacaktır.

3.2 ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI

Analiz kapsamında kullanılacak olan işletme, hisse senetleri İMKB Ulusal Pazarında işlem gören şirketlerden seçilmiş ve işletmenin bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Bu doğrultuda yatırımcının temel analiz sürecindeki ekonomi ve endüstri analizi sonrası, örnek olarak seçilen işletmeye yatırım yapıp yapmama konusunda ilgili işletmeyi oran (rasyo) analizi yöntemiyle incelediği varsayılmıştır.

3.3 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Araştırma için seçilen örnek işletmenin 2004, 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır. Araştırma kapsamının dört yıl olarak belirlenmesinin nedeni, yatırımcının çok fazla veri seti içerisinde kaybolmamasını sağlamak ve karşılaştırma yapılabilecek en az iki dönemin olmasını sağlamaktır.

Bilanço ve gelir tabloları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın internet erişiminden sağlanmıştır.

Firmanın mali analizine geçmeden önce, firmanın piyasadaki konumu, ortaklık yapısı, firmanın faaliyetleri vb... bilgilerin yatırımcılar tarafından dikkate alınması gerekmektedir. Bunun için öncelikle seçilen işletmeyle ilgili bazı bilgiler aşağıda sunulmuştur:

İşletme, Ulusal Pazar'da ve İmalat Sanayi Sektörü'nde işlem gören bir firma olup 03.09.2009 tarihi itibariyle sermayesi 675.728.205 TL'dir. Yine aynı tarih itibariyle piyasa saklama oranı %21 olup, piyasa değeri 2.973.204.102 olarak gerçekleşmiştir.

Bununla birlikte işletme, 1955 yılında kurulmuş olup, ev yaşamına yönelik dayanıklı tüketim malları, komponentleri, üretimi, pazarlama ve satış sonrası servis hizmetini sağlayan bir firmadır. Dünya çapında çalışan sayısı 18.000'in üzerinde olup, 2008 yılı konsolide net satışları 3,574 milyon € ve yine 2008 yılı konsolide net satışları 1.770 milyon € olarak gerçekleşmiştir.

Bununla birlikte, işletmeye ait Eskişehir'de bir adet buzdolabı işletmesi, İstanbul ve Çin'de olmak üzere iki adet çamaşır makinesi işletmesi, Ankara'da bir adet bulaşık makinesi işletmesi, Bolu'da bir adet pişirici cihazlar işletmesi, Tekirdağ'da bir adet çamaşır kurutma makinesi işletmesi ve yine Tekirdağ'da bir adet elektrik motorlar işletmesi, Eskişehir'de bir adet kompresör işletmesi, Romanya'da bir adet soğutucu işletmesi ve son olarak da Rusya'da bir adet buzdolabı ve çamaşır makinesi işletmesi yer almaktadır.

Aşağıda öncelikle 2004- 2005 ve 2006- 2007 yıllarına ait bilançolar sunulmuş ve bunlar özet bir biçimde yorumlanmıştır. Daha sonra ayrıntılı olarak oran analizine geçilecektir. Öncelikle Tablo 3. 1'de 2004 ve 2005 yıllarına ait bilanço gösterilmiştir.

Tablo 3. 1 Seçilen Örnek İşletmenin 2004 ve 2005 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Bilanço

BİLANÇO (BİN YTL)	31.12.2005	31.12.2004
VARLIKLAR		
Cari / Dönen Varlıklar	2.660.853	2.506.533
Hazır Değerler	267.191	258.953
Menkul Kıymetler (net)	0	38.305
Ticari Alacaklar (net)	1.600.089	1.310.900
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	83
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	121.268	102.238
Diğer Alacaklar (net)	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	619.274	727.195
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	53.031	68.859
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	1.461.733	978.224
Ticari Alacaklar (net)	18.777	2.127
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0
Diğer Alacaklar (net)	0	0
Finansal Varlıklar (net)	658.613	276.062
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	39.268	43.312
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	688.292	642.298
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	56.573	13.645
Ertelenen Vergi Varlıkları	210	780
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	4.122.586	3.484.757
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.449.705	1.445.883
Finansal Borçlar (net)	35.861	16.158
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	87.086	96.221
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	208	2.128
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	55.694	51.374
Ticari Borçlar (net)	352.432	407.319
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	554.456	517.946
Alınan Avanslar	195.429	192.634
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0
Borç Karşılıkları	3.809	0
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	164.730	162.103
Uzun Vadeli Yükümlülükler	663.988	337.690
Finansal Borçlar (net)	543.647	209.820
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	140	6.217
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	10.676	12.196

Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	43.849	39.502
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	12.033	33.622
Diğer Yükümlülükler (net)	53.643	36.333
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	21.837	22.019
ÖZSERMAYE	1.987.056	1.679.165
Sermaye	399.960	399.960
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	1.251.364	1.018.241
Hisse Senetleri İhraç Primleri	256.707	256.707
Hisse Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	245.673	12.550
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	748.984	748.984
Kar Yedekleri	4.478	(14.198)
Yasal Yedekler	31.359	0
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	0	0
Özel Yedekler	0	0
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	(26.881)	(14.198)
Net Dönem Karı/Zararı	312.153	290.207
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	19.101	(15.045)
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	4.122.586	3.484.757

Tabloya bakıldığında seçilen örnek işletmenin 2005 yılında 2004 yılına göre aktif ve pasif kalemlerinde bir artış meydana gelmiştir. Özellikle uzun vadeli yabancı kaynaklardaki yaklaşık iki katına varan artış önemlidir. Kaldı ki bu oran, firmanın borçlanabilme yeteneğini; diğer bir deyişle piyasada güven unsuruna dayalı faaliyet gösterdiğini ortaya koymaktadır. Firmanın ticari alacaklarının artması, firmanın satışlarının bir önceki yıla göre arttığını ortaya koymuştur. 2004 yılındaki net dönem karı 2005 yılında 312.153.000 YTL'ye çıkmıştır. Bununla birlikte firma 2003 yılında 15.045.000 YTL'lik zarar elde etmesine karşılık; 2004 yılında 19.101.000 YTL'lik kar elde etmiştir.

Tablo 3. 2 'de işletmeye ait karşılaştırmalı gelir tablosu sunulmuştur:

Tablo 3. 2 2004 ve 2005 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (BİN YTL)	31.12.2005	31.12.2004
ESAS FAALİYET GELİRLERİ	0	0
Satış Gelirleri (net)	5.102.907	4.906.835
Satışların Maliyeti (-)	(3.814.291)	(3.679.973)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	0	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.288.616	1.226.862
Faaliyet Giderleri (-)	(880.483)	(836.647)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	408.133	390.215
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	27.232	65.349
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(17.389)	(45.664)
Finansman Gelirleri/(giderleri) net	8.733	68.122
İştiraklerden (giderler)/gelirler net	(13.066)	5.922
FAALİYET KARI/ZARARI	413.643	483.944
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	(68.223)
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	(6.541)	(5.601)
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	407.102	410.120
Vergiler	(94.949)	(119.913)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	312.153	290.207
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0,780	0,726

2004 ve 2005 yıllarındaki gelir tablosuna bakıldığında, firmanın satış gelirlerinin artmasıyla birlikte satışların maliyetinin de arttığı ve bununla birlikte brüt faaliyet karının da arttığı görülmektedir. Firmanın 2005 yılındaki faaliyet karı 2004 yılına göre azalmıştır. Bunun sebebi, 2005 yılında diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve karların azalması ile iştiraklerden elde edilen giderlerin artmasıdır. Firmanın net dönem karı ve hisse başına kar da bir önceki yıla göre artış göstermiştir.

Tablo 3. 3. 2006 ve 2007 Yıllarındaki Karşılaştırmalı Bilanço

BİLANÇO (Bin YTL)	31.12.2007	31.12.2006
VARLIKLAR		
Cari / Dönen Varlıklar	4.138.382	4.207.063
Hazır Değerler	302.492	288.796
Menkul Kıymetler (net)	0	0
Ticari Alacaklar (net)	2.273.106	2.287.127
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	174.775	242.850
Diğer Alacaklar (net)	0	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	1.296.726	1.275.026
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	91.283	113.264
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	2.388.417	2.170.982
Ticari Alacaklar (net)	18.655	13.693
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	36.144
Diğer Alacaklar (net)	0	0
Finansal Varlıklar (net)	924.981	816.084
Pozitif/Negatif Şerefîye (net)	3.377	1.788
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	3.463	2.786
Maddi Varlıklar (net)	1.207.882	1.115.169
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	176.247	126.881
Ertelenen Vergi Varlıkları	53.812	58.437
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	6.526.799	6.378.045
Finansal Borçlar (net)	1.300.864	962.858
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	775.510	306.269
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	85	161
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	63.907	83.647
Ticari Borçlar (net)	554.237	812.300
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	137.591	355.304
Alınan Avanslar	67.559	54.722
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0
Borç Karşılıkları	4.741	2.266
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	252.660	301.048
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.223.915	1.362.933
Finansal Borçlar (net)	995.816	1.047.735
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	56	91
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	3.559	10.867
Ticari Borçlar (net)	0	36.144

