

T.C.
ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİYAT / KAZANÇ ORANI: İMKB’DE BİR UYGULAMA

Çetin BAŞARI

Temmuz – 2005

T.C.
ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

FİYAT / KAZANÇ ORANI: İMKB'DE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
Çetin BAŞARI

Danışman:
Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR

Bolu – 2005

TEŞEKKÜR

Tez çalışmamın başından son hale getirilmesine kadar gerekli yardımını ve desteğini esirgemeyen özellikle bilgi ve deneyimlerini benimle paylaşan tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR' a,

Çalışmanın savunulmasında yer alan değerli jüri üyelerine,

Bu tezin hazırlanması süresince anlayış ve desteklerini esirgemeyen Nişanlım ASLI' ya, AİLEME ve özellikle de öğrenim hayatım boyunca hep daha fazlasını başarmam için her türlü imkânı yaratan Babam NİYAZİ BAŞARI' ya,

teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ABSTRACT.....	iii
ÖZET.....	iv
TEŞEKKÜR.....	v
İÇİNDEKİLER DİZİNİ.....	vi
TABLOLAR DİZİNİ.....	x
ŞEMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM I FİNANSAL PİYASALAR

1.GENEL AÇIKLAMA.....	3
2.FİNANSAL PİYASA TÜRLERİ.....	5
2.1.PARA PİYASASI.....	5
2.2.SERMAYE PİYASASI.....	6
SERMAYE PİYASASI TÜRLERİ.....	7
2.3.PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİ VE FARKLILIKLAR.....	9
3.TÜRKİYE’DE FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE SERMAYE PİYASASININ OLUŞUMU.....	12
3.1.OSMANLI DÖNEMİ.....	12
3.2.CUMHURİYET DÖNEMİ.....	13
3.3.YENİ DÖNEM.....	14
3.3.1.SERMAYE PİYASASININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ.....	15
3.3.2.SERMAYE PİYASASININ KURUMLARI.....	15
3.3.2.1.Halka Açık Şirketler.....	16
3.3.2.2.Aracı Kurumlar.....	17
3.3.2.3.Sermaye Piyasası Kurulu.....	18
3.3.2.4.Borsalar.....	19

BÖLÜM II

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

1. GENEL AÇIKLAMA.....	22
2. TAHVİLLER.....	22
TAHVİL KAVRAMI.....	23
3. HİSSE SENETLERİ.....	24
3.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI.....	24
3.2. HİSSE SENETLERİNDE FİYAT VE DEĞER TANIMLARI.....	26
3.2.1. FİYAT TANIMLARI.....	26
3.2.2. DEĞER TANIMLARI.....	27
3.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	30
3.3.1. TEKNİK ANALİZ YÖNTEMİ.....	31
3.3.1.1. Grafik Türleri.....	33
3.3.1.2. Ölçek Türleri.....	33
3.3.1.3. Zaman Dönemi.....	34
3.3.1.4. İşlem Hacmi.....	34
3.3.1.5. Dow Teorisi.....	35
3.3.2. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ.....	38
3.3.2.1. Ekonomi Analizi.....	39
3.3.2.2. Endüstri Analizi.....	42
3.3.2.3. Firma Analizi.....	44

BÖLÜM III

TEMEL ANALİZDE HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1. GENEL AÇIKLAMA.....	48
2. TEMETTÜ (KATPAYI, DİVİDANT) MODELİ.....	48
3. MUHASEBE DEĞERİ (TASFİYE) YAKLAŞIMI.....	51
4. PİYASA DEĞERİ – DEFTER DEĞERİ ORANI YAKLAŞIMI.....	51
5. FİYAT / KAZANÇ ORANI YAKLAŞIMI.....	52

5.1. SIFIR BÜYÜME ORANI VARSAYIMI.....	53
5.2. SABİT BÜYÜME ORANI VARSAYIMI.....	54
5.3. FİYAT / KAZANÇ ORANI MODELİ.....	55
5.4. İMKB VE DÜNYA BORSALARINDA GÖZLENEN FİYAT/KAZANÇ ORANI.....	57
5.4.1. İMKB VE DÜNYA BORSALARI.....	57
5.4.2. F/K ORANINA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	60

BÖLÜM IV

FİYAT / KAZANÇ ORANININ İMKB'DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENETLERİNDE UYGULANMASI

1. GENEL AÇIKLAMA.....	62
2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	63
3. İŞLETMELERİN SEÇİMİ VE VERİLERİ.....	63
4. ARAŞTIRMADA KULLANILACAK MODELLER.....	65
5. ARAŞTIRMA SONUÇLARI.....	67
5.1. SEKTÖRÜN ORTALAMA F/K ORANINDAKİ DEĞİŞMENİN FİRMANIN F/K ORANINDA Kİ DEĞİŞMEYE ETKİSİ.....	67
5.2. F/K ORANINDAKİ SAPMANIN HİSSE SENEDİNİN ORTALAMA GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	68
5.3. MODELİN BAZI HİSSE SENETLERİ İÇİN ALIM – SATIM KARARLARINDA KULLANILMASI.....	70
5.3.1. ADANA ÇİMENTO.....	70
5.3.2. ALARKO HOLDİNG.....	72
5.3.3. ASELSAN.....	73
5.3.4. MARMARİS MARTI.....	74
5.3.5. TRAKYA CAM.....	75
SONUÇ.....	77

EKLER.....	82
EK -1 HİSSE SENETLERİNİN F/K ORANLARININ, SEKTÖRÜN ORTALAMA F / K ORANLARIYLA KARŞILAŞTIRILMASI.....	83
EK -2 ELE ALINAN 49 HİSSE SENEDİNİN 06.1992 – 06.2004 TARİHLERİ ARASI VERİLERİ İTİBARIYLA REGRESYON SONUÇLARI VE BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLLERİ.....	96
EK -3 F/K ORANINDAKİ SAPMANIN HİSSE SENEDİNİN ORTALAMA GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	99
KAYNAKLAR.....	101
ÖZGEÇMİŞ.....	105

TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Finansal Sistem Şeması.....	4
Tablo 1.2. Para ve Sermaye Piyasalarının Başlıca Farkları.....	10
Tablo 1.3. Finansal Piyasa Enstrümanları.....	10
Tablo 1.4. Borsanın Tarihçesi.....	15
Tablo 4.1. F/K Oranındaki Sapmanın Sektörlerin Ortalama Getirisi Üzerindeki Etkisi.....	69
Tablo 4.2. Alım – Satım Kararlarında Kullanılan Hisse Senetleri.....	70

ŞEMALAR DİZİNİ

Şema 1.1. Fonların Kapalı Ekonomilerdeki Akışı.....	11
Şema 1.2. Uluslararası Ekonomilerde Fon Akışı.....	11

GİRİŞ

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de gelişimini sürdürmekte olan menkul kıymetler borsası, tasarruf sahipleri açısından birikimlerini verimli bir şekilde değerlendirebilecekleri bir alternatifi oluştururken, menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketler için ise uzun vadeli fon ya da duran varlık yatırımları için göz ardı edilemeyecek kaynak anlamını taşımaktadır.

Hisse senedi yatırımlarında, diğer tüm menkul değer yatırımlarında olduğu gibi, yatırımcıların karşılaştıkları iki sorun vardır. Bunlardan birincisi hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, ikincisi de ne zaman yatırım yapılacağıdır. Hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, hisse senedinin özellikleri, taşıdığı risk ve bu riske karşı sağlayacağı karlılık açısından yapılacak bir analiz ile kararlaştırılabilir. İkinci sorun, yatırım zamanının seçilmesi, hisse senedi satın alınması durumunda en düşük fiyatın, satış durumunda ise en yüksek fiyatın tahmin edilmesidir.

Bu tahminleri doğru yapabilmeyi amaçlayan tasarruf sahipleri hangi hisse senetlerine yatırım yapacakları, ne zaman alıp ne zaman satacakları konularında kendilerine yardımcı olabilecek çeşitli yaklaşım biçimleri ya da değerlendirme yöntemleri geliştirmişlerdir.

Bu araştırmada, birikimlerini menkul kıymetler borsasında değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerinin sağlayabilecekleri faydanın hisse senedi değerlendirme yöntemlerini göz önüne alındığında artıp artmayacağı incelenmeye çalışılmıştır.

Bu araştırmanın konusunu ilgilendiren kavramlar ve bunlar arasındaki ilişkiler birinci ve ikinci bölümde tanımlandıktan sonra, üçüncü bölümde Temel Analizde Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve bu yöntemlerden Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi ayrıntılı olarak incelenmiştir. Son olarak dördüncü bölümde işletmelerin piyasa performansını saptama bakımından, karşılaştırma yapılabilmesi için diğer Fiyat / Kazanç Oranları kullanılarak; İşletmenin Fiyat / Kazanç Oranı, sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranı ile karşılaştırılıp, şirket performansının

genel olarak, piyasa performansının üstünde veya altında bir eğilime sahip olup olmadığı incelenmiştir.

Hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranları ile bu hisse senetlerinin bulunduğu sektörlerin ortalama Fiyat / Kazanç oranlarının karşılaştırılması ve bu karşılaştırma sonucunda ortaya çıkan historik prim veya iskonto ile işlem gördüğü varsayımına dayanarak regresyon analizi vasıtasıyla bir model geliştirilerek hisse senetleri test edilmiştir.

Bu çerçevede seçilen hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranları ve sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranları belirlenerek, hisse senedinin Fiyat / Kazanç oranı ile sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranı karşılaştırılmıştır. Son olarak sonuçlar, işletmelerin değeri ve yatırımcıların davranışları çerçevesinde test edilmiştir.

BÖLÜM I

FİNANSAL PİYASALAR

1. GENEL AÇIKLAMA

Sağlıklı bir ekonomik yapının göstergesi; ekonomik birimler arasındaki fon arz talebinin rasyonel ve etkin dağılımı aynı zamanda bu dağılımı gerçekleştiren finansal piyasaların gelişmişlik ve kurumsallaşma düzeyi olarak görülür. Finansal piyasalar birikim sahipleri, ya da birikim açığı verenleri bir araya getiren pazarlar şeklinde tanımlanabilir. Birikim açığı veren birimler bu pazarlardan fon sağlarken finansal varlık oluştururlar. Örneğin pay senedi ve tahvil gibi... Bu nedenle bir ekonomide finansal sistemi oluşturan finansal piyasalar ile bu piyasalarda faaliyet gösteren finansal aracı kurumlar ve işlem gören finansal araçların önemi şüphesiz tartışılmazdır.

Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya finansal (mali) piyasa denilebilir.(İMKB, 1999: 1). Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasaları şeklinde iki ana gruba ayrılmaktadır. Para piyasaları kısa süreli fonların, sermaye piyasaları ise uzun süreli fonların alınıp satıldığı finansal piyasalardır.

Finansal piyasa, para ve sermaye piyasalarından daha geniş kapsamlı olup, bu piyasaları da içine alan bir kavram olmaktadır. Finansal piyasa beş temel kısımdan oluşmaktadır: (Özdemir,1999:363).

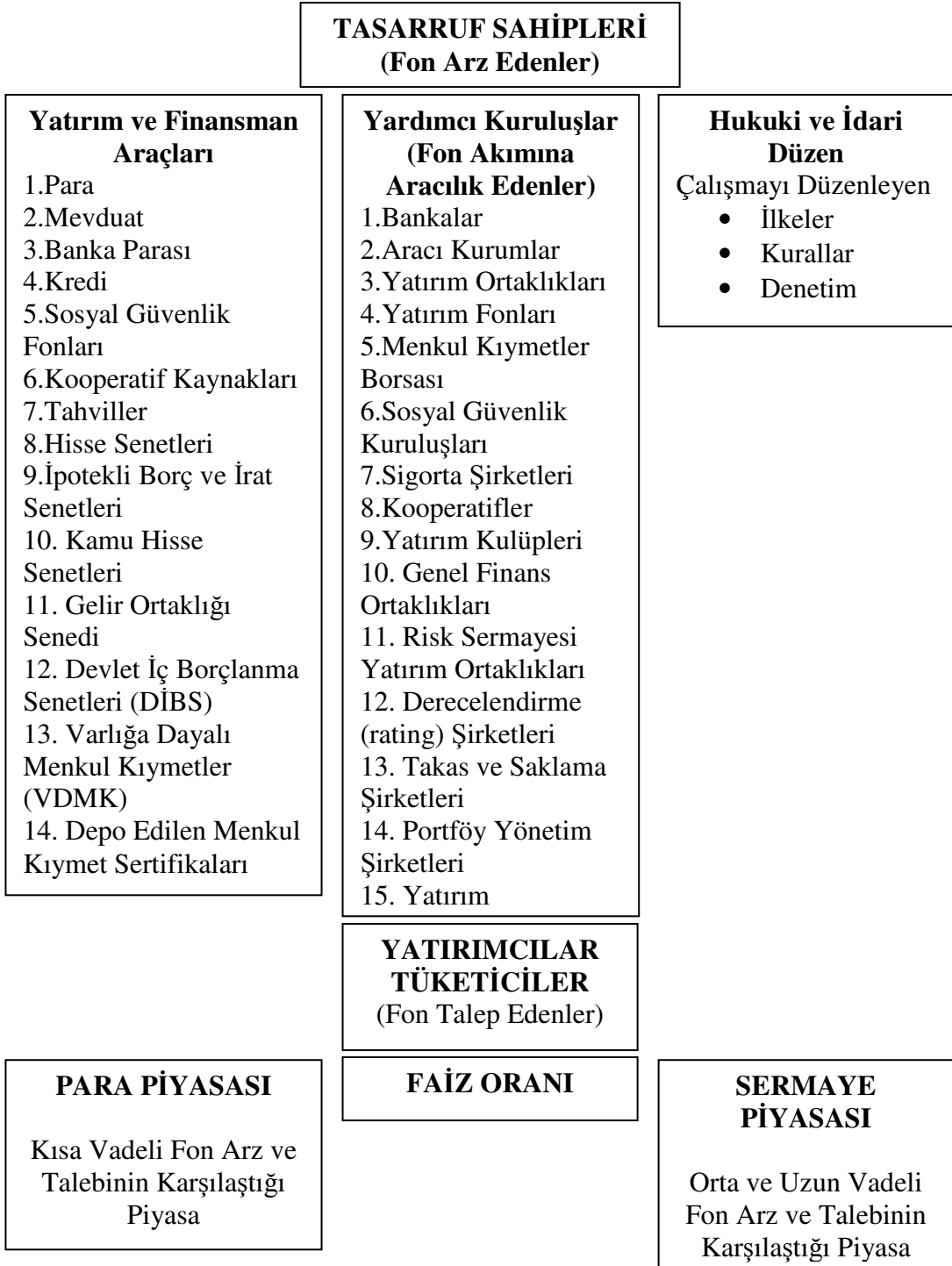
- Fon Arz Edenler (Tasarruf Sahipleri)
- Fon Talep Edenler (Yatırımcılar ya da Yatırımcı Kuruluşlar)
- Yatırım ve Finansman Araçları

➤ Yardımcı (Aracı) Kuruluşlar

➤ Hukuki ve İdari Düzen, bu beş unsuru içeren Finansal sistem tablo

1.1.'de gösterilmiştir.

Tablo 1.1. Finansal Sistem Şeması



2. FİNANSAL PİYASA TÜRLERİ

Finansal piyasayı oluşturan, piyasalar aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

2.1. PARA PİYASASI

Para piyasası, kısa vadeli (1 yıldan az süreli) kredi arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasadır. Başka bir deyişle, kısa vadeli kredi arz ve talep edenler, para piyasasına başvururlar. Bu piyasada büyük tutarda para, bir yıldan kısa bir süre için ödünç alınır veya verilir. Para piyasasının iki önemli özelliği, kısa vadeli fon sağlamak ve kısa vadeli kredi vermektir. Ancak para piyasasında, kredi veren ile alanın şahsi ilişkileri yoktur.(Ceylan ve Korkmaz, 2000:333–334).

Para piyasasında vade kısa olduğu için sağlanan fonlar, kısa vadeli ihtiyaçlarda ve daha çok döner varlıkların finansmanında kullanılırlar. Faiz oranları uzun vadeli piyasalara göre daha düşüktür. Para piyasasının temel özellikleri vadenin kısa olması, yüksek pazarlanabilme diğer bir deyişle likiditenin yüksekliği ile riskin düşüklüğü şeklinde belirtilmektedir. (Aksoy, 1987:72).

Bu piyasanın kurumları daha ziyade, Ticaret Bankaları ve Devlet Kurumlarıdır. İşletmeler genellikle bankalardan sağladıkları kısa vadeli kredilerle “işletme sermayesi”¹ ihtiyaçlarını karşılarlar. Devlet de, hazine bonosu, devlet tahvili gibi kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli ihtiyaçlarını gidermeye çalışır. İşletmelerin ya da bireylerin yazdıkları ticari senetler de bu piyasanın araçları arasında sayılabilir. Bu piyasada bankalar kanalıyla oluşan işlemlerin örgütlenmiş para piyasasını, bankalar dışında, işletmelerin birbirleriyle ya da müşterileriyle olan ilişkilerinin ise örgütlenmemiş para piyasasını oluşturduğunu söylemek mümkündür.(Ataman,1999:4). Söz konusu piyasa yasal düzenlemeden yoksun olduğundan, kredi tutarı, maliyeti, faiz oranı, rehin vb. konular da fon talep eden ile arz eden arasında karşılıklı görüşme ile kararlaştırılacaktır ve fon maliyeti

¹ İşletme Sermayesi; firmanın kısa süreli, normal olarak bir hesap döneminde paraya çevrilebilir ekonomik değerlere yaptığı yatırımı ifade eder. (Akgüç,1998:202).

büyük olasılıkla örgütlenmiş piyasaya göre daha yüksek olacaktır. (Kayalıdere,2002:5).

Ayrıca günümüzde, dış ticaretin uluslar arası ilişkilerde yoğunluk kazanmasıyla ulusal kredi işlemleri yanında uluslararası kredi kavramı ve çıkarımlar giderek önem kazanmıştır. Dünya bankacılık sisteminin gelişmesi ve yoğun rekabet ortamı ve yurt içi kaynak maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle bankalar ile büyük işletmeler dış finansal piyasalardan fon derleme girişimlerinde bulunmaktadır. (Rodoplu,1993:9).

2.2. SERMAYE PİYASASI

İktisadi açıdan piyasa, alıcı ve satıcıların birbirleriyle doğrudan, aracılar ya da iletişim araçları vasıtasıyla karşılaştıkları ve mübadelenin meydana geldiği “Teşkilatlanmış Pazar” olarak tanımlanır. Sermaye ise, ekonomik bir değer taşıyan ve ekonomik teşebbüsün ortaya çıkmasında etkili olan her şeydir.(İMKB,2000:4). Bu anlamda, işgücü, gayrimenkul mallar, ticari haklar vb. ekonomik değerler de sermaye olarak kabul edilir. Sermaye piyasası açısından ise sermaye, uzun ve orta vadeli fonlar olarak kabul edilen tahviller ile sonsuz vadeli fonlar olarak kabul edilen hisse senetleridir.(Yasin,2002:34). O halde sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. (Çapanoğlu,1993:4).

Sermaye piyasası, fon kullanıcıların fon gereksinimlerini karşılayabilmeleri, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırıma dönüştürerek en uygun geliri temin edebilmeleri için gereklidir. Gelişmiş ülkelerde işletmeler için uzun vadeli fon kaynağı sermaye piyasasıdır. Gelişmiş ülkelerde kişilerin gelir düzeyleri yüksek ve buna bağlı olarak tasarrufları fazla olduğundan sermaye piyasası kişilerin yatırım kararlarında önemli rol oynamaktadır. (Aşıkoğlu,1983:9–10).

Makro açıdan sermaye piyasası, örgütlenmiş finansman sisteminin tümüdür. (Ataman,1996:169). Bir başka tanıma göre sermaye piyasası, finansal gelişmenin en son aşamasında ortaya çıkan ve uzun süreli kaynak sunu ve isteminin karşılaştığı, pay senedi, tahvil gibi kendine özgü varlıkları olan piyasadır. (Ertuna,1994:225).

SERMAYE PİYASASI TÜRLERİ

Sermaye piyasası temelde birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılmakla birlikte, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdeki menkul kıymetler piyasalarında gelişen bazı işlem türleri yeni piyasa yapılarının tanımlanmasına yol açmıştır. (Küçüksözen, 1999:8).