İlişkili Taraflara Borçlar (net)	60.038	76.848
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	56.155	52.852
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	54.494	34.666
Diğer Yükümlülükler (net)	53.797	103.730
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	28.277	32.890
ÖZSERMAYE	2.117.453	2.103.647
Sermaye	399.960	399.960
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	1.189.733	1.079.829
Hisse Senetleri İhraç Primleri	0	0
Hisse Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	440.749	330.845
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	748.984	748.984
Kar Yedekleri	194.848	77.180
Yasal Yedekler	97.240	61.759
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	114.192	0
Özel Yedekler	0	0
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul	0	0
Satış Kazançları		
Yabancı Para Çevrim Farkları	(16.584)	15.421
Net Dönem Karı/Zararı	157.765	324.147
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	175.147	222.531
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	6.526.799	6.378.045

İşletmenin 2007 yılındaki bilançosuna bakıldığında, 2006 yılına göre dönen varlıklarda bir azalma; buna karşılık duran varlıklarında bir artış meydana gelmiştir. Yine aynı şekilde kısa vadeli yabancı borçlarda bir miktar artış olmasına karşılık, uzun vadeli yabancı kaynaklarda bir azalış görülmüştür. 2007 yılında, bir önceki yıla göre net dönem karı 324.147.000 YTL'den 157.765.000 YTL'ye düşmüştür. Bu da firmanın 2007 yılında mali durumunun bozulmakta olduğunun bir göstergesidir.

Tablo 3. 4 2006-2007 Yıllarına Ait Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (Bin YTL)	31.12.2007	31.12.2006
ESAS FAALİYET GELİRLERİ		
Satış Gelirleri (net)	6.622.544	6.958.683
Satışların Maliyeti (-)	(4.851.025)	(5.115.635)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	0	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.771.519	1.843.048
Faaliyet Giderleri (-)	(1.254.278)	(1.349.263)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	517.241	493.785
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	50.750	48.689
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(48.648)	(84.935)
Finansman Giderleri (-)	(335.053)	(117.590)
İştiraklerden gelirler (net)	14.235	22.492
FAALİYET KARI/ZARARI	198.525	362.441
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	20.558	33.491
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	219.083	395.932
Vergiler	(61.318)	(71.785)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	157.765	324.147
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0,3945	0,8105

Karşılaştırmalı gelir tablosunda ise, satış gelirlerindeki azalmayla birlikte, maliyetlerin de azalması, firmanın üretim kapasitesinin düştüğünün bir göstergesi olarak düşünülebilir. Faaliyet karının da önemli ölçüde azaldığı ve hisse başına kazancın da yarı yarıya azaldığı görülmektedir. Hisse başına kazancın düşmesinin sebebi 2007 yılında firmanın dönem sonu piyasa değerinin düşmesi ve dönem net karının azalmasıdır. Kısacası, 2007 yılında firmanın mali tablolarındaki durumu 2004, 2005 ve 2006 yıllarına göre oldukça kötüdür.

Bu aşamadan sonra, firmanın mali analizi oranlar yardımıyla incelenecektir. Bu oran grupları sırasıyla, likidite oranları, varlık kullanım oranları, mali yapı oranları, karlılık oranları ve borsa başarı oranları şeklinde sırlanacaktır. Öncelikle incelenen dört yıla ait likidite oranları Tablo 3. 5 'te sunulmuştur.