➤ **Birincil piyasalar**, menkul kıymetlerin, bunları arz edecek şirketler tarafından piyasa ilk kez çıkarılarak, söz konusu menkul kıymetleri talep eden alıcılar ile doğrudan karşılaştıkları piyasalardır.

➤ **İkincil Piyasalar**, birincil piyasalarda piyasaya arz edilmiş olan menkul değerlerin el değiştirdiği veya başka bir değişle alınıp satıldığı piyasalardır. Yapısı açısından bu piyasaların varlığı ve devamı, birincil piyasaya talebin yüksek olmasını sağlar.

➤ **Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar**, ikincil piyasaların alt piyasaları şeklinde sınıflandırılmaktadır. Üçüncül piyasalar, borsaya kote olmuş menkul kıymetlerin, büyük miktarlarda alınıp satıldığı, bir aracı kurumun gerçekleştiği borsa dışı piyasalardır. Dördüncül piyasalar ise, üçüncül piyasalardaki işlemlerin hiçbir aracı olmaksızın, işlem masraflarının azaltılarak gerçekleştirildiği piyasalardır. (Kayalidere,2002:6).

Yukarıdaki sınıflandırma menkul kıymetlerin piyasaya ilk kez arz edilmiş olup olmamalarına göre yapılmakla birlikte, piyasanın örgütlenme yapısı, piyasanın

yaygınlığı ve menkul kıymetlerin türü de sermaye piyasalarını değişik sıralamaya tabi tutulabilecektir.

Sermaye Piyasaları, piyasaların örgütlenme durumlarına göre: (Ataman,1999:5).

➤ **Örgütlenmiş Sermaye Piyasaları**, taşınır değer (menkul kıymet) borsalarıdır. Türkiye’de sadece İstanbul’da bu tür sermaye piyasası bulunmasına karşılık, gelişmiş ekonomilerde bu piyasalar alt bölümlere ayrılmışlardır. (Pay senedi, tahvil piyasası, resmi piyasa, serbest alım – satım piyasaları gibi).

➤ **Örgütlenmemiş Sermaye Piyasası**, daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülen gelişmemiş bir sermaye piyasası türüdür. Yasal düzenlemesi noksan, yardımcı kuruluşları eksik ve araçlar bakımından çeşitlenmemiş ve ekonomik kalkınmaya yeterince fon sağlamayan bir sermaye piyasası, örgütlenmemiş bir sermaye piyasası sayılır.

Sermaye piyasasının gerekli düzen içinde çalışması için şu ilkeler gereklidir:

➤ **Güven İlkesi:** Sermaye piyasası güvene dayanmalıdır. Güven piyasada karşılıklı olup piyasaya çıkarılan taşınır değerlerle gerçekleşir. (Rodoplu,1993:11–12).

➤ **Açıklık İlkesi:** Güven ancak açıklıkla sağlanabilir. Çünkü sermaye piyasasında güvenin sağlanabilmesi için iki şeye ihtiyaç vardır. Bunlardan birincisi tasarruf sahipleri ile yatırımcıların sermaye piyasasında işlem gören araçlar hakkında yeterli bilgiye sahip olmaları, ikincisi ise menkul değer ihraç eden kuruluşlar ile bunların alım ve satımına aracılık eden yardımcı kuruluşlar arasındaki işlemlerin açık ve dürüst olmasıdır. (Tuncer,1995:12–13).

➤ Sağlam Finansman Kaynağı: Sermaye piyasasının önemli bir özelliği de piyasaya sunulan fonların zamanında yatırımlara yönlendirilmesini sağlamaktır. Sağlanan bu fonlar zamanında yatırımlara aktarılabilirse toplumda sermaye birikimi hızlanır ve artar. Bu durum ekonomik kalkınmayı hızlandırır. Bu nedenle piyasanın sağlam kaynaklara ani birikimlere ihtiyacı vardır. (Tuncer,1995:12–13).

2.3. PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİ VE FARKLILIKLAR

Yukarıda para piyasası ile sermaye piyasası ayrı ayrı ele alınmış, tanımlanmış ve belirgin özellikleri vurgulanmıştır. Gerçekte para piyasası ile sermaye piyasası arasında çok keskin sınırlar çizmek ve iki müesseseyi birbirinden ayırmak yanlıştır. Böyle bir soyutlama daha çok teorik açıdan ve müesseseleri tanıma ve kavrama açısından yararlıdır. Bu sebeple para ile sermaye piyasalarının birbiri ile bağlantılı organik bir doku olduğunu ve ayırmanın gerçekte yapay olduğunu unutmamak gerekir. (Tuncer,1995:12–13).

Para ve sermaye piyasaları şu nedenle birbirinden bağımsız değildir: (Tuncer,1995:12–13).

➤ Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına, para piyasası da dâhil olmaktadır. Bu iki piyasa türü, bileşik kaplar gibi birbirine bağlıdır.

➤ Fon arz edenler bunlardan birine veya diğerine gidebilir.

➤ Fon talep edenler yani kredi alanlar da kendi durumlarına ve ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre, her iki piyasadan borçlanabilirler.

➤ Fonlar iki piyasa arasında serbestçe gidip gelebilir. Örneğin devlet, vadesi gelen kısa süreli borçlarını uzun vadeli borçlarla değiştirebilir.

➤ Bazı aracı kuruluşlar özellikle bankalar hem para, hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada aynı etkinlikle çalışabilirler.

Yapılan tüm bu açıklamalar göstermektedir ki, para piyasası ile sermaye piyasası arasında sert bir ayırım yapmak doğru olmaz. Ancak, teorik açıdan ve müesseseleri tanıma ve kavrama açısından her iki piyasa arasındaki farklılıkları bilmekte yarar vardır. Bu farklılıklar Tablo 1.2. gösterilmiştir. (Rodoplu,1993:13).

Tablo 1.2. Para ve Sermaye Piyasalarının Başlıca Farkları

FARKLIKLAR	PARA PİYASASI	SERMAYE PİYASASI
Süre Yönünden	Kısa Süreli	Uzun Süreli
Kullanım Yönünden	Dönen Varlıkların Finansmanı	Duran Varlıkların Finansmanı
Kaynak Yönünden	Birikim Sahipleri, vadesiz resmi, ticari tasarruf mevduatı	Birikim Sahipleri, vadeli resmi, ticari tasarruf mevduatı
Araç Yönünden	Ticari Senetler	Pay senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçları
Getiri Yönünden	Düşük	Yüksek

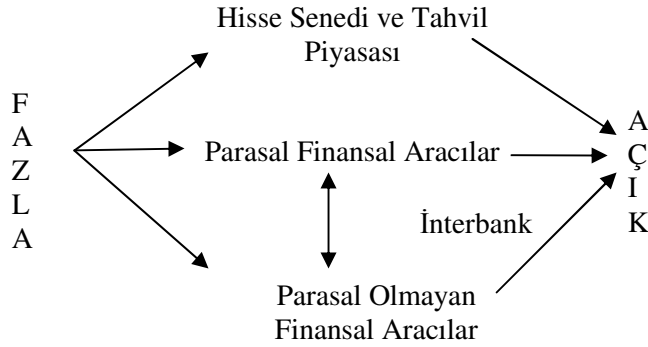
Bu aşamada geleneksel para ve sermaye piyasası enstrümanlarının neler olduğunu açıklamakta yarar vardır. Bunlar Tablo 1.1.' de sınıflandırılmıştır. (Öztunç,1995:11).

Tablo 1.3. Finansal Piyasa Enstrümanları

Para Piyasası Enstrümanları	Sermaye Piyasası Enstrümanları
Finansman Bonosu	Şirket Tahvili
Hazine Bonosu	Hisse Senedi
İnterbank	Devlet Tahvili
REPO	
Kabul Kredisi	
Mevduat Sertifikası	
ECU Tahvili, Euro Bond	
Kısa Vadeli Diğer Yatırım Araçları	

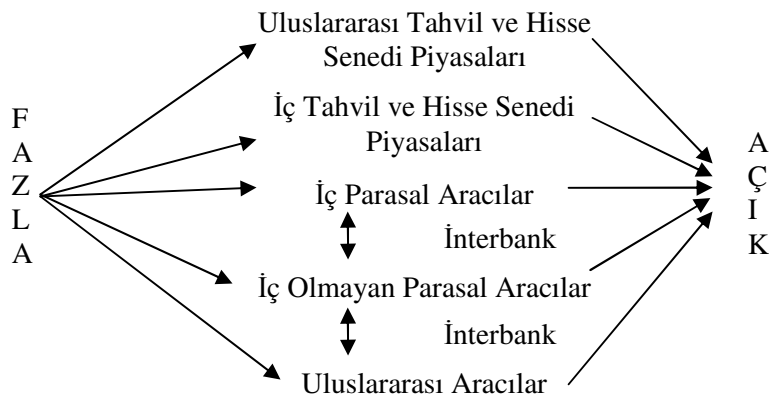
Fonların ekonomideki klasik akışı ise Şema 1.1. 'de verilmiştir. (Öztunç,1995:12).

Şema 1.1. Fonların Kapalı Ekonomilerdeki Akışı



Fonların uluslararası ekonomilerdeki akışı Şema 1.2.'de verilmiştir. (Öztunç,1995:14).

Şema 1.2. Uluslar arası Ekonomilerdeki Fon Akışı



Finansal pazarı oluşturan para ve sermaye piyasalarının sadece vade bazında birbirinden ayrılamayacağı anlaşılmaktadır. Bu ayrımın ancak pazarlanabilir ve pazarlanamaz finansal varlıklar şeklindeki ir bölümlleme ile yani parasal olan ve

parasal olmayan tasarruf enstrümanları bütünleştirilmesi gerekmektedir. Ekonomilerdeki fazlaların açığı olan kullanıcılara akışının hem ulusal hem de uluslararası tahvil ve hisse senedi piyasaları ile olacağı sonucuna varılmaktadır. Burada sözü edilen pazarlanabilir varlıklar, kısa vadede, düşük maliyetle nakit olarak elde edilebilen varlıklar olup, pazarlanamayan varlıklar ise finansal piyasaların gelişimine, sağlıklı ve hızlı bilgi alışverişine ve ikincil piyasaların varlığına bağlı olan varlıklardır. (Öztunç,1995:13).

3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL PİYASALARIN GELİŞİMİ VE SERMAYE PİYASASININ OLUŞUMU

Ülkemizde sermaye piyasasının varlığı sanıldığından daha eskidir. Aşağıda Osmanlı döneminden günümüze kadar piyasaların gelişimi ve sermaye piyasasının oluşumu anlatılmıştır.

3.1. OSMANLI DÖNEMİ

Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketlerinin etkisiyle büyük anonim şirketler ortaya çıkmaya ve halka açılmaya başladıklarında, Türkiye'de yaşayan azınlıklar ve yabancı tüccarlar bu şirketlerin hisse senetleri ve tahvilleri ile ilgilenmeye başlamışlardır.(İMKB,1999:4). Altın para sisteminin geçerli olması, kambiyo kontrollerinin bulunmaması ve kapitülasyonların sağladığı imtiyazlarla, bu kişilerin dışarıya para çıkararak yabancı şirketlerin menkul kıymetlerini satın alabilmeleri mümkün olmuş, zamanla Tanzimat hareketlerinin de etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan menkul kıymetlerin el değiştirmesi sonucu belli bir piyasa oluşmuş, "Galata Bankerleri" bu piyasaya aracılık etmişlerdir. 1854 Kırım Harbi dolayısıyla devlet çıkardığı borçlanma tahvillerini yine devletin başka nedenlerle çıkardığı tahviller izlemiş, Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı şirketlerin, Meşrutiyetten sonra da yerli şirketlerin tahvil ve hisse senetleri piyasada alınıp satılmaya başlamış ve sonunda 1866 yılında hükümetçe ilk borsa İstanbul'da kurulmuştur. (Ataman,1999:11).

Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa borsalarıyla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüş: örneğin Panama tahvilleri ve Süveyş Kanalı hisse senetleri çok defa yabancı bankaların aracılığı ile varlıklı Türk ailelerince satın alınmıştır. (İMKB,1999:4).

Birinci Dünya Savaşı ve Cumhuriyet ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrollerinin hayata geçirilmesi, altın para ekonomisinden milli ve dışa kapalı bir ekonomi düzenine geçirilmesi bu sermaye piyasasının sönmesine neden olmuştur. (Bolak,1994:21).

3.2. CUMHURİYET DÖNEMİ

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında çıkarılan yeni bir nizamname ile borsada bugünkü sistemin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında kabul edilen 1447 sayılı “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu’nun” ve aynı yıl çıkarılan 8172sayılı nizamname ile mevcut borsa yeniden düzenlenmiş ve “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılarak Ankara’ya taşınmış ve “Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası” adı ile açılarak çalışmaya başlamıştır. Daha sonra bu kararın sakıncaları anlaşılarak 1941 yılında borsa yeniden İstanbul’a nakledilmiştir. (Ataman,1999:11–12).

Türkiye Cumhuriyeti’nin kuruluşundan 1980’li yıllara gelinceye kadar Türkiye, mali piyasalarını geliştirmeyi başaramamıştır. Kaynak yetersizliği nedeniyle devletçiliğin hâkim olduğu 1950 öncesi döneminde olsun, özel teşebbüsün kalkınma hamlelerine katıldığı 1959 sonrası döneminde olsun, mali piyasaların hâkim ve temel kurumu Ticari bankalar olmuştur. Dolayısı ile bu dönemde hane aklına ya da küçük tasarruf sahiplerine sunulan tek mali araç mevduat olmuş, hane halkının çeşitli mali araçlara yatırım yaparak mülkiyete katılmalarına olanak sağlanamamıştır. (Ataman,1999:11).

Cumhuriyet döneminde kurulan borsalarda esham e tahvilat yanında döviz alım – satımı da işlemler arasında yer almıştır. Ancak Türkiye’de 1931 yılından sonra şiddeti giderek artan kambiyo kontrolü nedeniyle döviz alım – satımı anlamını yitirmiş ve 1959 yılından sonra borsanın döviz alım – satımı ile ilgili rolü bütünüyle kaldırılmıştır. (Ataman,1999:12).

3.3. YENİ DÖNEM

Türkiye’de 20.07.1981 tarih ve 2499 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu” ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken, Menkul Kıymetler Borsası’na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 sayılı “Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu” yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 06.10.1983 tarih ve KHK/91 sayılı “Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname” getirilmiştir.

Daha sonra yayınlanan “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışmaları Hakkında Yönetmelik” ile borsa başkanı tayin edilerek borsayı kurmakla görevlendirilmiş, borsanın ilk genel kurulu 19 Nisan 1985 tarihinde toplanarak ilk yönetim kurulu seçilmiş, 31 Ekim 1985 tarihli genel kurulda ise “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği” kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde borsa açılarak 3 Ocak 1986 tarihinde ilk seansını yapmıştır. O tarihte borsada işlemler tek seansta gerçekleştiriliyordu. 3 Aralık 1996 tarihinden itibaren teknolojik bir atılımla bilgisayarda işlemlere başlanmıştır. Borsa 1994 yılında hızlı bir değişim ve gelişim içerisine girmiştir. Seans sayısı ikiye çıkarılmıştır. Çift seans uygulamasının ardından T + 2 adlı yeni bir sistemle takas süresi iki güne çıkarılmıştır. 10 yıl gibi kısa bir tarihe sahip İ.M.K.B., dünya çapında en hızlı gelişen borsaların arasına girmeyi başarmıştır.(Ataman,1999:13).

Buraya kadar anlatılmaya çalışılan Borsanın tarihçesi Tablo 1.4. özet olarak sunulmuştur.

Tablo 1.4. Borsanın Tarihçesi

OSMANLI DÖNEMİ		CUMHURİYET DÖNEMİ		YENİ DÖNEM	
1838	Baltalimanı Ticaret Anlaşması	1923	Ek Tüzük (1906 tüzüğüne ek)	30.07.1981	2499 sayılı SPK
1839	Tanzimat Fermanı	1927	Esham ve Tahvilat, Kambiyo ve Nukud Borsası	06.10.1983	91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında KHK
1854	Kırım Savaşı Ertesi (Galata Bankerleri)	1929	Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu	06.10.1984	Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
1856	Islahat Fermanı (Yabancılarla Yeni İmkânlar ve Bankalar)	1929	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İsim Değişikliği)	18.12.1985	İ.M.K.B. Yönetmeliği
1860	Hava Oyunları (Mübayaacı-oyuncu tellal)	1938	Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası (isim değişikliği ile Ankara 'ya taşınması)	26.12.1985	İ.M.K.B. Faaliyete geçmiştir.
1864	Havyar Han Da Bankerler	1941	Kambiyo, esham ve Tahvilat Borsası (tekrar İstanbul'a taşınması)	03.01.1986	Hisse Senetleri Piyasasında İlk İşlem
1866	Dersaadet Tahvilat Borsası				
1873	Borsa, Maliye Bakanlığı'na bağlanmıştır.				
1881	Muharrem Kararname (Duyunu Umumiye)				
1906	Esham ve Tahvilat Borsası				

3.3.1. SERMAYE PİYASASININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ

Sermaye piyasasının ve menkul kıymetler konusunun yasal dayanağı 2499 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu” dur.

Kanunun çıkarılışının temel amacı; “tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak: sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir”.

3.3.2. SERMAYE PİYASASININ KURUMLARI

Sermaye Piyasası Kurumuna göre faaliyette bulunabilecek Sermaye Piyasası Kurumları 3794 sayılı kanunun ile düzenlenmiş olup, bu bölümde sermaye piyasası kurumları ele alınacaktır. Sermaye Piyasasının Kurumları dört gruba ayrılır.

3.3.2.1. Halka Açık Şirketler:

Sermaye Piyasası Kanunun esas konusunu “halka arz edilen menkul kıymetler” teşkil etmektedir. Halka Açık Anonim Ortaklık; hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır. Kanunu tanımından da anlaşılacağı gibi, Menkul Kıymetleri halka arz olunan (veya arz olunmuş sayılan) anonim ortaklıklar SPK hükümlerine tabidir.(Ataman,1999:16).

Türk Ticaret Kanunu’ nda anonim şirket şöyle tanımlanmaktadır. “Anonim şirket, bir unvana sahip, esas sermayesi¹ muayyen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle mesul bulunan şirkettir”.(TTK, Md.269).

Anonim ortaklıklarının kuruluşu ve yerine getirebileceği işler bu konuda yayınlanan yönetmeliklere tabidir. Bu ortaklıkların kuruluş izni alabilmeleri için, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere sermaye piyasası kuruluna başvurmaları ön koşuldur. (Özdemir,1999:366).

Menkul Kıymetlerini (hisse senetleri, tahviller...) halka sunan anonim ortaklıklar SPK hükümlerine tabidir ve bu şirketler “kayıtlı sermaye²” dolayısıyla TTK’ nın sermayenin arttırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı değildir. (Ataman,1999:16).

TTK üç ortaklığı “sermaye şirketi” olarak tanımlamaktadır. Bunlar anonim, limitet ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerdir. (TTK, Md. 243, 269, 503). Ancak, bu şirketlerden anonim şirketler başkalarına devredilebilen pay senetleri ve tahviller çıkarabilir.(Ataman,1999:16). İşte bu nedenle sermaye piyasasının araçları arasında yer alan menkul değerlerin kaynağı anonim ortaklıklardır.

¹ Esas Sermaye; Ortaklık ana sözleşmesinde sabit bir rakam olarak yer alan sermaye tutarıdır. (Sarıkamış,1995:136).

² Kayıtlı Sermaye; Ortakların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, Yönetim Kurulu Kararıyla, TTK’ nın sermayenin arttırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın çıkartabilecekleri, azami hisse senedi miktarını gösteren, Ticaret Sicili’ne tescil edilmiş sermayedir. (Ataman,1999:16).

3.3.2.2. Aracı Kurumlar:

Sermaye piyasası kurulu kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihracına veya halka arz yolu ile satışına aracılık etmek ya da daha önce çıkarılmış menkul kıymetlerin alım satımına aracılık etmek üzere “Anonim Şirket” şeklinde kurulmuş ekonomik birimleridir. Sermaye piyasası kurulundan izin almaları kaydıyla bankalar da aracılık faaliyetlerinde bulunabilmektedirler. Dolayısıyla bankalar da aracı kuruluşlara dâhil olmaktadır. Aracı kurumların sermaye piyasasında faaliyetlerini sürdürebilmeleri için borsa üyelik belgesine veya yetki belgesine sahip olmaları gerekmektedir. (Özdemir,1999:366).