Tablo 3. 5 Seçilen İşletmeye Ait Oran Analizi Verileri

Standart	ORAN ADI	LİKİDİTE ORANLARI	2004	2005	2006	2007
2	Cari Oran	DV/KVYK	1,73	1,84	1,47	1,31
1	Likidite Oranları	(DV-Stoklar)/KVYK	1,23	1,40	1,02	0,90
0,20	Nakit Oranı	(HD+MK)/KVYK	0,21	0,18	0,10	0,09
		VARLIK KULLANIM ORANLARI				
	Alacak Devir Hızı	Net Satışlar/Ortalama Ticari Alacaklar	7,47	6,30	6,04	5,77
	Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti/Ortalama Stoklar	5,06	6,16	4,01	3,74
	Aktif Devir Hızı	Net Satışlar/Aktif Toplamı	1,40	1,24	1,09	1,01
0,50	Yabancı Kaynak Oranı	Toplam YK/Pasif Toplamı	0,51	0,51	0,61	0,67
0,50	Özkaynak Oranı	Özkaynaklar/Pasif Toplamı	0,48	0,48	0,32	0,32
1	Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı	Toplam YK/Özkaynaklar	2,01	2,06	2,01	2,06
		KARLILIK ORANLARI				
	Brüt Kar Oranı	Brüt Satış Karı/Net Satışlar	0,25	0,25	0,26	0,26
	Özkaynak Karlılık Oranı	Dönem Net Karı/Net Satışlar	0,06	0,06	0,04	0,02
	Aktif Karlılık Oranı	Dönem Karı/Aktif Toplamı	0,11	0,09	0,06	0,03
		BORSA BAŞARI ORANLARI				
	Fiyat/Kazanç Oranı	Toplam Borsa Değeri/Dönem Net Karı	6,74	7,84	7,02	14,72
	Piyasa Değeri/Defter Değeri	Toplam Borsa Değeri/Özkaynaklar	1,17	1,25	1,08	1,09
	Hisse Başına Kar	Dönem Net Karı/Hisse Senedi Sayısı	0,72	0,78	0,81	0,39

3. 4 ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmektedir. Bu grupta yer alan ilk oran cari orandır. Cari oran, her üç yılda da standart olarak kabul edilen 2'nin altında seyretmiştir. Ancak yıllar itibariyle bakıldığında, cari oranın 2005 yılında en yüksek seviyede olmasıyla birlikte; 2006 ve 2007 yıllarında cari oranın giderek düştüğü görülmüştür. Bütün yıllar itibariyle cari oranın 0'ın altında olmaması, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme noktasında önemli bir riski olmamış olmasıyla birlikte, oranın 1'ye yaklaşması, firma için olumlu görülmektedir.

Likidite oranı, cari oranın tamamlayıcısı niteliğindedir ve stoklardan gelecek ödeme riskini ortadan kaldırır. Yıllar itibariyle bakıldığında, likidite oranının 2004'ten 2005 yılına doğru arttığı; 2006 yılında 1 'ye yaklaştığı ve son olarak 2007 yılında 1'in altına düşerek 0,90 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Buna göre stoklar ayrı tutulduğunda firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda önemli bir risk taşıdığı söylenemez.

Nakit oranı, firmanın elindeki hazır değerler ve menkul kıymetler ile kısa vadeli yabancı kaynakların ne kadarlık kısmını karşılayabildiğini göstermektedir. Bu orana hazır değerler oranı da denir. Hazır değerler oranının standardı 0,20'dir. 2004 ve 2005 yıllarında firmanın elindeki hazır değerler ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeme konusunda bir sıkıntı yaşamadığı, buna karşılık 2006 ve 2007 yıllarında hazır değerler oranının gittikçe düşerek firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda risk altında kaldığı görülmüştür.

Alacak devir hızı, yıllar itibariyle azalan bir seyir izlemiştir. Alacak devir hızı, 2004 yılından 2007 yılına kadar azalma göstermiştir. Alacak devir hızının yüksek olması, alacakların tahsil edilmesinde firmanın başarılı olduğunu; tersine bir durumda firmanın alacaklarını tahsil etmede başarısız olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla firmanın 2004 ve 2007 yılları arasındaki alacak devir hızının azalmış olması, firmanın alacaklarını tahsil etmede güçlüklerle karşılaştığını göstermektedir.

Stok devir hızının yüksek olması, stoklara daha az fon bağlandığını göstermektedir. Yıllar itibariyle stok devir hızı, sadece 2005 yılında en fazladır. Diğer bir deyişle 2005 yılında firma, stoklarına daha az fon bağlamıştır. En düşük stok devir hızının görüldüğü 2007 yılında ise firmanın elinde daha fazla stok bulunduğu, diğer bir deyişle elindeki ürünleri satamadığı ve stoklarının arttığı düşünülebilir.