3794 sayılı SPK sermaye piyasası faaliyetlerinin kapsamını genişletmiştir. Önceki kanun maddesine dördüncü olarak “diğer kurumlar” ibaresine yer verilmiştir.(SPK, Md. 32).

SPK’ ya göre faaliyette bulunabilecek “SPK Kurumları”;

- Aracı Kurumlar (Yetki almış bankalar ve Aracı Kurumlar)
- Yatırım Ortaklıkları
- Yatırım Fonları
- Sermaye Piyasasında faaliyet gösterilmesine izin verilen diğer kurumlar, olmak üzere dört grupta toplanmaktadır.

Temel ilke sermaye piyasası faaliyetlerinin belirli aracı kurumlarca yapılmasını sağlamaktır.

3.3.2.3. Sermaye Piyasası Kurulu:

Sermaye Piyasası Kanunu'nun verdiği görevleri yapmak üzere kurulmuş tüzel kişiliğe sahip bir sermaye pazarı organıdır. (S.P.K., Md. 32).

Sermaye Piyasası Kurulu Bankalar Kurulu tarafından seçilen biri başkan olmak üzere yedi üyeden oluşur. SPK' nın görevleri Sermaye Piyasası Kanunu ile üç grupta belirlenmiştir: (Berk,1995:177–178).

- **Düzenleyici Görevler;** menkul kıymetlerin satışı, halka açık şirketler, kar dağıtımı, kamuoyuna açıklanması gerekli bilgiler, aracı kurumların kuruluşu ve faaliyetleri, yatırım ortaklığı ve yatırım fonunun oluşmasını kapsamaktadır.
- **İdari Görevler;** menkul kıymetlerin halka arzı, satış koşulları, kurula tabi şirketlerin kayıtlarının tutulması, yani aracı kurumlarının başvurularının incelenmesi, aracı kurumların mali yapılarının ve çalışma şekillerinin izlenmesi ile ilgilidir.
- **Denetleyici Görevleri;** SPK' ya bağlı şirketlerin bilânço, gelir tablosu, yıllık faaliyet raporları ve diğer bilgilerini değerlendirerek, gerektiğinde Maliye Bakanlığı'nca denetleme yapılmasını isteyerek finansal yapı değişimlerinin ve faaliyetlerindeki olumsuz gelişmeleri zamanında belirlemektir.

Özetle, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kuruluş amacı, halkın sermaye piyasasında aldatılmasını önlemek, kamuoyu aydınlatma ilkesinin en iyi biçimde uygulanmasını sağlamak, halkı ilgilendirmek, değişikliklerden haberdar etmek ve tebliğ hükümlerine göre aykırı davranışları önlemek ve yasa ile verilmiş görevleri yerine getirmektir. (Rodoplu,1993:58).

3.3.2.4. Borsalar:

Sermaye Piyasası’ nda borsalar “Sermaye Piyasası Faaliyeti’nde” bulunurlar. “Sermaye Piyasası Faaliyetleri” S.P.K. Md.30’ da açıklanmıştır.

Aracılar faaliyetlerini icra ederken piyasada iki farklı işlevi yerine getirirler:

- Birincil piyasadaki faaliyetler; yani menkul kıymetlerin ihracına aracılık.
- İkincil piyasalardaki faaliyetler; yani ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alım – satımına aracılık.

İşte ikincil piyasa hareketleri Menkul Kıymetler Borsası’nın ana konusunu teşkil eder.

Menkul Kıymetler Borsası, bu nedenle gerçekte, sermaye piyasasının değil, menkul kıymetler piyasasının kurumudur.

Borsa, ticaretle veya finansal işlemlerle uğraşan kişilerin toplandıkları, kamuya açık finansal organizasyondur. (Acaroğlu,2000:2). Bir başka şekilde borsalar, alıcı ve satıcının veya onların vekillerinin emtia³, menkul kıymet veya buna benzer misli emtia veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde alım-satım yapmak amacı ile bir araya geldikleri, belirli sürelerde, belirli yerlerde kurulan ve belli kurallarla çalışan organize edilmiş merkezi pazarlardır.(Ataman,1999:18).

Sermaye Piyasası Kurulu’nun amaçlarına ulaşmasında en önemli işlevi üstlenen kurumlardan biride borsadır. Hatta uygulamada SPK’nın işlevlerinin büyük bir bölümünü borsa yerine getirmektedir. (Berk,1995:179–180).

³ Emtia: İktisat teorisinde mal terimiyle eş anlamlı olarak kullanılan sözcüktür. (Ekonomi Ansiklopedisi,2000:381).

Menkul Kıymetler Borsalarının ekonomik işlevleri özetlersek; (Kayalidere, 2002: 40 – 43).

➤ **Likidite Kıymet Borsalarının Ekonomik İşlevleri;** daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Her menkul kıymeti istenildiği anda almak veya satmak söz konusu olabileceğinden, menkul kıymetin pazarlanabilirliği bir başka ifadeyle likiditesinin sağlanabileceğinden bahsedilebilecektir.

➤ **Piyasaya Tek Fiyat Oluşturma İşlevi;** menkul kıymetlerin ikincil piyasada işlem görmesini sağlayan borsalar, alıcı ve satıcıları bir araya getirmek suretiyle ortaya çıkan arz ve talep dengesine göre tek fiyatın oluşmasını sağlar.

➤ **Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevi;** tasarruf sahiplerinin, oluşturdukları tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmeleri durumunda, yatırımda bulunan söz konusu kişi veya kuruluşlar yüksek miktarda kar payı sağlama şansını elde edebileceklerinden, piyasaya arz edilen bu fonları talep eden işletmeler açısından da ihtiyaçların giderilmesini kolaylaştıracaktır.

➤ **Güvence İşlevi;** borsalar yatırımcılar için güvenli bir ortam yaratmaktadır. Herhangi bir şirketin menkul kıymetlerinin borsaya kote edilmiş olması, şirketle ilgili tam bir garanti unsuru oluşturmaya da söz konusu şirket hakkında bir takım araştırmaların yapılmış olduğu anlamını taşımaktadır.

➤ **Mülkiyeti Tabana Yayma İşlevi;** tasarruf sahipleri döviz; altın; gayrimenkul gibi alanlara yatırım yapmak yerine; biriktirmiş oldukları tasarrufları menkul kıymetlere yöneltmek borsada işlem yapmaları; ekonomide faaliyette bulunan işletmelerin mülkiyetinin geniş halk topluluklarına yayılmasını sağlayacaktır.

➤ **Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi;** menkul kıymetlere olan talebin şiddetine ve sunulan menkul kıymetin hacmine göre, fiyatlar sürekli değişir. Fakat

borsada menkul kıymetlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve karlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi, fiyatlar da yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar tasarruf sahipleri, yatırımcılar, teşebbüs yöneticileri ve iktisatçılar için çok yararlı bir göstergedir.

➤ **Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevi;** ekonomide bir sektör, ya da bir sektör içinde bazı firmalar diğerlerine nazaran daha hızlı bir gelişme sağlarsa, sermaye o tarafa akmak ister. Buna en büyük kolaylığı borsalar sağlar.

➤ **Uzun Vadeli Yatırımların Kısa Vadeli Tasarruflarla Finansmanını Sağlama İşlevi;** şirketler açısından, borç doğurucu araçların ihracında söz konusu olan vade kısıtının etkisini azaltır. Şirketler pazarlama gücünden dolayı uzun vadeli araçlar ihraç etmekte zorluk çekerler. Bu durum uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin olması gerekenden daha yüksek olmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasa etkin çalışıyorsa bu kısıt ve ek maliyetler ortadan kalkar.

➤ **Menkul Kıymetlerle İlgili Bilgilere Kolayca Ulaşma İşlevi;** birincil el piyasalar da işlemde bulunan fiyat, vade ve diğer koşulların belirlenebilmesi için kullanılacak olan bilgileri sağlamaktır. İkinci el piyasalarda oluşacak fiyat ve oranların belirlenmesinde borsalarda oluşan fiyat ve oranlar dikkate alınır.

Kısacası sermaye piyasasında, yeni menkul kıymetlerin emisyonu⁴ ve bunların yatırımcılara sunulması borsa kanalı ile gerçekleşir. Borsalar firmalara ve yatırımcılara önemli üstünlükler sağlamakta ve borsaların gelişmesi ülke ekonomisinin kalkınmasına katkıda bulunmaktadır.(Berk,1995:180).

⁴ Emisyon: Türkçe karşılığı “ihraç” demek olan emisyon sözcüğü; Kâğıt paranın, tahvillerin, hisse senetlerinin ilk defa piyasaya sürülmesi diye tanımlanır. (Ekonomi Ansiklopedisi,2000:378).

BÖLÜM II

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

1. GENEL AÇIKLAMA

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.(S.P.K., Md.3).

Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenen kıymetli evraktır. (Konuralp,2001:29). Diğer sermaye piyasası araçları ise, nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları dışındaki evraklar şeklinde ifade edilir. (Kayalidere,2002:7).

Menkul kıymetler ortaklık ve borçluluk sağlayan kıymetli evrak niteliğindeki kâğıtlardır. Ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetler hisse senetleri, borçluluk ilişkisi kuranlar ise tahviller olarak adlandırılmaktadır. Hisse senedi türevleri, tahvil türleri, hazine bonoları, kar – zarar ortaklığı belgeleri, finansman bonoları vb. menkul kıymetler içinde değerlendirilen sermaye piyasasına ait finansal araçlardır.

2. TAHVİLLER

Tahviller bir borçlanma senedidir. Bu nedenledir ki belirlenmiş bir dönem için belirlenmiş faiz fiyatı üzerinden faizi ve dönem sonunda bir defada veya başka bir ödeme şekli ile anaparayı geri ödeme taahhüdünü belirten bir finansal varlıktır. (Sarıkamış,1998:37).

TAHVİL KAVRAMI

Türk Ticaret Kanunun 420. maddesi tahvili “Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir” diyerek tanımlamıştır.

Tahvil ihracı, işletmelerin borçlanma yollarından birisidir. Başka bir ifadeyle, tahvil; anonim şirketlerin veya iktisadi kamu kuruluşlarının çıkardığı uzun vadeli borç senedidir. Tahviller, hisse senetlerine göre daha az risk içerdiklerinden, riski sevmeyen yatırımcı açısından çekici olmaktadır. (Ceylan,2000:445).

Tahvilin, devlet - özel sektör tahvilleri, primli - başa baş tahviller, ikramiyeli tahviller, nama - hamiline yazılı tahviller, paraya çevrilebilme kolaylığı olan tahviller, garantili - garantisiz tahviller, sabit - değişken faizli tahviller ve indeksli tahviller gibi türleri mevcuttur.

Tahviller esas itibariyle sahiplerine belirli faiz geliri sağlar. Hem kamu hem de özel sektör kuruluşları bu finansman aracından yararlanır. (Aşıkoğlu,1983:35).

Tahvillerin vadesi 2 yıldan az olmamak şartı ile anonim ortaklıklarca serbestçe belirlenebilir. Satış süresinin son günü vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir ve anapara vade bitiminde bir defada ödenebileceği gibi birinci yıl sonundan itibaren vade sonuna kadar yıllık eşit taksitler şeklinde de ödenebilir. (Konuralp,2001:31).

Tahviller, ileride pay senedi ile değiştirilebilir özelliği taşıyabilirler. Bu tür tahvillerin sahibi, bununla belirli bir süre içinde belirlenen değiştirme oranı çerçevesinde tahvili bir süre içinde belirlenen değiştirme oranı çerçevesinde tahvilin yerine pay senedi alma hakkı elde etmektedir. (Berk,1995:188).

3. HİSSE SENETLERİ

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

3.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI

Hisse senetleri, adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri, dolaşımlarına göre hisse senetleri, kurucu - intifa hisse senetleri, hamiline - nama yazılı hisse senetleri, bedelli - bedelsiz hisse senetleri, primli - primsiz hisse senetleri gibi türleri mevcuttur.

Anonim şirketler, öz sermaye gereksinimlerini hisse senedi ihraç ederek karşılamak isterler. İşletmeler bu gereksinimlerini karşılarken, ihraç ettikleri hisse senetlerinin tümünü halka sunmayabilirler. Halka sunulmayan bu hisse senetleri şirket kasasında tutulduğundan, kasa hisse senetleri olarak bilinir. (Ceylan.2000:426–427).

Hisse senetlerine modern finansman aracı gözüyle bakılmaktadır. Her hisse senedi sahibi işletmenin ortağı olmakta ve kardan pay almaktadır. (Rodoplu,1993:150–151). Hisse senedi, ortaklığa sahipliğin belgesidir. Bu hali ile hisse senedi bir anonim ortaklık tarafından kuruluş sırasında olmak üzere ilk çıkarılan ve ortaklığın tasfiyesi halinde en son geri ödenen bir finansal varlıktır.(Sarıkamış,1995:37).

Günümüzde özellikle bilgisayar teknolojisi ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin dünya ekonomisine yansması uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanmasına şirket ortaklarının artmasına neden olurken, sunduğu istenen zamanda öğrenme yeteneği, sınıflandırma, menkul kıymetleri değerlendirme performansları gibi hizmetler hisse senetleri ulusal menkul kıymetler borsasındaki işlemlerden

uluslararası işlemlere taşıyarak hisse senetlerinin öneminin artmasına neden olmuştur. (Kayalıdere,2002:10–11).

Hisse senedi sahiplerinin elinde bulundurduğu haklar tahvil sahiplerine göre daha geniştir. Çünkü tahviller hisse senetleri gibi şirkete katılım payı olarak değil, şirketin borç senedi olarak çıkarılırlar. Hisse senetleri diğer sermaye piyasası araçlarına oranla daha çok risk taşıyan, ancak sağladığı avantajlar nedeniyle kişiler ve kurumlar tarafından, yatırımlarda en çok kullanılan araç olmaktadır. (Ataman,1999:30).

Hisse senetlerinin yararı, sermaye gereksiniminin uzun süre için küçük tutarlardan derlenmesi ve para verenin bağlantısının uzun süreli olmayışıdır. Ayrıca hisse senetleri çoğu zaman hamile yazılı olduğundan devir için özel bir formalitenin tamamlanması da zorunlu değildir. (T.T.K., Md.394).

Hisse senetleri diğer menkul kıymetler gibi hakkı temsil eden belgelerdir ve bu belgelerin üçüncü şahıslara devri, üzerinde yazılı değer ve bağlı hakların da devri anlamına gelmektedir. Şirket açısından her pay senedi bir hukuki birim oluşturmaktadır. Bu neden ile hukuki açıdan bölünmesi olanaksızdır. Eğer bir hisse senedinin birden fazla sahibi varsa, bunlar şirkette karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığı ile kullanabilirler. (Kayalıdere,2002:11).

Hisse senetlerinin sahibine sağladığı haklar ve getirdiği sorumluluklar vardır. Hisse senedi, sahiplerine aşağıdaki hakları sağlar;

- Şirketin karından pay alma hakkı (T.T.K.,Md.533).
- Şirketin yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı (T.T.K.,Md.377,537).
- Rüçhan hakkı (T.T.K.,Md.394).

- Tasfiye'den pay alma hakkı (T.T.K.,Md.447).
- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı (T.T.K.,Md.362).

Hisse senetleri sahiplerinin sorumluluklarını ise şöyle sıralamak mümkündür: (Ataman,1999:32).

- İştirak taahhüdünde bulunan ortağın taahhüdünü yerine getirmesi sorumluluğu,
- Sermayesi tamamen ödenmemiş bir şirketin iflası halinde ödenmeyen sermayesinin hemen ödenmesi sorumluluğu.

Şirket ortağının sorumluluğu sermayenin tamamı ödeninceye kadardır. Şirket sermayesine katılmayı taahhüt eden ortağa ilk apel¹ ödemesiyle birlikte sermayesinin tümü ödeninceye kadar bir “İlmühaber Belgesi” verilir. Sermayesi tamamen ödenince bu belge hisse senedi ile değiştirilir. (Ataman,1999:32).

3.2. HİSSE SENETLERİNDE FİYAT VE DEĞER TANIMLARI

Finans literatüründe, hisse senedi kavramı çeşitli bakış açılarıyla ve değişik şekillerde ele alınabilmektedir. Bu kavramların başlıcaları ve genel kabul görmüş olanları aşağıda ayrı ayrı tanımlanacaktır. Ancak fiyat ve değer kavramları birbirleriyle karıştırılmamalıdır. Bu sebeple hisse senetlerinin verimi ölçülürken, fiyat ile değer tanımlamalarını ayrı ayrı ele almak gerekmektedir.

3.2.1. FİYAT TANIMLARI

Hisse senedi fiyat kavramındaki başlıca tanımlamalar nominal (itibari) fiyat, ihraç (emisyon) fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

¹ Apel: Ödeme çağrısı demektir. (Ekonomi Ansiklopedisi,2000:62).

➤ **Nominal (İtibari) Fiyat:** Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. T.T.K’ ya göre ülkemizde hisse senedinin nominal fiyatı 500 TL. olabilir ve bu değer 100’er TL.’lik farklarla arttırılabilir. Uygulamada en sık görülen pay senedi nominal fiyatı 1000 TL.’lidir. (İ.M.K.B.,1999:141).

➤ **İhraç (Emisyon) Fiyatı:** Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye’de genel olarak şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatta satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değerın üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. (Ataman,1999:66).

➤ **Piyasa (Pazar) Fiyatı:** Bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o hisse senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve Talep koşullarına göre oluşur. (İ.M.K.B.,1999:141).

➤ **Borsa Fiyatı:** borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyattır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir.(Ataman,1999:67).

3.2.2. DEĞER TANIMLARI

Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalar olup, başlıcaları şunlardır;

➤ **Nominal Değer:** Menkul kıymetler için kullanılan ve “itibari” veya “kayıtlı” değer olarak da ifade edilen nominal değer, menkul kıymetin üzerinde yazılı olduğu değerdir. (Erdoğan,1990:243).

➤ **Net Aktif Değeri:** Hisse senedinin belli bir faaliyet dönemi sonunda veya belli bir anda düzenlenen bilânçosundaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır. Burada nazım hesaplar dışında bilânço toplamından, amortismanlar ve şüpheli alacaklar karşılığının düşülerek bulunan rakamın ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünerek bir hissenin net aktif değerine ulaşılmaktadır. (Ataman,1999:69).

➤ **Öz Sermaye Değeri:** Şirket öz sermayesinin (Sermaye + fonlar + karşılıklar + ihtiyatlar + kar – birikmiş zarar) ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir.

➤ **Defter Değeri:** Bir varlık veya varlıkların muhasebe kayıtlarında yer alan değeridir. Hisse senetlerinin defter değeri, öz sermayenin hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir. (Erdoğan,1990:243).

➤ **Tasfiye (Likidasyon) Değeri:** Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genelde bir yıl) düzenlenen bilânçoda, net aktiflerinden borçlarının düşülmesinden sonra geriye kalanın (özvarlık) hisse başına düşen değerdir. Şirketin net aktif değeri diğer bir açıdan elden çıkarma değeridir ve tasfiye durumunda aktiflerin satılarak paraya çevrilmesi ve tüm yükümlülükler karşılandıktan sonra geriye kalacak tutardan her bir hisseye düşecek tutarı ifade etmektedir. (Kayalıdere,2002:12).

➤ **İşleyen Teşebbüs Değeri:** İşletmenin 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. (İ.M.K.B.,1999:142).

➤ **Alternatif Gelir Değeri:** İşletme ortakları tarafından oluşturulan sermayenin, şirket sermayesi olarak kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında (banka

faizi, hazine bonosu, devlet tahvili) değerlendirilmesi halinde ay senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir paya düşen gelir tutarını ifade eder. (Kayalidere,2002:12).

➤ **Borç Değeri:** Şirketin belli bir anda yabancı kaynaklar (borçlar) toplamının, hisse senedi âdetine bölünmesiyle bulunan değerdir. Borç değerinin anlamı olabilmesi için birbirini izleyen yıllar itibariyle değerlendirme yapmak gerekir.(Ataman,1999:71).