Aktif devir hızı, satışların ne kadarının aktifler üzerinden gerçekleştiğini gösteren bir orandır. Aktif devir hızının yüksekliği firma için olumlu kabul edilmektedir. Buna karşılık, yıllar itibariyle aktif devir hızının sürekli azaldığı görülmüştür. Aktif devir hızının azalması, satışların azalması ile birlikte aktiflerin de azaldığını ortaya koymaktadır.

Yabancı kaynak oranının 0,50 olması olumlu kabul edilmektedir. Diğer bir deyişle finansman %50 oranında yabancı kaynaklarla, %50 oranla da özkaynaklarla yapılmalıdır. 2004 ve 2005 yılında firma için yabancı kaynak oranı olumlu kabul edilebilecek bir seviyedeysen, bu oran 2006 ve 2007 yıllarında artış göstermiştir. Yabancı kaynak oranının artması, firmanın özkaynaklarla finanse edilmediğini ve dışa bağımlılığının arttığını ortaya koymaktadır.

Bununla birlikte firmanın özkaynak oranının da 0,50 olması istenen bir durumdur. Halbuki bu oran yıllar itibariyle 0,50'nin altında seyretmiştir. Oranın 0,50'den az olması, firmanın daha çok dış kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Yabancı kaynak/özkaynak oranı da 1 olması gerekirken, firmanın daha çok dış kaynaklarla finanse edildiğini ortaya koymaktadır.

Brüt kar oranı, yıllar itibariyle önemli değişiklikler göstermemekle birlikte son iki yılda brüt kar marjının çok az da atmış olması firma için olumludur. Firmanın özkaynak ve aktifle üzerindeki karlılığının azalması, firma için olumsuz olarak değerlendirilebilir.

Borsa başarı oranlarıyla ilgilenen yatırımcılar, o hisse senetlerine yatırım yapmış olan yatırımcılardır. Fiyat/kazanç oranına bakıldığında, firmanın fiyat/kazanç oranının büyümesi, firmanın aşırı değerlendirildiği ve o firmanın hisse senetlerine yatırım yapılmaması anlamı çıkar. Fiyat/kazanç oranı, yatırımcının, bir birimlik kar için o hisse senedine ne kadar ödeyeceğini gösterir. Buna göre seçilen işletmenin hisse senetlerinin en fazla değerlendirildiği yıl 2007 olarak görülmektedir. Dolayısıyla yatırımcının 2007 yılının fiyat/kazanç oranına bakarak ilgili hisse senedine yatırım yapması, sakıncalı olabilecektir.

Yine aynı biçimde, piyasa değeri/defter değeri oranının da yükselmesi firmanın hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiğini gösterir. Yıllar itibariyle bakıldığında piyasa değeri/defter değeri oranında önemli bir dalgalanma görülmemektedir.

Hisse başına kar oranı da en düşük olarak 2007 yılında gerçekleşmiştir. Bu da firmanın dönem karının azaldığını göstermektedir.

Sonuç olarak, incelenen dört yıllık süre içerisinde işletmenin oranları incelendiğinde, genel anlamda 2004'ten 2007'ye gidildiğinde oranlarda bir düşüş görülmüştür. Bu durum işletmenin kendi içerisinde ya da bağlı bulunduğu sektörden kaynaklanabileceği gibi (sistemik olmayan risk) genel ekonomik durumun etkisiyle de ortaya çıkmış olabilir (sistemik risk). Sistemik risk, her zaman var olan bir risk unsuru olacağı için işletmenin sistemik olmayan risklerini en aza indirmesi önemlidir. Dolayısıyla yatırımcının, incelenen bu dört yıllık süreye bakıldığında, özellikle 2007 yılında, seçilen işletmenin oran analizi ve borsa başarı oranlarına göre ilgili hisse senedine yatırım yapmaması yararlı olacaktır.

SONUÇ

Finansal piyasalar, tasarruf fazlası olan kişilerden tasarruf açığı olan kişilere doğru fon transferinin gerçekleştiği piyasalardır. Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Para piyasaları kısa süreli fon arz ve talebinin; sermaye piyasaları ise uzun süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Para piyasasında kullanılan araçlar, çek, senet, mevduat sertifikası gibi araçlar iken sermaye piyasasında kullanılan araçlar, hisse senedi, tahvil, kar ve zarar ortaklığı belgesi gibi araçlardır.

Yatırımcılar sermaye piyasaları aracılığıyla tasarruflarını, fon talep edenlere ulaştırma amacı taşırlar. Bu yatırım araçlarından bir tanesi de hisse senetleridir. Dışarıdan fon sağlamak isteyen firmalar, hisse senetleri çıkararak hisse senetlerini halka arz etmiş olurlar. Böylece hisse senedini satın almış olan yatırımcı, yönetimde söz hakkı, rüçhan hakkı, oy kullanma hakkı, firmanın faaliyetlerinden bilgi edinme gibi haklara sahip olmaktadır. Hisse senedini çıkaran firma açısından hisse senetleriyle sağlanan fon, özsermaye niteliğinde sağlanan bir fondur.

Hisse senetleri yatırımcısına sermaye kazancı ile birlikte kar payı getirisi de sağlamaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparken hisse senedinin ileride sağlayacağı sermaye kazancı ve kar payı getirisine göre yatırım kararı alacaktır. Hisse senetlerinin piyasadaki şimdiki değeri ile olması gereken değerini karşılaştırması yapılarak yaparak hisse senetlerinin alma, elde bulundurmasına ya da elden çıkarılmasına karar verilecektir.

Bu anlamda çeşitli değerlendirme yaklaşımları geliştirilmiştir. Değerlemenin temel dayanaklarından birisi risk unsuru olduğundan yatırımcılar tek bir hisse senedine yatırım yapma yerine portföy oluşturarak hisse senetlerinin riskini ölçme şansına sahiptir. En riskli portföy en yüksek getiriye sağlayacağından, yatırımcıların en yüksek getiriye veren ve en düşük riski sağlayan portföyü tercih etmesi beklenir.

Hisse senetlerine portföy oluşturularak yatırım yapılması yerine, yatırımcılar hisse senetlerini tek tek analiz ederek de yatırım kararı alabilir. Hisse senetlerinin tek tek incelendiği yaklaşımlardan biri teknik analiz yöntemi olup bu analiz türü, hisse senetlerinin fiyatlarının tamamıyla psikolojik etkilerden oluştuğunu ve fiyatların piyasa tarafından belirlendiğini savunmaktadır. Yatırımcılar bu analizde, fiyatların belirli dönemler itibariyle bir eğilim oluşturduğunu ve karar alırken bu eğilimlere göre karar alınacağını savunmaktadır.

Değerleme yaklaşımlarının sonucusu olan temel analiz yaklaşımına göre ise de yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparlarken, önce piyasanın genel durumu, daha sonra yatırım yapılacak sektörün durumu ve son olarak da ilgili sektörden seçilen bir firmanın analizini yapmak suretiyle yatırım kararı vermektedir. Firma analizi ise oran analizi yöntemiyle yapılmakta olan ve firmanın cari, varlık kullanım, mali yapı, karlılık ve borsa başarı oranları yardımıyla firmaların geçmiş yıllardaki durumu incelenerek hisse senetlerinin alınıp alınmamasına karar verildiği aşamadır. Bu bağlamda temel analiz yaklaşımının oldukça zaman gerektiren bir yaklaşım olduğu ortadadır.

Tüm bu değerlendirme yöntemlerinin hiçbirisinin bir diğerine üstünlüğü söz konusu değildir. Her bir yöntemin kendine göre yararları ve sakıncaları mevcuttur. Örneğin, etkin piyasalar hipotezi, her yatırımcının mantıklı olduğu varsayımına dayanarak geçmiş fiyat verileriyle ilgili değerlendirmelerin gelecekteki fiyatları öngörmeye yetmeyeceğini savunmaktadır. Teknik analiz, piyasa oyuncuları tarafından belirlenen kurallara göre alım satımın yapıldığı analizdir. Teknik analizde hiçbir verinin önemi yoktur; sadece gerçekleşen fiyat grafiklerinin önemi vardır. Temel analiz ise firmayla ilgili tüm verilerin değerlendirmeye alındığı ve yatırımcılara sunulduğu bir analizdir. Firmayla ilgili geçmiş tüm bilgiler, hisse senetlerinin geleceğiyle ilgili bir öngörü sunması açısından önemlidir. Dolayısıyla yatırımcıların değerlendirme yaklaşımlarından birini kullanması, onun bir diğer yaklaşıma göre daha yüksek getiri elde edeceği anlamına gelmemektedir. Hiçbir değerlendirme yaklaşımının bir diğerine üstünlüğü söz konusu değildir. Hisse senetleri

piyasası gibi gelecekteki belirsizliklerin önemli rol oynadığı bir piyasa, hiçbir zaman hisse senetlerinin gelecekteki fiyatları hakkında doğru tahmin vermeyecektir.