➤ **Genel Rantabilite Değeri:** Bu değer uzun bir dönem (örneğin 5–10 yıl) için sağlanan net karların bugüne ıskonto edilmesi ve bulunan toplam değerden bu günün borçlarının düşürülmesi ile bulunur. Çıkan tutar bugünün (değerleme tarihi itibariyle) hisse senedi sayısına bölünür. Elde edilen değer hisse senedinin genel rantabilite değeridir.

➤ **Gerçek Değer:** Bir hisse senedinin gerçek değeri o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır.(Ataman,1999:73). Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir. (İ.M.K.B.,1999:142).

3.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bugün sermaye pazarı ile ilgili herkes tarafından tartışmasız kabul edilen bir gerçek, pay senedinin gerçek değerinin gelecekte gerçekleşmesi veya elde edilmesi beklenen gelirlerin bugünkü değerlerinin toplamı olduğudur.

Hisse senedi yatırımlarında, diğer tüm menkul değer yatırımlarında olduğu gibi, yatırımcıların karşılaştıkları iki sorun vardır. Bunlardan birincisi hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, ikincisi de ne zaman yatırım yapılacağıdır. Hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, hisse senedinin özellikleri, taşıdığı risk ve bu riske karşı sağlayacağı karlılık açısından yapılacak bir analiz ile kararlaştırılabilir. İkinci sorun, yatırım zamanının seçilmesi, hisse senedi satın alınması durumunda en düşük fiyatın, satış durumunda ise en yüksek fiyatın tahmin edilmesidir.

Yatırım zamanının seçilmesi sorunun üstesinden gelebilmek için hisse senedinin gerçek değerinin saptanmasına yönelik çeşitli yöntemler önerilmiştir. (Bolak,1994:158). Bunlar arasında değerlendirme faktörlerini teker teker göz önüne alan ve buna göre değerlendirme yapan yöntemler ile birkaç faktörü birleştirmek suretiyle değerlendirme sorununu çözen ya da faktörleri göz önünde bulundurmadan psikolojik ve deneysel yol ile hisse senetlerinin değerlemesini yapan yöntemleri sayabiliriz.(Ataman,1999:89).

Hisse senedi için hesaplanacak gerçek değer, piyasa fiyatının üzerinde olduğunda, bu hisse senedine yatırım yapmanın uygun olduğu sonucuna varılacak, aksi takdirde, yatırımdan vazgeçilecek hatta elimizde mevcutsa bu hisse senetlerinin satılmasına karar verilecektir. (Bolak,1994:158).

Yatırımcının istediği gelir pazardaki risksiz getiri oranları ile kendisinin yatırımın yapacağı işletme ve bunun satacağı aracın riskine bağlıdır. Alıcı risk konusundaki görüşüne göre belirli bir getiriyi isteyecektir. Riski yüksek görüyor ise isteyeceği getiri de yüksek olacaktır. (Hatiboğlu,1993:44).

Gerçek değer belirtildiği gibi hisse senedi değerleri içinde en fazla kabul görmüş bir değer niteliği taşımaktadır. Bu nedenle “Gerçek Değer Analizini” üçüncü bölümde derinlemesine incelenecektir.

Değerleme ile ilgili yöntemleri “Teknik Analiz Yöntemi” ve “Temel Analiz Yöntemi” olmak üzere iki gruba ayırıyoruz.

3.3.1. TEKNİK ANALİZ YÖNTEMİ

Teknik analize göre, bir menkul değere ilişkin değerlendirmede bulunurken ekonomik faktörlerin incelenmesi zorunlu değildir. Teknik analizcinin konsantrasyon alanı direkt o menkul değer, (hisse senedinin, piyasa endeksinin) fiyatı, işlem miktarı hareketleri, trendi, kısaca onun arz ve talebidir. Yani teknik analizci için önemli olan, firmanın ne yaptığı değil o firmaya ait hisse senedinin borsadaki performansıdır. Teknik analizin odak noktası bu açıdan bakıldığında arz ve taleptir. Fiyatların eğilimini belirleyen trend, piyasadaki arz ve talebe göre değişir. (Yanık ve Kerem,2004:51).

Teknik analizciler fiyat, miktar, zaman, süre ve piyasadaki tüm hisse senetlerinin genel olarak gidişi hakkında bilgi veren istatistiksel rakam, oran ve endekslerle ilgilenir ama bunları oluşturan veya etkileyen sebeplere dikkat etmezler. (Yanık ve Kerem,2004:51). Bu yöntemi kullananlar, piyasanın çeşitli dönemlerinde belirli trendler izlediği varsayımını yapar ve bu trendlerin “başlangıç ve dönüş noktaları” nın, yani “piyasaya giriş ve çıkış zamanları” nın yakalanabileceğine inanırlar. (Rodoplu,1993:231).

Teknik analiz, fiyatlar ve işlem hacmi gibi geçmiş piyasa verilerini inceleyerek gelecekteki fiyatları tahmin etmek suretiyle yatırım kararlarının alınmasına yol gösterir. Teknik analizci, pazarın geleceğini yine en iyi pazarın kendisinin göstereceğine inanarak pazar verilerini kullanır. (Yurttaş,1996:2).

Teknik analizciler, hisse senedi piyasasında oluşan fiyatların yatırımcıların “duygu ve düşüncelerini” kapsadığını ve bunu sadece kendi analiz metotlarının içerdiğini şiddetle savunurlar. (Yanık ve Kerem,2004:51).

Teknik analizcilerin uyguladıkları ve yararlandıkları tekniklerden bazıları piyasanın genel durumunu tahmin etmeye, bazıları ise tek tek hisse senetlerinin hareketlerini tahmin etmeye yöneliktir. (Kanalıcı,1987:24).

Teknik analiz için kullanılan en yaygın analiz aracı grafiklerdir. Teknik analizci, bu alanda geliştirilen birçok analitik ve matematiksel yöntemlerle bir hisse senedine ya da piyasaya ait bu grafikler vasıtasıyla fiyatların trendine ve bu trendin geleceğine ilişkin tahminlerde bulunur. (Yanık ve Kerem,2004:51).

Teknik analistler hisse senetleri ile ilgili tarihi finansal verilerin veya bu verilerden çıkarılan istatistiklerin grafiklerini çizerek, bu grafiklerden “örnek” ler bulmaya çalışırlar. Daha sonra bu örnekleri, hisse senetlerinin gelecekteki fiyatlarını tahmin etmede kullanırlar. Teknik analizin büyük bir kısmını grafik analizi oluşturduğundan, teknik analistlere “grafikçiler” de (chartists) denmektedir. (Özçam, 1996:16).

Teknik analize göre şirketlerin karları, dağıttıkları temettüleri, gelecekteki performansları v.b. bilgiler yanında yatırımcıların ümitleri, korkuları, heyecanları gibi her türlü bilgi de hisse senetlerinin piyasa fiyatlarına yansımaktadır. Bu fiyatları içeren grafik, analistin bilmeyi umduğu iyi veya kötü bütün temel bilgileri zaten ihtiva etmektedir. Bu nedenle, hisse senedi fiyatını tahmin etmek için zaten piyasa fiyatlarına yansımış olan temel bilgileri aramaya çalışmak gereksizdir. Gerçek bir grafikçi ne ürettiğini, nasıl finanse edildiğini ve hatta adını dahi bilmediği, sadece işlem yapabilmek için kodunu bildiği bir ortaklığa ait hisse senedi grafiğini inceleyerek alım satım kararları verebilir. Tabii ki böyle uygulama kesinlikle tavsiye edilmez fakat gerçek bir teknik analist teorik olarak bunu yapabilir.

3.3.1.1. Grafik Türleri

Geniş bir kullanım alanı olan grafikler (charts), sayısal verilerin çizgiler kullanılarak kolay algılanmasını sağlayan şekiller olarak tanımlayabiliriz. Grafik hazırlayanlar (chartists) ilgilendikleri sayısal verilerin kendi belirledikleri zaman dilimi geçtikçe aldıkları değerleri grafiğin dikey “y” ekseninde gösterirler. Zaman ise grafiğin yatay olan “x” eksenindedir.

Grafikler, hisse senedi piyasasında genellikle üç şekilde hazırlanır.

➤ Çizgi Grafikler: Bu grafik türünde piyasayı tek başına temsil edebilen veriler kullanılır. Hisse senetlerinin kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatları ile endeksler bu özelliğe sahiptir. Grafik, her verinin bir öncekine (bugünkü fiyatının dünküne, dünkünün ise bir öncekine) bir doğru ile bağlanması sonucu elde edilir. Böylece sürekli bir şekil ortaya çıkar. (Yanık ve Kerem,2004:41).

➤ Çubuk Grafikler: En yüksek, en düşük ve kapanış verilerini (fiyat ve endeks değerlerini) içeren çubuk grafikleri, ilgilenilen verinin herhangi bir zamanda aldığı çeşitli değerleri göstermeye yarar. Bu grafik fiyat aralığının kolayca görülmesini sağlar. (Yanık ve Kerem,2004:42).

➤ Nokta ve Şekil Grafikleri: Nokta ve şekil grafiklerinin çizgi ve çubuk grafiklerinden farkı, her günkü fiyatların kaydedilmesi yerine yalnızca, fiyatlarda önemli bir değişiklik gözlendiğinde kayıt yapılmasıdır. Öte yandan, bu grafikler zaman boyutu da taşımazlar. Aynı günde iki önemli fiyat hareketi olduğunda iki ayrı kayıt yapılabileceği gibi, bazen yeni bir kayıt yapılması için günler geçmesi gerekebilir. (Bolak,1994:146).

3.3.1.2. Ölçek Türleri

➤ Aritmetik Ölçek: Aritmetik ölçekli grafikler, gerek zaman gerekse fiyat ekseninde mutlak rakamların kullanıldığı ve eşit mutlak rakamdaki her iki

uzaklığın birbirine eşit olduğu grafiklerdir. Uzun yıllar hemen hemen bütün hisse senedi grafiklerinde aritmetik ölçek kullanılmıştır. Bugün de, özellikle kısa dönemli hisse senedi fiyat hareketlerinin izlendiği grafiklerde aritmetik ölçek yaygın olarak kullanılmaktadır.

➤ Yarı Logaritmik Ölçek: Yarı logaritmik ölçekli grafiklerde zaman ekseninde aritmetik ölçek kullanılırken, fiyat ekseninde logaritmik ölçek kullanılmaktadır. Daha açık bir ifade ile fiyat ekseninde eşit uzaklıklar eşit yüzde değişimleri temsil etmektedir. Logaritmik ölçekli grafikler, yüksek fiyatlı hisse senetleri ile düşük fiyatlı hisse senetlerinin doğrudan karşılaştırılmasına imkân vermekte ve yatırılan fonlar üzerinden yüzde olarak daha büyük kar sağlayan hisse senetlerinin seçilmesini kolaylaştırmaktadır.

3.3.1.3. Zaman Dönemi

Nokta ve şekil grafiklerinin zaman boyutu yok iken çizgi ve çubuk grafiklerinde genellikle günlük, haftalık ve aylık olmak üzere üç zaman dönemi kullanılmaktadır. Haftalık ve aylık grafiklerden genellikle önemli destek ve direnç seviyeleri ile uzun dönemli trendlerin belirlenmesinde yararlanılmaktadır.

3.3.1.4. İşlem Hacmi

Hisse senedi grafiklerinde işlem hacmi genellikle, grafiğin yatay ekseninden yukarı doğru çizilen dikey bir çizgi ile gösterilmektedir. Teknik analizde işlem hacmi görece bir kavram olup, işlem gören hisselerin mutlak sayısı önemli değildir. Yüksek veya düşük işlem hacminden bahsedildiği zaman, belirli bir hisse senedinde belirli bir dönem zarfındaki olağan olandan önemli ölçüde daha büyük veya daha küçük işlem oranı kastedilmektedir. (Yurttaş,1996:7).

3.3.1.5. Dow Teorisi

Dow, ortalamaları ve teorisi ile günümüzde hisse senedi piyasasında en çok ismi geçen kişidir. Bu teori bilinen ve en eski analiz teorilerinden birisidir. Dow teorisi, The Wall Street Journal'ın editörü olan Charles H. Dow tarafından 19. yy. sonlarında ileri sürülmüştür.

Dow teorisine göre piyasanın üç türlü hareketi vardır:

- Ana Hareketler (Birincil Trend), bir yıldan fazla bir sürede tüm piyasanın aşağı (bear markets) ve ya yukarı (bull markets) doğru çekilmesi hareketleridir. Bunun sonucunda da düşen ve yükselen piyasalar ortaya çıkar. (Bolak,1994:167).

- Tali Hareketlerde, de (ikincil hareketler) aynı eğilimler vardır. Ancak tali hareketlerin süresi; 3 hafta ile 3 ay arasında değişmektedir.(Ataman,1999:91).

- Günlük Dalgalanmalar, bu teoriye göre anlamlı değildir. Bununla birlikte, ikincil hareketlerinin ve birincil trendin çıkartılabilmesi için fiyat hareketlerinin günlük olarak kaydı gerekir.(Bolak,1994:167).

3.3.1.5.1. Dow Teorisi'nin Temel İlkeleri

- Ortalamalar her türlü faktörü (etkeni) içerir ve yansıtır. (Hisse senedi fiyat endeksleri, Dow'un bahsettiği ortalamalarla aynı anlamdadır.)

- Piyasada üç temel trend vardır. Her trend, süre bakımından kendinden bir büyük olan trendi düzeltir. Bir yıldan uzun olan ana trendler veya birincil hareketler, üç hafta ile üç ay arasında olan ikincil hareketler, üç haftadan az olan ufak oynama veya dalgalanmalar.

➤ Ana trendler (birincil hareketler) üç aşamadan geçer; fiyatlar düşükken akıllı yatırımcıların alıma geçtiği biriktirme veya toparlama dönemi, fiyatlar hızla artarken trendi izleyen birçok kişinin alıma geçtiği boğa piyasası dönemi ve son olarak hisse senetlerinin özellikle akıllı yatırımcılar tarafından elden çıkarıldığı dağıtım dönemi. (Bu aşama ayı piyasası olarak da adlandırılır.)

➤ Ortalamalar veya piyasa göstergelerinin birbirini onaylaması gerekir. Başka bir deyişle, endeks veya ortalamalar birbirleriyle aynı uyarı ve sinyalleri vermelidir.

➤ İşlem miktarı trendi onaylamalıdır. Trend belirlenirken fiyata ek olarak işlem miktarını da bakılmalıdır. İster düşüş, ister artış olsun, her ana trend işlem miktarının artmasıyla desteklenir ve doğrulanır.

➤ Yönü veya eğiminin değiştiğine dair sinyaller alınana dek her trend geçerlidir.

3.3.1.5.2. Dow Teorisi' nin Eksiklikleri

Görüş, her ne kadar uygulanması basit gibi görünmekte ise de, aşağıda sıralanabilecek sakıncalar yönünden yetersiz kalmaktadır.

➤ Geçmiş verilere dayanarak geleceği tahmin etmek oldukça güç bir iştir. Hisse senetleri fiyatlarının geçmişte gösterdiği eğilimi, gelecek dönemlerde tekrarlamaı her zaman imkân dâhilinde olmayacaktır.

➤ Hareket dönüm noktalarının tespiti fazlaca öznel değerlere dayanmakta ve eğilimlerin yön değıştirme zamanlarını sıhhatli bir şekilde tahmin etmek imkânsızlaşmaktadır.

➤ Görüşün uygulanabilmesi için uzun zaman gerekmekte ve çabuk hareket etme imkânı ortadan kalkmaktadır.

Teknik analizde temel kabul edilen Dow Teorisi hakkında bu bilgiler verdikten sonra teknik analiz ile ilgili diğer konuları başlıklar şeklinde aşağıda gösterilmiştir.

- Geri Dönüş Örnekleri: Baş ve Omuzlar, Üçgenler, Dikdörtgenler, Genişleyen Oluşumlar, Elmaslar, Kama Oluşumları, Bir Günlük Geri Dönüş, Satış Dönüm Noktası, Adalar
- Konsolidasyon Örnekleri: Bayrak ve Flamalar, Deniz Kabukları
- Boşluklar
- Destek ve Direnç
- Trend Çizgileri ve Trend Kanalları
- Grafik Çıkarımları: Momentum, Hareketli Ortalama, Nisbi Kuvvet, Değişme Oranı Endeksi, Toplama / Elden Çıkarma Osilatörü, Stokastik, Filtre Kuralları, Meisels Göstergesi, Coppock Sistemi, Piyasanın Nefesi, Karşıt Fikir Teorileri, Güven Endeksi, Çıplak Bacaklar Teorisi

Teknik analiz karşıtları, bu yöntemin geçersizliğini temelde iki yönden savunmaktadırlar. Birincisi, teknik analizde yola çıkılan temel varsayımların, ikincisi ise bazı spesifik alım-satım kurallarının geçersiz olduğudur.

Teknik analizde kullanılan alım – satım kuralları fiyat hareketlerinin, geçmiş fiyat hareketleri ve işlem hacimlerinin gözlenmesi suretiyle tahmin edilebileceğini öne sürer. Karşıt görüştekiler ise geçmiş fiyat hareketlerinin tekrarlanacağını ve dolayısıyla da bu teknikler kullanılmak suretiyle pazar getirisinin ötesinde bir kazanç elde edilemeyeceğini öne sürerler.

Teknik analizciler, kendi görüşlerinin sağladığı avantajları bazı noktalara dayandırmaktadırlar. Onlara göre, bir temel analizci yeni bilgileri ancak diğer yatırımcılardan önce elde eder, doğru ve hızlı olarak yorumlarsa ortalamanın üzerinde bir kazanç elde edebilir. Teknik analizciler, bir kimsenin sürekli olarak diğerlerinden önce yeni bilgi elde edebileceğini bunu da doğru ve hızlı olarak değerlendirebileceğini olası görmezler.

3.3.2. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ

Sermaye pazarında yatırım yapan kişi ve kuruluşlar, yatırım yaptıkları pazarı iyi tanımak ve takip etmek ihtiyacı içersinde bulunmaktadır. Aksi halde piyasada meydana gelebilecek olumlu ve olumsuz koşullardan etkilenerek, bazı durumlarda kar fırsatlarını kaçıır, bazı hallerde ise büyük zararlarla karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle bireysel ve kurumsal tüm yatırımcılar, genel ekonomi, sektörler ve yatırım yaptıkları kuruluşlarla ilgili olarak tüm ekonomik ve finansal bilgilere doğru ve hızlı bir şekilde ulaşmalıdır. (Yanık ve Kerem,2004:7).

Yatırım yapılmak istenilen hisse senetlerinin değerini etkileyen çeşitli faktörlerin incelenerek, hisse senedinin yatırım yapılmadan önce gerçek değerinin belirlenmesi işlemine temel analiz denilmektedir. (Aksoy,1987:141).

Temel analiz, hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanması işlemi olarak tanımlanabilir. Bu değer, firmanın varlıkları, kazanç gücü, büyüme potansiyeli, yönetim kadrosu gibi nitel ve nicel faktörlere bağlı bir değerdir.

Bu değerın hesaplanmasında kullanılan analiz üç aşamalıdır. Başlangıçta ülke ekonomisinin durumu ve ekonomik durumdaki gelişmelerle ilgili beklentiler ve bunların firma karlılığı üzerindeki etkileri incelenir. Sonrasında ise içinde bulunan endüstrinin durumu ve firmanın bu endüstrideki konumu incelenir. Üçüncü aşamada ise firma ile ilgili nitel ve nicel faktörler ele alınır. Bu aşamalar sonucunda gelecekteki firma karı ve dağıtılacak temettü miktarı tahmin edilir. Bu tahminler

neticesinde bulunan değerler farklı değerleme modellerine yerleştirilerek hisse senedinin gerçek değeri tahmin edilir.

3.3.2.1. Ekonomi Analizi

Ülke ekonomisi ile o ülkenin ekonomik koşulları dâhilinde faaliyet gösteren şirketler arasında oldukça yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum, şirket analize geçmeden, ülke ekonomisini analiz etme gerekliliğini doğurmaktadır. Amaç, şirketin ekonomik değişikliklere ne derece hassas olduğunu görebilmektir. (www.finansinvest.com).

Hisse senedi fiyatları, diğer tüm menkul değerlerde olduğu gibi, genel ekonomik durumdaki gelişmelere karşı duyarlıdır. Hisse senedine yapılan bir yatırımın karlı olma olasılığı, güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir.

Ekonomik gelişme veya daralma, işletmenin stok, finansman, fiyatlandırma, yatırım, alacak ve borç politikalarını v.s. etkiler. Ayrıca enflasyon oranı, piyasa faiz oranları gibi göstergeler yatırımdan beklenen kazanç oranının belirlenmesinde esas teşkil eder. (Bozkurt,1988:100). Bu sebeplerle, genel ekonomik durumdaki değişmenin yönünün tahmin edilmesi yatırımcı açısından büyük önem taşır.

Genel ekonomik durum ile ilgili, ekonomik analizde kullanılan önemli ekonomik göstergeler, milli gelir, yatırımlar, istihdam, enflasyon ve faiz oranları, bütçe açığı, dış ticaret ve ödemeler dengesi, parasal göstergelerdir. (Karaşın,1987:4).

➤ Milli Gelir

Ekonomik durumla ilgili en çok kullanılan gösterge, Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) ve GSMH' nin artış hızıdır. GSMH, bir ülkede belli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeridir. Bir dönemden diğerine GSMH' deki reel satış, ekonomik büyümenin en sağlıklı göstergesidir.

Menkul değer analizi yapan kimseler ve yatırımcılar, GSMH ve unsurlarını, zaman içinde değişme eğilimlerini incelemek zorundadırlar. Normal koşullarda, eğer ekonomi reel bir büyüme göstermiş ise (sabit fiyatlarla GSMH artışı pozitif ise), şirketler ve şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları bu gelişmeden olumlu bir şekilde etkilenecektir. (Yurttaş,1996:26).

➤ Yatırımlar

Kamu, özel sektör yatırımları ve stok değişimleri ekonomik durum ile ilgili diğer göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların sektörel dağılımı, sektörlerin büyüme potansiyeli hakkında bilgi verir. Aynı şekilde teşvik belgelerinin sektörel ve yöresel dağılımı ve miktarları da aynı konuda bilgi edinmeyi sağlar. Böylece, örneğin inşaat sektöründe bir canlanma bekleniyorsa bu inşaat malzemeleri üreten iş kollarından, mobilya sanayinde ve beyaz eşya sektöründe satışların artacağına, iş hacminin yükseleceğine işaret edebilir. (Yurttaş,1996:26).

Yatırımlar konusunda yardımcı olacak bir diğer gösterge, yatırım malları ithalatıdır. Bu ithalat miktarının hem değer hem de hacim olarak artışı, yatırım artışını gösteren gelişmelerdir.

➤ İstihdam

Ülke içerisinde işsizlik oranlarının ve mutlak sayısının yüksek olması ekonomik yetersizliğin en önemli göstergelerinden birini oluşturmaktadır. Özellikle daralma dönemlerinden bu oran gittikçe artmakta yatırımlar azalmakta ve milli gelir düşmektedir. Yatırımcılar açısından bir analiz yapıldığında, ülkede ve sektörde var olan istihdam durumu, işgücünün kalitesi, ülkede uygulanan istihdam politikaları gibi göstergelerin dikkatlice gözden geçirilmesi analizlerin doğruluğunu olumlu etkileyeceklerdir. (Yanık ve Kerem,2004:11).

➤ Enflasyon ve Faiz Hadleri

Enflasyon da ekonomik dengeleri ve sosyal yapıyı etkileyen bir olaydır. Enflasyon oranında önemli bir artış, yatırımları daha pahalı bir hale getirir ve yatırımların azalmasına neden olur. Artan enflasyon da faiz oranlarını yükseltirken, dolayısıyla paranın maliyetini artırır. Bu ise işletmelerin bazı yatırım planlarından vazgeçip, tasarruf edici önlemlere yönelmesine neden olabilir. (www.finansinvest.com).

➤ Bütçe Açığı

Bütçe açığındaki devamlı artış ekonomik durumun kötüye gittiğinin işareti olabilir. Bütçe açığını, emisyon hacmini arttırarak kapatma enflasyonu körükleyen bir olaydır. Bütçe açığının iç borçlanma yolu ile kapatılmaya çalışılması da piyasa faiz oranlarının ve enflasyonun artmasına neden olur.

➤ Dış Ticaret Dengesi

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kıt bir kaynaktır. Bu ülkeler bazı hammadde ve yatırım malları itibariyle sanayileşmiş ülkelere bağımlıdır. Ekonominin darboğaza girmeden büyümesinin devamı açısından dış ticaret açığının eğilimi çok önemlidir. Dış ticaret dengesi, ithalat ile ihracat arasındaki fark olduğuna göre bu iki kalemtedeki değişimler, ekonominin performansı açısından önemlidir. Öte yandan dış ticaret dengesini etkileyen önemli bir unsur, ihracatın ve ithalatın miktar, mal ve ülkelere göre dağılımıdır. (Yurttaş,1996:27).

➤ Parasal Göstergeler

Kısa vadeli ekonomik değerlendirmede, parasal göstergelerden alınan sinyaller oldukça önemlidir. Emisyon hacmindeki artış, fiyat artışlarının hızlanmasına neden olacak endişesi ile pek olumlu karşılanmamaktadır. Vadesiz

tasarruf mevduatlarındaki azalma piyasada likidite ihtiyacını arttırıcı yönde etki yapmaktadır. Vadeli tasarruf mevduatlarındaki artış ise tasarruf eğilimindeki yükselmenin işareti olabilir.

3.3.2.2. Endüstri Analizi

Ekonomik durum dolaylı ya da dolaysız olarak ekonomisindeki tüm işletmeleri etkiler ve bu etki işletmelerin performansı ile hisse senedi fiyatlarına yansır. İşletmelerin karları, dağıtacakları temettüleri ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda endüstri genelindeki bazı faktörlerin etkisiyle de değişme gösterir. Bu nedenle genel ekonomi üzerinde yapılan inceleme, ikinci aşamada işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri dalına yöneliktir.

Endüstrilerin gelişme trendleri ile ekonominin gelişme trendi arasında önemli bir ilişki varolmasına rağmen bazı durumlarda farklı sonuçlar da ortaya çıkabilmektedir. Ekonominin gelişme dönemlerinde bazı endüstrilerde gerileme ortaya çıkabilmektedir. Bunun sebepleri; teknolojik eskime, moda ve talepte yaşanan daralma gibi sıralanabilir. Bunun tersi bir durum da söz konusu olabilir. Ekonominin daralmakta olduğu bir dönemde bazı endüstriler önemli ilerlemeler kaydedebilir. Bu durumda yatırımcıların ekonomik gelişmeye paralel olarak endüstride meydana gelebilecek değişimleri de dikkate almaları önem arz etmektedir. (Yanık ve Kerem,2004:17).

Ekonomik analizde faiz oranlarının yüksekliği daha çok dış kaynak kullanan firmalarda çok önemli bir değişken özelliği taşımaktadır. Dolayısıyla bu tür endüstrilerin ve işletmelerin faiz oranlarına karşı duyarlılıkları çok yüksektir ve bu konu hisse senetlerinin fiyatlarını çok yakından ilgilendirmektedir.

Yatırımcıların karar aşamasında dikkate almaları gereken önemli bir diğer konuda yatırım yapacakları endüstrinin hayat eğrisi olmaktadır. Bazı endüstriler kuruluş ve tanınma aşamasında (bebeklik dönemi), bazıları büyüme ve gelişme aşamasında, bazıları olgunluk ve doyuma ulaşma aşamasında (istikrar dönemi) ve

bazıları da gerileme döneminde olabilirler. Bu aşamalar endüstrinin hayat eğrisini oluşturur. (Yurttaş,1996:28).

Bebeklik döneminde endüstrinin ürünleri yeni yeni tanınmakta, yeterli talep bulunmamaktadır. Ürünün tanınmaya başlaması ile talep hızla artar ve yeni firmalar rekabete katılır. Bu aşamada endüstrinin ne yönde gelişme göstereceği ya da rekabet halindeki firmaların hangisinin başarılı olacağını tahmin etmek güç olduğundan bu aşamadaki işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapmak oldukça risklidir.

Büyüme ve gelişme aşamasında, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonunu daha güçlü olan işletmeler piyasaya hâkim olurlar. Bunların arasındaki rekabet kalitenin yükselmesine, fiyatların düşmesine yol açabilir. Endüstrinin gelişme aşaması uzun yıllar sürebilir bu aşamada endüstrideki işletmelerin hisse senetleri arzulanır yatırımlar niteliğindedir.

İstikrar döneminde, rekabet ve pazar payları istikrar kazanır ve büyük olasılıkla pazar payı sabit kalır. Promosyon aracı olarak bu dönemde reklâmlar çok önemlidir. Bu safhadaki endüstrilerde yer alan işletmeler maliyet tasarrufuna büyük önem verirler. Satışların artış hızı yavaşlar. Bu aşamada, işletmeler yeni ürün ya da teknolojilere yönelip kendilerini yenileyemedikleri takdirde çöküş ve gerileme aşamasına girerler.

Yatırımcı, ilgilendiği endüstrinin hangi türden ve hangi aşamada olduğunu belirttikten sonra, yine bu endüstride fiyatların gösterdiği eğilim, endüstrinin büyüme hızı, endüstrideki teknolojik gelişmeler, rekabet koşulları v.s. konularında araştırma yapmalıdır. (Bolak,1991:123).

Bu aşamada işletmelerin faaliyette bulunduğu endüstrinin durumunu; endüstrinin geçmişte gösterdiği büyüme, endüstrideki arz ve talep durumu, mamullerin özelliği, talep elastikiyeti, endüstrideki üretim kapasitesi, endüstriye olan devlet müdahalesi, endüstrinin uluslararası ilişkilerinin boyutu, sosyal yaşamdaki değişimler açısından incelemek gerekir. (Bozkurt,1988:143).

Endüstri analiz sonucunda yatırımcı, yatırım yapmayı düşündüğü endüstrinin yatırıma uygun olup olmadığını belirlemiş olacaktır. Bundan sonraki aşama, endüstri içinde, hisse senedine yatırım yapılacak firma veya ortaklığın analiz edilmesidir.

3.3.2.3. Firma Analizi

Temel analizde son yaklaşım firma analizidir. Ekonomik durumun değerlendirilmesi yapıp, endüstri analizi yapıldıktan sonra analiz firma bazına indirgenir. Firma analizlerinin yapılmasındaki temel amaç, şirketin geçmiş dönemlerindeki performansları ve mevcut döneme ait veriler incelenerek gelecek hakkında tahminlerde bulunmaktır. Böylece söz konusu firmanın hisse senetlerine yatırım yapıp yapılmayacağı kararı daha sağlıklı bir şekilde verilecektir.

Firma analizi, iki yönlü yapılır. Bunlardan ilki firma ile ilgili nitel faktörler, diğeri ise nicel faktörler değerlendirilerek yapılır.

3.3.2.3.1. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nitel Faktörler

Mamullerin incelenmesi ve firma yönetimin incelenmesi olarak iki şekilde incelenir.

➤ **Mamullerin İncelenmesi:** Firma analizinde öncelikle firmanın ürettiği mal ve hizmetler incelenir. Bu inceleme sırasında, mal ve hizmetlerin kalitesi ve benzerlerinden üstün olduğu yönler belirlenir. Aynı zamanda ürünün pazarda tanınması ve pazardaki payı da incelenmesi gereken önemli bir faktördür. Firmanın ürettiği mamullerin sayısı, yurtdışı pazarlara satma olanağı ve mamullerin çeşitliliği gibi faktörler de risk dağıtımında etkili olur, firma karlarının ve dağıtabileceği kar payının istikrarlı olmasını sağlayabilir.

➤ **Firma Yönetiminin İncelenmesi:** Firma analizinde bir diğer incelenmesi gereken unsur da firma yönetimidir. Yönetim yapısı, yönetim kadrosunun kalitesi geçmiş yıllardaki performansı firmanın operasyonları üzerinde etkili faktörlerdir ve bu yüzden firma analizi yapılırken göz önünde bulundurulmalıdır.

Firmaların nitel faktörlerle değerlendirilmesi oldukça zordur. Özellikle firma içine yönelik bilgilerin elde edilmesinin her zaman mümkün olmamasıdır. Halka kapalı, birkaç kişinin hâkimiyetinde olan veya aile şirketi özelliğine sahip kuruluşlar için bu hemen hemen imkânsızdır. Şirketler, halka açılıp hisse senetleri piyasada işlem gördükçe ve hisse senetlerinin sahipliği yaygınlaştıkça bu tür bilgilerin elde edilmesi nispeten kolaylaşacaktır. Piyasa bu bilgilerin yatırımcılara aktarılması için şirketleri zorlayacaktır.

3.3.2.3.2. Firma Analizinde Dikkate Alınacak Nicel Faktörler

Nicel yönden yapılacak firma analizi, firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın finansal tablolar aracılığı ile incelenmesine yöneliktir. Firma hakkında en önemli bilgi kaynağı finansal tablolardır.

Bu tablolar firmaların yıllık faaliyet raporlarından bulunabilir. Finansal tabloların analizi firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın değerlendirilmesi açısından olduğu kadar, gelecekte göstereceği performans hakkında tahminde bulunmak açısından da büyük önem taşır. (Yurttaş,1996:20).

Finansal tabloların (bilânço, gelir tablosu, fon akım tabloları) analizinde kullanılan belli başlı iki yöntem vardır. Birincisi karşılaştırmalı analiz, diğeri ise oran analizidir.

➤ **Karşılaştırmalı Analiz:** Bir firmanın farklı tarihlerde düzenlenmiş mali tablolarında yer alan kalemlerde görülen değişikliklerin incelenmesi ve bu değişikliklerin değerlendirilmesidir. Karşılaştırmalı analiz dinamik bir analizdir.

Karşılaştırmalı analizde, belirli bir tarihte düzenlenmiş mali tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişki değil, bu kalemlerin zaman içinde göstermiş olduğu artış ya da azalışlar incelenmektedir.

Mali tablolarda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişiklikler, belli bir tarih itibariyle düzenlenmiş mali tablolardaki kalemler arasındaki ilişkilerden daha anlamlı olabilir. Bu nedenle, karşılaştırmalı mali tabloların analiz açısından, belirli döneme ait mali tablolardan daha faydalı olduğu ileri sürülmektedir. Karşılaştırmalı analizin en büyük üstünlüğü, incelenen firmanın gelişme yönü hakkında tahminlerde bulunmak yönünden de yararlıdır. Koşullarda büyük bir değişiklik olmadığı sürece, firmanın geçmişteki eğilime uygun bir gelişme göstereceği tahmin edilebilir. (Akgüç,1998:95–98).

➤ Oran Analizi: Oran analizinde mali tablolarda yer alan tutarların nispi ilişkileri incelenerek firmanın mali durumu konusunda bilgi edinilir. Mali tablolarda çok sayıda oran hesaplamak mümkündür. Ancak oran hesaplamadaki amaç yorumlanabilir bilgiler elde etmektir. Hesaplanan oranlar tek başlarına bir anlam ifade etmekten uzaktır. Analiz açısından yararlı olan, çok sayıda oran değil; az sayıda fakat anlamlı oranlar hesaplamaktır.

Oranlar, firmanın yalnız geçmiş ve cari mali durumunu değerlendirmek açısından değil, planlama ve kontrol işlevini yerine getirmede ve üçüncü kişilerin, özellikle firma ortaklarının, yatırımcıların ve finansman kurumlarının, firmanın mali durumunu ve gücünü nasıl gördüklerini, değerlendirdiklerini kestirmek yönünden de yararlıdır. (Yurttaş, 1996:20).

Oranlar işletme faaliyet sonuçları ile mali durumunu değerlemedeki kullanım amaçları dikkate alınmak suretiyle sınıflandırılır. Buna göre oranlar; Likidite oranlar, mali yapı oranları, faaliyet oranları ve karlılık oranları olmak üzere dört gruba ayrılır. (Yanık ve Kerem,2004:17).

Oran analizinde kullanılan oranlar, tek başlarına bir şey ifade etmezler. Gerek aynı firmanın geçmiş dönemlerindeki oranlarıyla, gerekse de sektördeki diğer firmaların oranlarıyla kıyaslayarak yorumlanmaları gerekir. Ayrıca, deneyimler sonucu bulunmuş ve genel kural olarak kabul edilmiş değerlerle karşılaştırılmak suretiyle de yorumlanabilirler. Dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da, oranların birbirinden bağımsız olmadığı ve birçok oranın beraberce yorumlanması gerektiğidir.

BÖLÜM III

TEMEL ANALİZDE HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1. GENEL AÇIKLAMA

Temel analizde; ekonomi, endüstri ve firma ile ilgili belirlemeler yapıldıktan sonra hisse senedinin gerçek değerinin saptanmasına yönelik çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Hisse senedi için gerçek değer hesaplanırken, bu değer piyasa fiyatının üzerinde olduğunda, bu hisse senedine yatırım yapmanın uygun olduğu sonucuna varılacak, aksi takdirde, yatırım yapılmaktan vazgeçilecek, hatta bu hisse senetleri elimizde mevcutsa satılmasına karar verilecektir.

Hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanmasına yönelik belli başlı yöntemler şunlardır.

2. TEMETTÜ (KARPAZI, DİVİDANT) MODELİ YAKLAŞIMI

Dr. Myron Gordon tarafından geliştirilen bu modele göre bir yatırımcı için bir finansal varlığın değeri, bu finansal varlığın sahibine sağlayacağı nakit akışlarıyla belirlenir. Hisse senetlerinin yaratacağı nakit akışları kar paylarından oluşmaktadır. (Canbaş ve Doğukanlı,2001:333).

Firma tasfiye edilmedikçe veya başka bir firmaya satılmadıkça, onun hisse senedi sahiplerine sağladığı nakit akımları sadece temettü akımlarından ibarettir. Bu nedenle hisse senedinin değeri beklenen temettü akımlarının bugünkü değeri olarak saptanılmalıdır. (Brigham,1996:212).

$$P_0 = D_1 / (1 + k) + D_2 / (1 + k)^2 + \dots + D_n / (1 + k)^n + \dots + D_\infty / (1 + k)^\infty$$

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} D_n / (1 + k)^n$$

Şayet yatırımcı, hisse senedini sonsuza kadar elinde tutmayıp, belli bir “n” dönemi sonunda satmayı düşünüyorsa, hisse senedinin değeri;

$$P_0 = \left[\sum_{t=1}^{\infty} D_t / (1 + k)^t \right] + P_n / (1 + k)^n \text{ şeklinde olacaktır.}$$

Burada;

P_0 = Hisse senedinin bugünkü gerçek değeri,

D_t = t döneminde sağlanacak temettü,

k = Uygun iskonto oranı,

P_n = n yıl sonundaki hisse senedi fiyatı olacaktır. (Karaşin,1991:122).

Burada da görüldüğü gibi, bir hisse senedinin bugünkü fiyatını, elde tutma dönemi içerisinde elde edilecek kar payları ve elde tutma dönemi sonundaki hisse senedinin fiyatı belirlemektedir.

Temettü modeli yaklaşımı, bir hisse senedinin bugünkü değerini beklenen temettülerin indirgenmiş değerine eşitler. Temettü modelinin mantığı, sonsuza kadar elde tutulan bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin yalnızca temettüler olmasındandır. (Karaşin,1991:121–122).

Firmanın gelecek dönemlerde dağıtacağı kar payları (temettüler) şekillerine göre üç biçimde yazılabilir.