KAYNAKLAR

Akgüç, Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın

Altun Oğuz, (1992) Sermaye Piyasalarında Etkinlik: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Fiyat Etkinliği Testi; Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi, Ankara

Aşıkoğlu, R., (1983), *Sermaye Piyasası Aracı Olarak Tahvilleri Değerleme*: Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Basımevi

Ataman, Ü., (1974), *Hisse Senetlerinin Değerlemesi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi: İstanbul İktisadi ve Ticari Bilimler Akademisi Muhasebe Kürsüsü

Alpan, F., Tevfik, G., Tevfik, A., T., (2001), *Excel ile Finans*, İstanbul: Literatür Yayıncılık

Ataman Ü., Kibar, H., (1999), *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Belirlenmesi*, İstanbul: Türkmen Kitabevi' deki alıntı

Aydın, N., (2004), *Finansal Yönetim 1*, Eskişehir

Baştürk, F., H., (2004), *F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları

Branch, B., (1976) *Fundamentals of Investing*, John Wiley Son, Inc, Santa Barbara, 1976; Ceylan ve Korkmaz, (2000), 14'teki alıntı

Bailey, R., E., (2005), *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press, New York

Başıoğlu, U., Ceylan A., Parasız İ., (2008), *Finans, Teori, Kuram ve Uygulamalar*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım

Berk, N. (1995), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitapevi

Bozkurt, Ü., (1988), *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No: 4

Büker, S., Bayar, D., *Finansal Yönetim*, T. C Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 875, Açıköğretim Fakültesi Yayınları No: 463, Eskişehir

Brandes, M., V., (2003), *Naked Guide To Bonds, What You Need To Know, Stripped Down To Bare Essentials*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey

Canbaş, S., Doğukanlı, H.,(2001), *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Piyasası Analizleri*, Adana: Beta Yayınları

Ceylan A., Korkmaz T., (2000). *Sermaye Piyasası Analizi ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi

Ceylan A., Korkmaz T., (2001). *Sermaye Piyasası Analizi ve Menkul Kıymet Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi

Ceylan, A., (2000), *İşletmelerde Finansal Yönetim*: Bursa

Civan, M., (2007), *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitapevi

Coşkun, M. (2005), *Sermaye Piyasaları*: Eskişehir: Birlik Ofset

Crouchy, M., Galai, D., Mark, R., (2001), *Risk Management*, Mc-Graw Hill Companies, USA

Dağlı, H., (2000), *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, Trabzon: Eser Ofset

Demireli, Erhan, (2008), *Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma*, Ege Akademik Bakış Dergisi, s. 215-241

Dramalija, N., (2006), *Hisse Senedi Çeşitlendirilmesi ve Risk-Getiri İlişkinine Uygulamalı Bir Yaklaşım*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi: İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Fama, E., (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work, *Journal of Finance*, Vol XXV, No: 2

Fontanills, G., A., Gentile, T. (2001), *The Stock Market Course*, John Wiley & Sons, Inc

Gitman, L. J., Joehnk, M. D., (1988) *Fundamentals of Investing*, Harper & Row Publishers, 3th Edition, New York

Gray, G., Cusatis, P., J., Woolridge J., R., (2004), *Valuing A Stock, The Savy Investor's Key To Beating The Market*, Second Edition, The Mc-Graw Hill Companies

Gönenli, A., (1986), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 5. Baskı, İ. Ü. İşletme Fakültesi Yayın No. 170: İstanbul, Venüs Ofset

Günel, V., (1987), *Sermaye Piyasası Hukuku*, SPK Yayın No: 5, İkinci Baskı, Ankara

Gürbüz, A. Osman, Ergincan Y. (2004), *Şirket Değerlemesi, Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayıncılık, İstanbul

Hirschev, M., (2003), *Tech Stock Valuation, Investor Psychology and Economic Analysis*, USA

Horne, J., C. V. (1971), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey; Ceylan ve Korkmaz, 2000: 6'daki alıntı