➤ Kar Payının Sabit (Tekdüze) Olması: Firmanın her yıl dağıtacağı kar payının değişmeyeceği, ortaklığın devamlı olduğu, iskonto oranının sabit kalacağı varsayımları halinde, yukarıdaki denklem:

$$P_0 = D / (1 + k) + D / (1 + k)^2 + \dots + D / (1 + k)^{\infty} \text{ şeklinde yazabiliriz.}$$

Bu denklem, elde tutma dönemi sonsuz olduğundan, $P_0 = D / k$ şeklinde de yazılabilir. Elde tutma dönemi sonsuz olmadığı durumda ise formülü şu şekilde yazabiliriz.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D / (1 + k)^t + P_n / (1 + k)^n$$

➤ Kar Payının Her Yıl Sabit Bir Hızla Büyümesi: Şayet, elde edilecek kar paylarının her yıl “g” gibi sabit bir hızla sınırsız süreyle büyüyeceği bekleniyorsa, denklem;

$$P_0 = D_0 / (1+g) / (1+k) + D_0 / (1+g)^2 / (1+k)^2 + \dots + D_0 \cdot (1+g)^\infty / (1+k)^\infty$$

veya;

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D_0 \cdot (1 + g)^t / (1+k)^t$$

şeklinde yazılabilir. Firmanın kar payı dağıtımının ve kar payındaki yıllık büyüme oranının (g) sonsuza dek devam edeceği varsayımı altında hisse senedinin cari değerini veren eşitlik,

$$P_0 = D_1 / (k-g) \text{ ‘şeklını alır.}$$

➤ Kar Payının Değişik Bir Hızla Büyümesi

Yeni buluşlar, yeni mal ve hizmetler üretilmesi, teknolojik yenilikler, ilk yıllarda firmaların, olağanüstü kar elde etmesine olanak verebilir. Ancak izleyen yıllarda yeni rakiplerin piyasaya girmesi veya mevcut rakiplerin yeni teknolojileri uygulamaları bu konularda ilk atılımı yapan firmanın tekeli ortadan kaldırarak, karını normal düzeye indirir. (Yurttaş,1996:35). Normal üstü büyümenin devam edeceği süre N yıl, kar paylarında normal üstü büyüme hızı (g_s) ile normal büyüme hızı (g_n) ve kar payının normal üstü büyüme dönemi sonunda ulaşacağı tutar D_N ile gösterilirse, hisse senedinin bugünkü değerini veren formülü şu şekilde yazabiliriz:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N D_0 \cdot (1 + g_s)^t / (1+k)^t + \sum_{t=N+1}^{\infty} D_N \cdot (1 + g_n)^t / (1+k)^t$$

Firmanın kar payı dağıtımına ilişkin farklı beklentilere göre, hisse senedinin bugünkü değerini veren denklemi, elde edilecek kar paylarının hisse senedinin değerini belirlediği varsayımına uygun olarak, değişik şekillerde yeniden yazmak olanaklıdır.

3. MUHASEBE DEĞERİ (TASFİYE) YAKLAŞIMI

Hisse senetlerinin tasfiye değeri, ortaklığın varlıklarının satılması halinde elde edilecek nakdin, tüm borçlar ödendikten sonra hisse senedi başına düşen tutarıdır. Hisse senedinin tasfiye değerinin, defter değerinden farklı olması, varlıkların tarihi maliyetleriyle cari piyasa değerlerinin farklı oluşundan kaynaklanmaktadır.

Kuramsal olarak bir hisse senedinin borsa fiyatının tasfiye değerinin, altında olmaması gerekir. Borsa fiyatının tasfiye değerinin altına düşmesi halinde, ortaklığın tasfiye edilmesi, kazanç sağlama fırsatı yaratır. Ancak böyle bir kazanç fırsatının doğabilmesi için, yatırımcının ortaklığın yönetimini ele geçirmesi gerekir. Bu nedenle, bireysel yatırımcının bir yatırımcıdan ziyade bir şirketin, bir sermaye grubu tarafından satın alınmasında tasfiye değeri önem kazanmaktadır. (Akgüç,1998:879–880).

4. PİYASA DEĞERİ – DEFTER DEĞERİ ORANI YAKLAŞIMI

Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespiti amacıyla kullanılır.(Karaşin,1987:31).

Defter değeri dolaşımda bulunan hisse senetlerinin nominal değerini göstermektedir. (Büker ve Bayar, 1999:51). Firmanın geçmiş verilerden ya da aynı endüstrideki diğer firmaların verilerinden yararlanarak, işletmenin piyasa değeri ile defter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri belirlenecek ve daha önce bulunmuş uygun “piyasa değeri / defter değeri” oranıyla çarpılacaktır.(Bolak,1994:164).

$$P_0 = \text{Defter Değeri (Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı)}$$

5. FİYAT / KAZANÇ ORANI YAKLAŞIMI

Bu yaklaşım, hisse başına net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan katsayısı bulunması gereğinden hareket eder. Söz konusu çarpan katsayısı, firmanın hisse başına 1 Kuruş'luk kazancına karşılık, yatırımcıların kaç Kuruş ödemeye razı olduklarını gösterir. Özellikle büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak görülen firmaların hisse başına düşen karına, yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve oran yüksek olur.

Fiyat / Kazanç oranı, genel olarak F/K şeklinde gösterilmektedir. Bu oran, bir hisse senedinin pazar fiyatı ile yine bu hisse senedinin hisse başına karı arasındaki ilişkiyi ifade etmekte kullanılmaktadır. (Gibson,1995:436–438).

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

Burada net kar kurumlar vergisi ve fonlara ilişkin, yasal yükümlülükler ile yasal yedek akçe, kurucu ve ayrıcalıklı pay sahipleri, yönetim kurulu ve çalışanlara ödenmesi gereken tutarlar ayrıldıktan sonra kalan değerdir. Diğer bir deyişle buna dağıtılabılır kar denir.

$$\text{Hisse Başına Net Kar} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Yüksek F/K oranına sahip bir hisse senedi için yatırımcılar; firmanın iyi büyüme olanaklarına sahip olduğunu veya elde ettiği kazançların güvenilir (riski az) ve sonuç olarak da daha değerli olduğunu düşünür. Ayrıca, bu oran kazançların geçici olarak baskı altına alındığını gösterir. Eğer bir firma sıfır kazanç elde etmişse fiyat kazanç oranı sonsuz olur. (Brealey ve Myers,2003:829).

F/K oranlarının tahmin edilmesinde bir başka yaklaşım olarak büyüme, paranın zaman değeri, kar payı politikaları ele alınır ve hepsi birlikte değerlendirilir. (Bolak,1994:129).

Hisse senetlerinden elde edilmesi beklenen getiri, elde tutulan dönem boyunca, hisse senedinin getireceği kar payı ödemeleri ve dönem sonundaki satış fiyatının, iskonto edilmesine dayanmaktadır. (Baştürk,2002:74).

$$P_0 = \sum_{t=1}^N D_t / (1 + k)^t + P_n / (1 + k)^n$$

Hisse senetlerinin vadesinin olmadığı ve sonsuza dek elde tutulabileceği varsayılırsa, hisse senedinin gelecekteki beklenen fiyatı, gelecekte alacağı kar payı ödemelerinin şimdiki değerine eşittir

$$\text{Hisse Senedinin Fiyatı} = \sum_{t=1}^N D_t / (1 + k)^t$$

D_t = hisse senedinin t dönemindeki kar payı

k = iskonto oranı'dır.

5.1. SIFIR BÜYÜME ORANI VARSAYIMI

Firmanın kar payı büyüme oranının sıfır olduğu, yani her yıl aynı kar payının ödendiği varsayılırsa (sıfır büyüme $\rightarrow D_1 = D_2 = D_3$ gibi),

$$\begin{aligned} \text{Hisse Senedinin Fiyatı} &= \sum_{t=1}^{\infty} D_1 / (1 + k)^t \\ &= D_1 \left[\sum_{t=1}^{\infty} 1 / (1 + k)^t \right] \end{aligned}$$

‘matematiksel olarak

$$\sum_{t=1}^{\infty} 1 / (1 + k)^t = 1 / k \text{ ‘ eşit olduğu kabul edilir.}$$

Buradan sıfır büyüme modelinde hisse senedinin fiyatının,

Hisse Senedinin Fiyatı = D_1 / k ‘ olduğu bulunur.

5.2. SABİT BÜYÜME ORANI VARSAYIMI

Firmaya ait kar payının sabit oranda büyüdüğü (düzenli büyüme) varsayılırsa,

Hisse Senedinin Fiyatı = $D_1 / k - g'$ olacaktır. Burada;

$D_1 = \text{HBK} \times \text{Temettü Dağıtım Oranı}$

$g = \text{Temettülerdeki büyüme oranı}$ dır.

ve iskonto oranının büyüme oranından büyük olacağı ($k > g$) varsayılır. Çünkü hiçbir firmanın sürekli olarak genel iskonto oranının üzerinde büyüme sağlanamayacağı varsayılır.(Karan,2001:336). Formül için gerekli “g” oranı geçmiş yıllar ait hisse başına kar veya dağıtılan kar paylarından faydalanarak hesaplanabilir. (Bolak,1994:127).

Hisse Senedinin Fiyatı = $(\text{HBK} \times \text{Temettü Dağıtım Oranı}) / k - g$

Düzenli büyüme formülü F/K oranına uyguladığında; eşitliğin her iki tarafı $\text{HBK}'a$ bölünür.

$F / \text{HBK} = F / K = (\text{Temettü Dağıtım Oranı}) / k - g'$ elde edilir.

Aynı şekilde F / K oranı sabit büyüme modeline uygulanırsa, beklenen F/K oranı,

$F / \text{HBK} = F / K = (\text{Temettü Dağıtım Oranı}) / k'$ şeklinde hesaplanacaktır.

Ayrıca bir hisse senedi için beklenen F / K oranı tarihi verilerin orta ve uzun dönem ortalaması olarak belirlenebilir. Endüstrilere ait ortalama F / K oranları konuya ışık tutabilir. Ancak aynı endüstrideki farklı firmalar sıklıkla farklı F / K oranına sahip olabilirler. (Baştürk,2002:76).

5.3. FİYAT / KAZANÇ ORANI MODELİ

Bu yöntemde genel olarak firmaların F/K oranları beklenen F/K oranları ile veya piyasa ortalamaları ile karşılaştırılmaktadır. (Karan,2001:357). Karşılaştırma sonuçları şu üç koşuldan birini gündeme getirir; (Baştürk,2002:76).

- Eğer gerçek F/K oranı beklenen (F/K)'dan daha büyükse, hisse senedi yüksek fiyatlanmıştır (değerinden), fiyatı düşmeden satılmalıdır.
- Eğer gerçek F/K oranı beklenenden küçükse, hisse senedi düşük fiyatlanmıştır; fiyatların yükselmesine sebep olan bir beklenti ile satın alınabilir.
- Gerçek F/K oranı beklenene eşitse, hisse senedi doğru fiyatlanmıştır ve önemli fiyat değişikliklerinin olma olasılığı yoktur.

Aynı şekilde firmanın gelecek yıl elde edeceği hisse başına net kar belirlenip beklenen F / K oranı çarpan olarak kullanılarak gerçek değer bulunabilir.

$$\text{Gerçek Değer} = \text{Hisse Başına Net Kar} \times \text{F / K Oranı}$$

Örneğin, herhangi bir hisse senedinin içinde bulunan ve geçmiş 4 yıla ait ortalama F / K oranının 7,03 olduğu ve gelecek yıl elde edeceği hisse başına karın 0,19 YTL olarak gerçekleşeceği tahmin ediliyorsa, bu hisse senedinin gerçek değeri,

$$\text{Gerçek Değer} = 0,19 \times 7,03 = 1,335.7 \text{ YTL}$$

Buna göre piyasadaki fiyatla karşılaştırma yapılabilir. Bugünkü fiyat 1,335.7 YTL 'nin altında ise alma, üstünde ise satma kararı verilebilir. İki değer birbirine çok yakınsa, o hisse senedi doğru fiyatlandırılmıştır. (Bolak,1994:129).

Bu prosedür hisse senetlerinde satma ya da almayla ilgili karar vermede geniş çapta kullanılan bir yöntemdir. Pek çok sayıda menkul kıymet yöneticisi bu

prosedürü kullanır. Sonuçta yüksek fiyatlanmış hisse senetlerinin fiyatları, F / K oranlarının satış baskısıyla, düşük bir seviyede olabilecektir. Düşük fiyatlanmış hisse senetlerinin hem fiyatları hem de F / K oranları artmaya başlayacak ve doğru fiyatlanmış hisse senetlerinin fiyatlarında, değişikliğe neden olacak tutarlı bir satın alma ya da satma baskısı olmayacaktır. Piyasadaki baskıların hisse senedi fiyatlarını, gerçek değerlere yakın fiyatlarda tutma eğiliminin olduğu, temel analistlerin ortak düşüncesidir. (Baştürk,2002:77).

Şuana kadar açıkladığımız F / K oranını bulma yaklaşımı tüm borsanın bir şirket gibi değerlendirilmesi ile borsa açısından hesaplanabilmektedir. Bir diğer açıklanması gereken durum da, firmalara ait F / K oranları karşılaştırılarak, ucuz – pahalı kararı verilmesinde kullanılmaktadır. Genellikle uygulanan yaklaşım, bir grup firmanın ortalama F / K oranını hesaplayıp, buna göre firmaları karşılaştırmaktır.

Biraz önce belirttiğimiz bu tür yaklaşımların yetersizlikleri olabilir. Bunlardan bazıları : (Baştürk,2002:78).

- Ortalamalar genellikle çok büyük ya da küçük değerlerden etkilenmekte,
- Elde edilen F / K oranı subjektif bir değer olacaktır. Pazarın genel durumunun ucuz veya pahalı olması bu karşılaştırmayı anlamsız kılabilir,
- Firmaların özel durumları dikkate alınmalıdır,
- Negatif F / K oranı bulunduğu anda anlamsız bir değer elde edilmektedir,
- Firmaların çok değişken gelirle elde etmesi, F / K oranının sürekli değişmesine neden olmaktadır,

➤ Kazanç olarak ana dönemlerin mi, yoksa ara dönemlerin mi kullanılacağı açık değildir. Ayrıca bazı uzmanların net kar yerine faaliyet karını kullandıkları görülmektedir.

Bir firmanın kazancının tahmininden yola çıkarak uzmanın tecrübesine dayalı olarak, hisse senedinin gelecekteki fiyatı tahmin edilir. Yatırımın getirisi mevcut diğer yatırımlarla karşılaştırılarak, üstün tarafları belirlenir. Bu istatistiksel analiz ve kesin fiyatlamadan daha çok profesyonel uzmanlar tarafından kullanılan, sezgisel tipik bir modeldir. Tarihi trendler ve beklenenlerin ışığında, bir firmanın F / K oranının tahmin edilmesi, uzmanların yorumudur, yani o firmaya yatırım yapıldığında elde edilecek potansiyel getiriye belirleme çalışmalarıdır. (Baştürk,2002:78).

Unutmamak gerek ki hisse senetlerinin çoğunluğu piyasanın trendi doğrultusunda hareket eder. Bir hisse senedinin F/K oranı ve diğer finansal rasyoları ne kadar iyi ve bulunduğu sektör ne kadar karlı olursa olsun eğer piyasa düşüş trendindeyse o hisse senedi de değer kaybedecektir. (Şahin,1992:214).

5.4. İMKB VE DÜNYA BORSALARINDA GÖZLENEN FİYAT / KAZANÇ ORANI

Fiyat / Kazanç oranı modelinin tanımına ve dayandığı varsayımlara geçmeden, Dünya ve Türkiye borsalarında Fiyat / Kazanç oranı yaklaşımı ile ilgili çalışmaları incelemeliyiz.

5.4.1. İMKB VE DÜNYA BORSALARI

Günümüzde gelişmiş ülkeler başta olmak üzere dünyanın birçok yöresinde çeşitli büyüklük ve özellikte borsalar vardır. Menkul kıymetler borsalarının bazı özellikleri dikkate alınarak iki şekilde sınıflandırma yapılabilir:

- Gelişmiş Borsalar,
- Gelişmekte Olan Borsalar

Gelişmiş Borsalar, sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren, uluslararası finans piyasasını oluşturan büyük borsalardır. Özellikle ABD, Avrupa ve Uzakdoğu borsaları bu grup içinde yer alırken, borsaların büyüklüğü ve işlem hacmi gibi unsurlar da dikkate alınarak bazen gelişmekte olan borsalarda gelişmiş borsalar arasına alınmıştır.

Gelişmekte olan borsalar da gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren borsalardır. Özellikle son yıllarda bu borsalar giderek önem kazanmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bu borsalar arasında önemli bir yere sahiptir. Risk getiri analizleri açısından, gelişmekte olan ülkelerin yüksek riske sebebiyet veren değişik bir yapıya sahip olduğu ortaya konmuştur. (Karan,2001:35).

Birçok gelişmiş piyasa, yapısal düzenlemelerin geniş tabanlı yatırımcı güvenine ve rekabetçi piyasaya kolaylık sağladığı; likiditasyon ve alım-satım faaliyetlerinin artmasına uygun, piyasanın geniş, özel sektörün ekonomiye hâkim olduğu, bilginin kolaylıkla sağlanabildiği; kamuyu aydınlatma kuralına ilişkin standartların yüksek olduğu bir yapıya sahiptir. Diğer taraftan gelişmekte olan piyasaların özellikleri birbirinden farklılık göstermektedir. Feldman ve Kumar gelişmekte olan piyasaları dört grup altında toplamaktadır. (Baştürk,2002:90-91). Birinci grup, gelişmelerin ilk aşamalarında bulunan, çok az sayıda şirketin kote edildiği, piyasa değeri ve likiditenin düşük, yoğunlaşma ve oynaklığın ise yüksek olduğu ve göreceli olarak tam teşekkül etmemiş yapısal düzenlemelere sahip piyasalardan oluşur. (Ugan,1997:59).

İkinci gruptaki piyasalarda, likidite yüksek ve kote edilen şirket sayısı daha fazladır. Yabancı yatırımcılar bu ülkelerdeki yatırım olanaklarının farkında olmasına rağmen, yabancı yatırımların miktarı düşük kalmaktadır. Hisse senedi piyasası ekonomiye nazaran küçüktür, ancak şirketler artan bir hızla hisse senedi yoluyla finanse edilmektedir. Türkiye bu grubun örnek ülkelerindendir. (Ugan,1997:59).

Üçüncü gruba dâhil piyasalarda, getiriler daha az dalgalanmakta, alım – satım aktiviteleri ve piyasaya arz edilen hisse senedi adedi hızla artmakta, toplam piyasa değeri önemli ölçülerde genişlemekte ve riskin transferine ilişkin mekanizmaların geliştirilmesine yönelik daha fazla ilgi bulunmaktadır. (Ugan,1997:59).

Dördüncü grup piyasalar likiditenin ve alım – satım faaliyetlerinin çok yüksek olduğu, piyasa genişliğinin önemli bir dereceye ulaştığı, hisse senedi risk primlerinin uluslararası rekabet düzeylerine yakın bulunduğu ülkeleri kapsar. (Ugan,1997:59).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 1986 yılında faaliyete geçmiş ve gelişmekte olan borsalar arasında önemli bir yere sahip olmuştur. 2004 yılı sonu itibariyle borsada 313 firma işlem görmektedir. Firmaların toplam piyasa değeri (kapitalizasyonu) 98.073 milyar dolar olup, borsa büyüklüğü ve borsada işlem gören şirketlere göre gelişmekte olan borsalar arasındadır.

İMKB faaliyete geçtiği 1986 tarihinden sonra sürekli gelişmiş, bölgesinde en önemli menkul kıymetler borsalarından biri olmuştur. İMKB’ nin piyasa değeri de zaman içinde artmış ve Türk şirketlerine önemli tutarlarda kaynak aktarmıştır. Ancak halen ülkemizde hisse senedi yatırımları istenilen seviyeye gelememiş ve finansal piyasalar içinde İMKB hak ettiği yere ulaşamamıştır. Bunun en önemli nedeni 1990’lı ve son yıllarda görülen siyasi ve ekonomik krizlerdir. Özellikle yüksek enflasyon, yatırımların hisse senedi piyasalarına aksamasını engellemektedir. Ülkemizde enflasyon tek haneli rakamlara düştüğünde sermaye piyasasının çok önemli bir gelişme yaşayacağı beklenmektedir.

İMKB için yapılmış çalışmaların sayısı son yıllarda giderek artmakta, bulunan sonuçlar ile diğer borsalarda bulunanlar karşılaştırılmaktadır. Yapılan araştırmalar arasında haftanın günü, ay, tatil etkileri, ay içi etkiler gibi mevsimsel anomaliler yanı sıra firma büyüklüğü ve fiyat / kazanç oranı ve firmalara ait diğer oranlar yer almaktadır.

5.4.2. F / K ORANINA YÖNELİK YAPILAN ÇALIŞMALAR

Fiyat / Kazanç oranının tahminine yönelik yapılan bazı araştırmaları, Zor aşağıda kısaca özetlemiştir.

135 NYSE hisse senetleri üzerinde Fiyat / Kazanç oranlarını tahmin etmeye yönelik yapılmış çalışmada, aşağıdaki çoklu regresyon eşitliği elde edilmiştir. (Zor, 2003: 63–64).

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = 8.2 + 1.5 g + 0.067 \pi - 0.2 \sigma$$

g = Kazançlardaki Büyüme Oranı

π = Temettü Ödeme Oranı

σ = Geçmiş Kazançlardaki Büyüme Oranının Standart Sapması (risk)

Elde edilen çoklu regresyon eşitliğinde her bir değişkenin katsayıları ve işaretleri, F/K oranı üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır. İşaretlere bakılarak daha büyüme oranı, daha yüksek temettü ve daha düşük riskin daha yüksek F/K oranının göstergeleri olduğunu söylenebilir. (Zor, 2003: 63).

1961 – 1965 yılları için hisse senetlerine ait büyüme oranı (g), temettü ödeme oranı (π) ve beta katsayılarını (β) kullanarak F/K oranını belirlemeye yönelik aşağıdaki regresyon eşitlikleri elde edilmiştir. (Zor, 2003: 63–64).

<u>Yıl</u>	<u>Regresyon Eşitliği</u>	<u>R²</u>
1961	$F / K = 4,73 + 3,28 g + 2,05 \pi - 0,85 \beta$	0,70
1962	$F / K = 11,06 + 1,75g + 0,78\pi - 1,61 \beta$	0,70
1963	$F / K = 2,94 + 2,55 g + 7,62 \pi - 0,27 \beta$	0,75
1964	$F / K = 6,71 + 2,05 g + 5,23 \pi - 0,89 \beta$	0,75
1965	$F / K = 0,96 + 2,74 g + 5,01 \pi - 0,35 \beta$	0,85

NYSE ve AMEX işletmelerinin 1987 – 1991 yıllarına ait verilerini kullanarak her yıl için aşağıdaki regresyon eşitlikleri elde edilmiştir. (Zor, 2003: 63–64).

<u>Yıl</u>	<u>Regresyon Eşitliği</u>	<u>R²</u>
1987	$F / K = 7,1839 + 13,05 \pi - 0,6259 \beta + 6,5659 g$	0,9287
1988	$F / K = 2,5848 + 29,91 \pi - 4,5157 \beta + 19,9143 g$	0,9465
1989	$F / K = 4,6122 + 59,74 \pi - 0,7546 \beta + 9,0072 g$	0,5613
1990	$F / K = 3,5955 + 10,88 \pi - 0,2801 \beta + 5,4573 g$	0,3497
1991	$F / K = 2,7711 + 22,89 \pi - 0,1326 \beta + 13,8653 g$	0,3217

Eşitliklerde yer alan F/K yıl sonunda ki piyasa değeri / hisse başına kazanç oranını (tüm negatif kazançlı işletmeler örnekleminden çıkarılmıştır), π yıl sonundaki temettü ödeme oranını, g önceki beş yıl üzerinden hesaplanan karlardaki büyüme oranını, β ise önceki beş yıllık getiriler kullanılarak hesaplanan hisse senetlerine ait riski ifade etmektedir. (Zor, 2003: 63–64).

1961–1965 yılları arasında yapılan araştırmada F/K oranındaki değişmelerin; net kar, uzun dönemdeki büyüme oranı, karlardaki konjonktürel değişmeler, temettü dağıtım oranı ve finansal kaldıraçtaki değişmeler ile açıklanabileceği öne sürülmektedir. 1987–1991 yılları arasında yapılan araştırmada ise F/K oranını büyüme oranı, temettü ödeme oranı, hisse senedinin likiditesi, hisse senedinin betası, fiyat değişkenliği ve firma etkilerinin fonksiyonu olarak formüle edilmiştir. Araştırmalar sonucunda F/K oranını en çok etkileyen bağımsız değişkenin, modele direkt olarak dâhil edilmemiş faktörlerin ölçüsü olan, firma etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. (Zor, 2003: 64).

Yukarıda açıklanan çalışmalarda da görüldüğü üzere F/K oranını açıklayan en önemli değişkenler, kazançlardaki büyüme oranı, temettü ödeme oranı ve farklı şekillerde hesaplanan risk olmaktadır. Bu sonuçlar, F/K oranlarının büyüme ve temettü ödeme oranlarının artan, riskin ise azalan bir fonksiyonu olduğunu kanıtlamaktadır. Diğer bir ifadeyle büyüme ve temettü ödeme oranlarındaki artış F/K oranını yükseltirken, riskteki artış F/K oranını düşürmektedir.

BÖLÜM 4

FİYAT / KAZANÇ ORANININ İMKB’DE İŞLEM GÖREN HİSSE SENEDLERİNDE UYGULANMASI

1.GENEL AÇIKLAMA

Bu çalışmanın konusunu ilgilendiren kavramlar ve bunlar arasındaki ilişkiler birinci ve ikinci bölümde tanımlandıktan sonra, üçüncü bölümde Temel Analizde Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve bu yöntemlerden Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi ayrıntılı olarak incelenmiştir. Son olarak bu bölümde işletmelerin piyasa performansını saptama bakımından, karşılaştırma yapılabilmesi için diğer Fiyat / Kazanç Oranları kullanılarak; İşletmenin Fiyat / Kazanç Oranı, sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranı ile karşılaştırılıp, şirket performansının genel olarak, piyasa performansının üstünde veya altında bir eğilime sahip olup olmadığı, 1992 yılı öncesinde borsaya kote olmuş İMKB 100 endeksinde 1992.01 – 2004.06 dönemleri arasında incelenmiştir. 1986 yılında faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda yatırımcıların en önem verdiği temel analiz yöntemi “Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi” ‘dir. Ancak gözlemlenen bir diğer husus ise her hisse senedinin Fiyat / Kazanç oranının uzun dönemde piyasanın ortalama Fiyat / Kazanç oranına nazaran historik bir prim veya ıskonto oranı ile işlem gördüğüdür. Yani kimi hisseler sürekli olarak piyasaya Fiyat / Kazanç oranı ortalamasından daha düşük bir Fiyat / Kazanç oranı ile işlem görürken bazı hisseler ise daha yüksek bir Fiyat / Kazanç oranı ile işlem görmektedirler.

Tezimizin konusunu oluşturan alım – satım modeli işte bu historik prim veya ıskonto oranını bularak hisse senedinin Fiyat / Kazanç oranını, piyasanın ortalama Fiyat / Kazanç oranına bağlı bir değişken olarak, hesaplayabilmeyi amaçlamaktadır. İMKB’ de işlem gören hisse senetlerinin fiyat hareketlerinin uzun vadede temel göstergelere bağlı olarak değiştiğini kabul ederek kısa vadeli dalgalanmalar üzerinde karı maksimize etmek amaçlanmıştır. Karar mekanizması, hisse senedi ve sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranlarındaki değişim üzerine kurulmuştur.

2.ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışmada temel amaç, 1992 yılı öncesinde borsaya kote olmuş İMKB 100 endeksinde 1992.01 – 2004.06 dönemleri arasında işlem gören hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranları ile bu hisse senetlerinin bulunduğu sektörlerin ortalama Fiyat / Kazanç oranlarının karşılaştırılması ve bu karşılaştırma sonucunda ortaya çıkan historik prim veya iskonto ile işlem gördüğü varsayımına dayanarak hisse senetlerinin test edilmesidir. Bu çerçevede belirlenen alt amaçlar şunlardır:

- Seçilen hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranlarını ve sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranını belirlememek,
- Hisse senedinin Fiyat / Kazanç oranı ile sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranını karşılaştırmak,
- Sonuçları, işletmelerin değeri ve yatırımcıların davranışları çerçevesinde test etmektir.

Çalışmamızın önemi ise, hisse senedinin Fiyat / Kazanç oranı ile sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranının karşılaştırması sonucunda hisse senedi değerinin belirlenmesinde ortaya çıkacak sonuçlar Fiyat / Kazanç Oranının yatırımcılara yön gösterecek bir analiz olup olmadığının belirlenecek olmasıdır.

3.İŞLETMELERİN SEÇİMİ VE VERİLERİ

İMKB–100 başlığı altında faaliyette bulunan, düzenli ve kesintisiz verileri elde edilen şirketlerin hisse senetleri gerçek değeri için, Fiyat / Kazanç Oranı ile incelediğimiz çalışmamızda işletmelerin seçiminde, literatürde birçok yazarın kullandığı gibi uluslararası ve ulusal işletme ayrımı yapılmamıştır.

Sonuçta,

- İMKB–100’ de işlem gören,
- 1992 yılı öncesi İMKB’ ye kote olmuş,

➤ 1992.01 – 2004.06 dönemleri arasında kesintisiz ve sağlıklı verileri bulunan tüm işletmeler uygulamalara dâhil edilmiştir. Bu basit kriterlere göre seçilen şirketler aşağıda sıralanmıştır.

ADANA ÇİMENTO (A)	GLOBAL YAT. HOLDİNG
ADANA ÇİMENTO (C)	HÜRRİYET GZT.
AKBANK	İŞ BANKASI (C)
AKSA	İZMİR DEMİR ÇELİK
ALARKO HOLDİNG	KARTONSAN
ALCATEL TELETAS	KOÇ HOLDİNG
ARÇELİK	MARMARİS MARTI
ASELSAN	MİGROS
AYGAZ	NET HOLDİNG
BANVİT	NET TURİZM
BEKO ELEKTRONİK	PETKİM
BOLU ÇİMENTO	PETROL OFİSİ
BRİSA	PINAR SÜT
ÇİMSA	ŞİŞE CAM
DEVA HOLDİNG	T.DEMİR DÖKÜM
DIŞBANK	T.S.K.B.
DOĞUSAN	TEKSTİLBANK
DÖKTAŞ	TİRE KUTSAN
ECZACIBAŞI İLAÇ	TOFAŞ OTO. FAB.
ECZACIBAŞI YATIRIM	TRAKYA CAM
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	TÜPRAŞ
FİNANSBANK	TÜRK HAVA YOLLARI
FORD OTOSAN	VESTEL
GARANTİ BANKASI	YAPI VE KREDİ BANKASI
GİMA	

Şirketler her üç aylık dönemde bilânço karlarını açıkladıkları için hisse başına kar rakamı her üç ayda bir güncelleştirilmektedir. Örneğin altıncı ay sonu kar rakamı açıklandığında;

Son bir yıllık dönem karı = Bu yılın ilk altı ay karı + Önceki yıl sonu karı – Önceki yılın ilk altı ay karı

Bir sonraki üç aylık dönem karı açıklanana kadar hisse başına kar aynı kalmakta, hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı, hisse senedi fiyatında meydana gelen günlük dalgalanmalardan dolayı değişmektedir.

Hesaplamalarda kullanılan şirketlerin hisse senetlerinin aylık dağıtılabilir Net Kar, Hisse Senedi Sayısı, Hisse Senedi Fiyatı Verileri ve Hisse Senetlerinin Ortalama Getirileri 1992.01 – 2004.06 tarihleri arasında dikkate alınarak İMKB'nin internet sitesindeki veri tabanından sağlanmıştır. Tüm veriler 1991.12 tarihi itibarıyla 100' e endekslenmiştir.

4. ARAŞTIRMADA KULLANILACAK MODELLER

Araştırmamızda yer alan 49 şirketin aylık Fiyat / Kazanç Oranı hesaplanmıştır. Daha sonra sektörlerin ortalama Fiyat / Kazanç Oranı da hesaplanarak listelenmiştir. Çıkış noktamız, her hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranının sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranına göre historik bir prim veya ıskonto ile işlem gördüğü varsayımına dayandığından dolayı bu prim ve ıskontonun ve katsayının hesaplanabilmesi için, regresyon analizi yoluna başvurulmuştur. Bu durumda basit doğrusal regresyon formülü;

$$Y = a + b x$$

Y = Hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı

x = Sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranı

b = Bağımsız değişken katsayısı

a = Sabit (Prim ve ıskonto) şeklinde olacaktır.

Her hisse senedi için aylık Fiyat / Kazanç Oranları, ortalama sektör Fiyat / Kazanç Oranları Excel programı ile regresyon sonuçları SPSS programı vasıtasıyla bulunmuştur. Her hisse senedi için yapılan regresyon analizi % 5 anlamlılık derecesinde test edilmiş ve 49 hisse senedinden on altısını da t testi kullanılamaz sonucunu vermiştir. Diğer tüm hisse senetleri için test sonuçları olumludur.

Daha sonra oluşturduğumuz basit doğrusal regresyon modeli formülü kullanılarak hisse senedinin olması gereken Fiyat / Kazanç Oranları her ay için elde edilmiştir. Hesaplanan bu oranlar ile gerçekleşen Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapma bulunmuştur.

Sapma rakamının “negatif” olması hisse senedinin cari Fiyat / Kazanç Oranının regresyon formülüne göre hesaplanan (olması gereken) Fiyat / Kazanç Oranından düşük olduğu, bunun sonucunda hisse senedinin aşırı satışa uğradığını ve alıma uygun olduğunu göstermektedir. Sapma rakamının “pozitif” olması ise hisse senedinin aşırı alıma uğradığını ve satışa uygun olduğunu göstermektedir.

Araştırmamızda kullandığımız bu modele göre yatırımcılar alım – satım kararı vermek durumunda iseler, hesaplanan sapmanın negatif olması durumunda hisse senedinin piyasadan düşük değeriyle olduğu sonucu görür ve hisse senedi alma kararı verir. Hesaplanan sapmanın pozitif olması durumunda ise hisse senedi fiyatının piyasa tarafından yüksek değeriyle olduğu sonucu görür ve hisse senedini satma kararı verir.

Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus diğer her türlü yatırım alternatifinden bağımsız olarak sadece hisse senedi bileşik endeksinin (hisse senedi piyasası ortalamasının) üzerinde bir performansın amaçlanmasıdır. Bu nedenle hisse senetlerinin ortalama bileşik getirileri TL bazında hesaplanmış, karar mekanizmasının anlamlılığı test edilmiştir.

5.ARAŞTIRMA SONUÇLARI

Deneyisel çalışma sonuçları iki farklı başlık altında incelenecektir. Bunlar sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- Sektörün Ortalama F/K oranındaki değişimin firmanın F/K Oranında ki değişmeye etkisi
- F/K Oranındaki sapmanın hisse senedinin Ortalama Getirisi üzerindeki etkisi

Bu başlıklar altında yapılan ekonometrik hesaplama sonuçları tablo haline getirilerek yorumlanmaya çalışılmıştır. Elde edilen katsayıların yorumlanmasında t testi kullanılmıştır. Bu noktada, t testi kavramı kısaca açıklandıktan sonra hesaplama sonuçları değerlendirilecektir.

t-testi: En basit şekliyle, sektör F/K oranındaki değişimin firmanın F/K oranındaki değişmeye etkisini gösteren katsayının anlamlılık testidir. Temel hipotezler en yalın şekliyle aşağıdaki gibi kurulur.

$$H_0: \beta_i = 0$$

$$H_0: \beta_i \neq 0$$

t-testi sonuçlarının anlamlı olması H_0 hipotezinin reddini gerektirir. Bu durumda katsayılar sıfırdan farklıdır ve anlamlıdır.

5.1. SEKTÖRÜN ORTALAMA F / K ORANINDAKİ DEĞİŞMENİN FİRMANIN F/K ORANINDA Kİ DEĞİŞMEYE ETKİSİ

Bu bölümde, Hisse senetlerinin bulunduğu sektörün Fiyat / Kazanç Oranlarındaki değişmelerin, firmaların hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranları üzerindeki etkisi 1992.06 ve 2004.06 tarihleri arasında aylık olarak incelenmiştir.

EK-1’de ki sonuçlara göre, tezimizin konusunu oluşturan hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç oranının uzun dönemde sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranına nazaran historik bir prim veya ıskonto oranı ile işlem gördüğüdür. Yani kimi hisseler sürekli olarak sektörün Fiyat / Kazanç oranı ortalamasından daha düşük bir Fiyat/Kazanç oranı ile işlem görürken bazı hisseler ise daha yüksek bir Fiyat / Kazanç oranı ile işlem görmektedirler. Bu sonuç bizim çıkış noktamız olup oluşturduğumuz modelin temelini oluşturmaktadır.

EK-2’de ki sonuçlara göre, her şirketin Fiyat / Kazanç Oranı’nın, sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranı’na bağlı bir değişken olarak hesaplanabileceği varsayımına dayanarak geliştirilen basit doğrusal regresyon modeli kırk dokuz hisse senedine uygulanmış ve regresyon formülleri oluşturulmuştur. Bu hisse senetlerinden otuz üçünün b katsayıları t testi sonuçlarına göre %5 ve % 10 düzeyinde anlamlı olup katsayılar güvenilir değerler içermektedir. Dolayısıyla regresyonumuz otuz üç hisse senedi için anlamlıdır ve tahminlerde kullanılabilir.

5.2.FİYAT/KAZANÇ ORANINDAKİ SAPMANIN HİSSE SENEDİNİN ORTALAMA GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Bu bölümde, Hisse senetlerine uygulanan model sonucunda elde edilen sapmanın hisse senetlerinin ortalama bileşik getirileri üzerindeki etkisi 1992.06 ve 2004.06 tarihleri arasında aylık olarak incelenmiştir.

Tezimizde ele alınan 49 hisse senedinin ortalama bileşik getirileri İMKB internet veri bankası aracılığıyla bulunmuş ve hisse senetleri sektörlere göre sıralanarak ortalama bileşik getiri sonuçları, geliştirdiğimiz model sonucu bulunan b katsayısı ile % 5 ve % 10 anlam aralığında test edilmiştir ve EK-3’ gösterilmiştir. Bu test sonucunda sektör ortalamasının duyarlılığını gösteren b katsayıları dört hisse senedi hariç pozitif değerler içermektedir. Aynı tabloda, b katsayısının anlamlı olduğu hisse senetleri ortalama bileşik getirinin üzerinde bir getiri sağladığını göstermektedir. Yani geliştirilen alım – satım modeline göre alım – satım yapan bir

yatırımcı hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiri sağlamayı başarmıştır.

Ayrıca Tablo 4.1. de ki sonuçlara göre, modelin uygulandığı hisse senetlerinin sektör bazında yüzdesel anlamlılığını içermektedir. Bu oranların teknoloji sektörü için hepsi % 5 düzeyinde anlamlıdır ve katsayılar güvenilir değerler içermektedir. Burada teknoloji sektöründe bulunan şirketlerin Fiyat / Kazanç Oranlarının sürekli bir değişim gösterdiğini ve hisse senetlerinin yatırım açısından uygun olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.1. F/K Oranındaki Sapmanın Sektörlerin Ortalama Getirisi Üzerindeki Etkisi

SEKTÖRLER	ŞİRKET SAYISI	ANLAMLI	%
SİNAİ	28	16	57,14
MALİ	14	11	78,57
HİZMET	5	4	80
TEKNOLOJİ	2	2	100

Aynı şekilde mali ve hizmet sektörlerindeki şirketlerinin ortalama bileşik getirileri yüzde seksen civarında % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz.

Son olarak Ek-3’ de görüleceği gibi sınaî sektörü içerisinde duyarlılık analizi yapılan yirmi sekiz hisse senedinden on altısı % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlıdır. Burada bulunan Bolu Çimento (C), Deva Holding, Ford Otosan ve İzmir Demirçelik hisse senetlerinin ortalama getirileri % 10 düzeyinde duyarlıdır. Geriye kalan on iki şirket % 5 düzeyinde duyarlıdır ve katsayılar güvenilir değerler içermektedir. Ancak Tablo 4.1. de görüleceği gibi teknoloji, mali ve hizmet sektörlerinin tersine sınaî sektöründe bulunan hisse senetlerinin anlamlılık düzeyi çok düşüktür. Bunun sebebi sektörler arasındaki farklılıklar olabilir. Bilindiği gibi

sınaî sektörü üretim bazlı bir yaklaşımdır ve borsanın da fiyatlar aracılığıyla bunu değerlendirdiği şeklinde düşünülebilir.

5.3.MODELİN BAZI HİSSE SENETLERİ İÇİN ALIM – SATIM KARARLARINDA KULLANILMASI

Geliştirdiğimiz model bazı hisse senetleri için alım – satım kararlarında kullanılmıştır. Rasgele seçtiğimiz beş hisse senedi (Adana Çimento (A), Alarko Holding, Aselsan, Marmaris Martı ve Trakya Cam) için yatırımcı sapma eksi iken alım yapmış, sapma artı ‘ya geçtiğinde ise satım yapmıştır.