İçke, B. T., (2007), *Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*: İstanbul, Derin Yayınları

İMKB (1998) *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 13. Basım, İstanbul

İvgen, H., (2003), *Şirket Değerleme, Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin*: İstanbul, Scala Yayıncılık

Erol, A., Yıldırım, A., E., (2001), *Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi*, Ankara: Yaklaşım Yayıncılık

Kabakçı, A. (2009), *Portföy Yönetimi*, İzmir: 2009

Kabakçı, Y. (2007), *Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Karaşin, G., (1987), *Sermaye Piyasası Analizleri*, 1987

Karan, M., B., (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*: Ankara

Kanalıcı, H., (1997), *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, No: 77

Kondak, N., (1999), *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*, İstanbul: Der Yayınları

Kotar, E., (1971), Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi, Ankara; Ceylan ve Korkmaz, 2000: 6'daki alıntı

Kayalidere, K., (2002), *1995-2000 Döneminde İMKB'de Faaliyet Gösteren Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri (Firma Büyüklüğü) ve Fiyat/Kazanç Oranlarına Göre Oluşturulan Portföylerin Performanslarının İncelenmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lazol., İ., (2005), *Mali Analiz Uygulamaları*: Bursa, Ekin Kitapevi

Lindblom, C. E., (2001), *The Market System, What It Is, How It Works, What to Make of It*, The Yale ISPS Series

Mishkin, F., S., (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Columbia University

Özerol, H.,(2008), *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*, Ankara: Özlik Matbaacılık

Puxty, A., G., Dodds, J., C.(1991), *Financial Management Method and Meaning*, Second Edition, Prentice Hall,

Rees, B., (1995), *Financila Analysis*, Second Edition, Prentice Hall,

Sarıkamış, C., (1998), *Sermaye Pazarı*: Bursa, Aktüel Kitapevi

Sarıkamış, C. (2003), *Satın Alınmalar ve Yeniden Yapılanma Şirket Birleşmeleri*: İstanbul, Avcıol Basım Yayın

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, (2008), İstanbul: Yazın Basın Matbaa

Sladen, E., (1967) *The Business World*, Sir Isaac Pitman and Sons Ltd.: London; Ceylan ve Korkmaz: 2000, 11'teki alıntı

Usta, Ö., (2005), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, 2. Baskı: Ankara

Taner A., Akkaya, G., C.,(2004), *Sermaye Piyasası , Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, İzmir: Birleşik Matbaacılık

Tanör, R.,(1999), *Türk Sermaye Piyasası, 1. Cilt, Taraflar*, İkinci Basım: İstanbul

Tevfik, A., (2005), *Hisse Senedi Değerlemesi*, İstanbul: Literatür Yayıncılık

Türko, R., M., (1999), *Finansal Yönetim*: Bursa, Alfa Yayınları

Yatırım Ortaklıklarına Ait Esaslar Tebliği, Seri VI, No: 4, 4. Bölüm

Yılmaz, C. ve Kabakçı A., (1982), Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi ve Diğer Menkul Değerler, *Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması*, Yıl 4., Sayı 15-16, Eylül-Aralık 1982, s.253-268

Yükçü ve diğerleri,(1999), *Muhasebe Uygulama Genel Tebliği'ne Göre Finansal Yönetim*: İzmir, Vizyon Yayınları

Yüksel, A., S., Rodoplu, G., (1980), *Sermaye Piyasası*, İstanbul; Canbaş ve Doğıkanlı, 2001: 7'deki alıntı

Zengin, E., (2006), *Hisse Senetleri Portföylerinin Yönetiminde Pratik Yaklaşımlar ve İMKB Uygulaması*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İNTERNET KAYNAKLARI

<http://eski.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm> (Erişim Tarihi 26.08.2009)

SPK, <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=377> (Erişim Tarihi 27.08.2009)

SPK (2007), *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları 2*, Ankara

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=76&fn=76.pdf>

(Erişim Tarihi 27.08.2009)

<http://ansiklopedi.blogspot.com/2006/02/varla-dayal-menkul-kymet.html> (Erişim

Tarihi 27. 08. 2009)

<http://analiz.ibsyazilim.com> (Erişim Tarihi 31.08.2009)

<http://www.arcelikas.com.tr/> (Erişim Tarihi 03.09.2009)

<http://www.strateji.com.tr/> (Erişim Tarihi 04.09.2009)