Rasgele seçilen beş hisse senedinin basit doğrusal regresyon formülleri şu şekilde olacaktır:

Tablo 4.2. Alım – Satım Kararlarında Kullanılan Hisse Senetleri

ŞİRKETLER	a	b	t DEĞERİ	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
ADANA ÇİMENTO (A)	18,734	0,077	3,9212	$Y = 18,734 + 0,077 X$
ALARKO HOLDİNG	12,081	0,675	4,9163	$Y = 12,081 + 0,675 X$
ASELSAN	18,328	0,395	8,0138	$Y = 18,328 + 0,395 X$
MARMARİS MARTI	24,295	0,091	2,6089	$Y = 24,295 + 0,091 X$
TRAKYA CAM	21,741	0,236	10,0993	$Y = 21,741 + 0,236 X$

* % 5 güven sınırları içerisinde teorik t değeri 1,96’ dır.

Seçtiğimiz bu beş hisse senedinin hesaplanan t değerleri teorik t değerinden büyüktür. Dolayısıyla regresyonumuz anlamlıdır ve tahminlerde kullanılabilir.

5.3.1. ADANA ÇİMENTO (A)

06.2000 tarihinde ADANA (A) hisse senedinin fiili Fiyat / Kazanç Oranının, regresyon formülü ile hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç

Oranından %49 oranında saptığını gören yatırımcı hisse senedinin aşırı değerlenmiş olduğundan hareketle 1 birim ADANA (A) hisse senedini satma kararı verir. ADANA (A) 1 birim hisse senedi fiyatı 06.2000 tarihinde 9.500- TL'dir.

06.2000 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 44,84
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 22,65
Sapma	: %49

Yatırımcı maksimum kar elde etmek için, ADANA (A) hisse senedinin Fiili Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapmanın negatif olmasını, yani hisse senedinin düşük değerlenmiş olmasını bekleyecektir. Bunun için 06.2000 tarihinden itibaren ADANA (A) hisse senedinin sapmasını hesaplayıp takip etmek zorundadır.

09.2000 tarihinde sapmanın % 21 ' e düştüğünü gören yatırımcı ADANA (A) hisse senedinin yeterince düşük değerlenmiş olduğuna kanaat getirecek ve 1 birim ADANA (A) hisse senedi alacaktır.

09.2000 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 17,35
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 21,95
Sapma	: – %21

Modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcının elde ettiği kar:

06.2000 tarihinde sapma % 49 iken 1 birim satış	: 9.500-TL
09.2000 tarihinde sapma – %21 iken 1 birim satış	: -7.000-TL
Kar (Zarar)	: 2.500-TL
Kar (Zarar) %	: % 26,31
Hisse Senedinin Ortalama Bileşik Getirisi	: % 3,28

Anlaşılabacağı gibi modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı bu örnekte hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiri elde etmeyi başarmıştır.

5.3.2. ALARKO HOLDİNG

06.2000 tarihinde ALARKO hisse senedinin fiili Fiyat / Kazanç Oranının, regresyon formülü ile hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranından %11 oranında saptığını gören yatırımcı hisse senedinin aşırı değerlenmiş olduğundan hareketle 1 birim ALARKO hisse senedini satma kararı verir. ALARKO 1 birim hisse senedi fiyatı 06.2000 tarihinde 29.500- TL'dir.

06.2000 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 54,11
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 48,21
Sapma	: %11

Yatırımcı maksimum kar elde etmek için, ALARKO hisse senedinin Fiili Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapmanın negatif olmasını, yani hisse senedinin düşük değerlenmiş olmasını bekleyecektir. Bunun için 06.2000 tarihinden itibaren ALARKO hisse senedinin sapmasını hesaplayıp takip etmek zorundadır.

09.2000 tarihinde sapmanın % 12 ' e düştüğünü gören yatırımcı ALARKO hisse senedinin yeterince düşük değerlenmiş olduğuna kanaat getirecek ve 1 birim ALARKO hisse senedi alacaktır.

09.2000 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 23,16
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 26,37
Sapma	: – %12

Modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcının elde ettiği kar:

06.2000 tarihinde sapma % 11 iken 1 birim satış	: 29.500-TL
09.2000 tarihinde sapma – %12 iken 1 birim satış	: -22.750-TL
Kar (Zarar)	: 6.750-TL
Kar (Zarar) %	: % 22,88
Hisse Senedinin Ortalama Bileşik Getirisi	: % 4,86

Anlaşılacağı gibi modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı bu örnekte hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiriyi elde etmeyi başarmıştır.

5.3.3. ASELSAN

02.2002 tarihinde ASELSAN hisse senedinin fiili Fiyat / Kazanç Oranının, regresyon formülü ile hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranından %18 oranında saptığını gören yatırımcı hisse senedinin aşırı değerlenmiş olduğundan hareketle 1 birim ASELSAN hisse senedini satma kararı verir. ASELSAN 1 birim hisse senedi fiyatı 02.2002 tarihinde 19.250- TL’dir.

02.2002 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 25,35
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 20,79
Sapma	: %18

Yatırımcı maksimum kar elde etmek için, ASELSAN hisse senedinin Fiili Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapmanın negatif olmasını, yani hisse senedinin düşük değerlenmiş olmasını bekleyecektir. Bunun için 02.2002 tarihinden itibaren ASELSAN hisse senedinin sapmasını hesaplayıp takip etmek zorundadır.

03.2003 tarihinde sapmanın % 31 ‘ e düştüğünü gören yatırımcı ASELSAN hisse senedinin yeterince düşük değerlenmiş olduğuna kanaat getirecek ve 1 birim ASELSAN hisse senedi alacaktır.

03.2003 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 17,66
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 25,48
Sapma	: – %31

Modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcının elde ettiği kar:

02.2002 tarihinde sapma % 18 iken 1 birim satış	: 19.250-TL
03.2003 tarihinde sapma – %31 iken 1 birim satış	: -11.750-TL
Kar (Zarar)	: 7.500-TL
Kar (Zarar) %	: % 38,96
Hisse Senedinin Ortalama Bileşik Getirisi	: % 4,88

Anlaşılabacağı gibi modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı bu örnekte hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiri elde etmeyi başarmıştır.

5.3.4. MARMARİS MARTI

10.2003 tarihinde MARMARİS MARTI hisse senedinin fiili Fiyat / Kazanç Oranının, regresyon formülü ile hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranından %13 oranında saptığını gören yatırımcı hisse senedinin aşırı değerlenmiş olduğundan hareketle 1 birim MARMARİS MARTI hisse senedini satma kararı verir. MARMARİS MARTI'nın 1 birim hisse senedi fiyatı 10.2003 tarihinde 1550-TL'dir.

10.2003 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 30,29
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 26,29
Sapma	: % 13

Yatırımcı maksimum kar elde etmek için, MARMARİS MARTI hisse senedinin Fiili Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapmanın negatif olmasını, yani hisse senedinin düşük değerlenmiş

olmasını bekleyecektir. Bunun için 10.2003 tarihinden itibaren MARMARİS MARTI hisse senedinin sapmasını hesaplayıp takip etmek zorundadır.

12.2003 tarihinde sapmanın %36'ya düştüğünü gören yatırımcı MARMARİS MARTI hisse senedinin yeterince düşük değeriyle olduğu kanaat getirecek ve 1 birim MARMARİS MARTI hisse senedi alacaktır.

12.2003 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 16,61
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 26,14
Sapma	: – %36

Modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcının elde ettiği kar:

10.2003 tarihinde sapma % iken 1 birim satış	: 1.550 -TL
12.2003 tarihinde sapma – % iken 1 birim satış	: - 850 -TL
Kar (Zarar)	: 700 -TL
Kar (Zarar) %	: % 45,16
Hisse Senedinin Ortalama Bileşik Getirisi	: % 4,15

Anlaşılabileceği gibi modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı bu örnekte hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiri elde etmeyi başarmıştır.

5.3.5. TRAKYA CAM

04.2001 tarihinde TRAKYA CAM hisse senedinin fiili Fiyat / Kazanç Oranının, regresyon formülü ile hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranından % 17 oranında saptığını gören yatırımcı hisse senedinin aşırı değeriyle olduğundan hareketle 1 birim TRAKYA CAM hisse senedi satma kararı verir. TRAKYA CAM 1 birim hisse senedi fiyatı 04.2001 tarihinde 5.900- TL'dir.

04.2001 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 31,33
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 25,98
Sapma	: % 17

Yatırımcı maksimum kar elde etmek için, TRAKYA CAM hisse senedinin Fiili Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapmanın negatif olmasını, yani hisse senedinin düşük değeriyle olmasını bekleyecektir. Bunun için 04.2001 tarihinden itibaren TRAKYA CAM hisse senedinin sapmasını hesaplayıp takip etmek zorundadır.

06.2001 tarihinde sapmanın % 11'e düştüğünü gören yatırımcı TRAKYA CAM hisse senedinin yeterince düşük değeriyle olduğuna kanaat getirecek ve 1 birim TRAKYA CAM hisse senedi alacaktır.

06.2001 tarihinde Fiili Fiyat / Kazanç Oranı	: 21,77
Olması Gereken Fiyat / Kazanç Oranı	: 24,50
Sapma	: - % 11

Modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcının elde ettiği kar:

04.2001 tarihinde sapma % 17 iken 1 birim satış	: 5.900-TL
06.2001 tarihinde sapma – % 11 iken 1 birim satış	: -4.100-TL
Kar (Zarar)	: 1.800-TL
Kar (Zarar) %	: % 30,50
Hisse Senedinin Ortalama Bileşik Getirisi	: % 5,16

Anlaşılabileceği gibi modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı bu örnekte hisse senedinin ortalama getirisinin üzerinde bir getiri elde etmeyi başarmıştır.

Görüleceği gibi bu uygulama her hisse senedi için alım – satım modelinin uygulanabilir olduğunu göstermiştir.

SONUÇ

Hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahipleri elde etmeyi bekledikleri temettü geliri ve hisse senedinin piyasa değerinin artması ile oluşan sermaye kazancına erişebilmek için ilk önce doğru hisse senedinin belirlemeli ve bu hisse senedini en uygun zamanda satın almalıdır.

Özellikle borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin alım – satım amacı ile kullanılan ve yatırımcıların kendi düşüncelerine göre tercih ettikleri birçok teknik mevcuttur. Bu tekniklerinde kendilerine göre bazı avantaj ve dezavantajları vardır. Ancak bunlardan hiçbirisinin, şirketlerin hisse senetlerinin değerlendirilmesi konusunda optimum bir çözüm sağlayarak amaç olan karı elde etmede her zaman başarılı olduklarını söyleyemeyiz.

Bilindiği gibi hisse senetlerini değerlendirirken iki farklı görüşten yararlanılır. Bunlar Teknik Analiz ve Temel Analizdir.

Teknik Analiz’ de hisse senedi ile ilgili bilgiler sadece o hisse senedinin geçmişteki fiyatı ve işlem hacmidir. Teknik Analizi benimseyen yatırımcılar, hisse senedi değerlemesi ile ilgili verilerin ve bilgilerin yatırımcılar tarafından dikkate alınmadığını, zaten cari fiyatında bu bilgileri yansıttığını ileri sürerler. Onlara göre hisse senedi fiyatları arasında bir bağımlılık vardır ve bu nedenle fiyat trendleri zaman içinde kendilerini tekrarlamaktadır. Böylece bu fiyat trendlerini inceleyerek gelecekteki fiyatları tahmin etmekte mümkündür. Bunun içinde grafiklerden de yararlanılır.

En önemlisi Teknik Analiz herhangi bir teorik temele dayanmamaktadır. Teknik analiz karşıtları fiyatların hafızalarının olmadığını, fiyat hareketlerinin her zaman geçmişteki özellikleri göstermeyeceğini söylemişlerdir. Ayrıca A.B.D’ de yapılan çalışmalar Teknik Analizin ileri sürdüğü mekanik işlem kurallarının çok karlı sonuçlar vermediğini ortaya koymuştur. Yani bu yöntemde yatırımcının senedin fiyatını başka bir alternatif ile karşılaştırma imkânı yoktur. Ayrıca şirketin ne kadar

karlı olduğuna, senedin bu fiyatının karı gösterip göstermediğine ve aynı sektörde bulunan şirketlerin senetlerinin karına göre fiyatının ne olduğuna bakılmaz. Buna rağmen Teknik Analiz yöntemi borsada sıklıkla kullanılan analiz yöntemlerinden biridir.

Temel Analiz, bir hisse senedinin beklenen getiri ve riski tahmin etmek için o hisse senedi ve ait olduğu firma hakkındaki her türlü bilginin değerlendirilmesi ile ilgili bir yöntemdir. Temel Analiz yöntemi ana hatları ile şirket bilançosunda ki rakamlar kullanılarak elde edilen oranlara dayanır. Bu yöntem hisse senedinin gerçek değerinin hesaplanması işlemidir. Bu analiz yönteminde ilk önce ülke ekonomisi, sonra firmanın dâhil olduğu endüstri ve sonunda da firma ile ilgili bilgiler incelenir ve değerlendirilir. Hisse senedinin gerçek değeri bulununca bu piyasa fiyatı ile karşılaştırılır ve hisse senedinin düşük ya da aşırı değerlendirilmiş olup olmadığı belirlenir.

Temel Analiz, büyük ölçüde hisse senedi ve onu ihraç etmiş kuruluş ile ilgili kamuya açıklanan ya da açıklanmayan bilgilerden oluşur.

Türkiye gibi sermaye piyasası henüz tam olarak gelişmemiş ülkelerde yatırımcıların menkul değerlere yatırım, risk ve karlılık konusundaki bilgileri yeterli düzeyde bulunmamakla beraber teknik bilgi seviyesi sınırlı düzeyde kalmaktadır.

Bu koşullar altında tasarruf sahipleri yatırım yaparken daha çok Temel Analize ve Temel Analiz'in de Fiyat / Kazanç Oranı Yaklaşımı adı verilen değerlendirme yöntemini kullanmaktadırlar. Tezimizin konusu oluşturan aynı zaman da karar mekanizmasının, Fiyat / Kazanç Oranı ve Fiyat / Kazanç Oranındaki değişimler olması bu değerlendirme yönteminin diğerlerine göre daha çok kullanılmasından ve kullanımının basit olmasından kaynaklanmaktadır. Teknik Analizi esas çalışma alanı olarak belirlemeyişimin sebebi bu analizin teorik temellerinin zayıf olması ve Temel Analiz yönteminin sağlam bir teorik temele dayanmasındandır.

En son kapanış fiyatının hisse başına düşen net kar rakamına bölünmesi ile elde edilen Fiyat / Kazanç Oranı bir hisse senedinin, kazancının kaç katına satıldığını gösterir.

Genellikle hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı ile o hisse senedinin içinde bulunduğu sektörün Fiyat / Kazanç Oranı karşılaştırılır. Hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı ait olduğu sektörün Fiyat / Kazanç Oranına göre düşük ise hisse senedi düşük değerlendirilmiş yani alıma uygun bir durumdadır. Tam tersi olarak yüksek ise hisse senedi aşırı değerlendirilmiş yani satıma uygun bir durumdadır. Bu karşılaştırmalara ve elde edilen sonuçlara göre alım ya da satım kararı verilebilir. Görüleceği gibi Fiyat / Kazanç Oranının en üstün yönü hem Teknik Analiz hem de Temel Analiz'i birleştirmiş olmasıdır. Dolayısıyla yatırımcı bu oran ile yalnız başına fiyat hareketlerine ne de iki bilânço kaleminin birbirine bölünmesi ile bulunan oranlara bağlı kalır. Bu oranlar onların bir bileşkesidir. Bu yüzden Fiyat / Kazanç Oranını, Teknik ve Temel Analiz'in diğer oranlarından ayrı tutulması gerektiğini ve buna dayalı alım – satım kararlarında daha olumlu sonuçlar alınacağını belirtmek yanlış olmayacaktır.

Hisse senedinin piyasada işlem gören gerçek değerine göre ucuz ya da pahalı olup olmadığını bize gösteren bu yaklaşım, Fiyat / Kazanç Oranı'nı sektör ortalaması ile karşılaştırma noktasında yanıltıcı sonuçlar ortaya çıkarabilir. Çünkü bazı hisse senetleri sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranlarına göre sürekli olarak düşük veya sürekli olarak yüksek Fiyat / Kazanç Oranı ile işlem görmektedirler¹.

Bu durumda yapılması gereken her hisse senedinin kendi tarihsel gelişimine dikkat ederek Fiyat / Kazanç Oranı'nın seyrini incelemek gerekmektedir. Yani bu şekilde Fiyat / Kazanç Oranı'nın statik olarak değil de dinamik bir şekilde kullanımına olanak sağlamaktır. Bu durumda bir hisse senedine yatırım yapmak için o hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranlarının gelişimi bir süre incelenir ve kendi spesifik değer alışlarına göre hisse senedinin düşük ya da aşırı değerlendirilmiş olduğu

¹ Ek-1 Hisse Senetlerinin F/K Oranlarının, Sektörün Ortalama F / K Oranlarıyla Karşılaştırılması

zamanlar tespit edilir. Tezimizde yer alan beş örnekte de bu uygulanmış, örneğin hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı'nın aynı hisse senedinin geçmişteki Fiyat / Kazanç Oranlarından daha düşük olduğu yani genel piyasa ortalamasına göre hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı'nın oldukça düşük olduğu bir tarihte bir birim alınmıştır. Hisse senedinin Fiyat / Kazanç Oranı'nın aynı hisse senedinin diğer Fiyat / Kazanç Oranlarından daha yüksek değerlendirildiği, yani genel piyasa ortalamasına göre hesaplanan olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı'nın oldukça yüksek olduğu bir dönemde alınan bir birim satılmıştır. Bu işlem, açığa satışın hiçbir sınırlamaya tabi olmadığı varsayılarak önce satım sonra alım kararı verildiği takdirde de uygulama imkânı vardır.

Her şirketin Fiyat / Kazanç Oranı'nın, sektörün ortalama Fiyat / Kazanç Oranı'na bağlı bir değişken olarak hesaplanabileceği varsayımına dayanmak suretiyle geliştirdiğimiz regresyon analizi kullanılarak ele alınan kırk dokuz hisse senedine regresyon analizi uygulanmış ve yapılan analizi test etmek için t testi yapılmıştır. On altı hisse senedi hariç bütün örneklerde hesaplanan t değeri teorik t değerinden büyük çıktığından, regresyon anlamlıdır ve tahminlerde kullanılmaya elverişli olduğunu bize göstermektedir.

Daha sonra oluşturduğumuz basit doğrusal regresyon modeli formülü kullanılarak hisse senedinin olması gereken Fiyat / Kazanç Oranları her ay için elde edilmiştir. Hesaplanan bu oranlar ile gerçekleşen Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki sapma bulunmuştur. Araştırmamızda kullandığımız bu model sonucunda yatırımcılar alım – satım kararı vermek durumunda iseler, hesaplanan sapmanın negatif olması durumunda hisse senedinin piyasadan düşük değerlendirilmiş olduğu sonucu görür ve hisse senedi alma kararı verir. Hesaplanan sapmanın pozitif olması durumunda ise hisse senedi fiyatının piyasa tarafından yüksek değerlendirilmiş olduğunu sonucu görür ve hisse senedini satma kararı verir.

Buna ek olarak modelimizin uygulanabilirliğini test etmek için rasgele seçilen beş hisse senedi için alım – satım modeli uygulanmıştır. Sonuçta ele alınan beş hisse senedinde de maksimum kar elde edilmiştir. Örneklerimiz de görüleceği

gibi hisse senetlerinin kendi Fiyat / Kazanç Oranları'nın düşük ya da yüksek değer aldığı tarihlere (gerçekleşen Fiyat / Kazanç Oranı ile olması gereken Fiyat / Kazanç Oranı arasındaki yüzdesel sapmaya dikkat ederek) göre alım – satım işlemi yapılırken, bu işlem aynı tarihlerde hisse senetlerinin ortalama bileşik getirilerine de uygulanmış ve ikisi arasında bir karşılaştırma yapılmıştır. Ele alınan tüm örneklerde bu modeli kullanarak alım – satım kararı veren yatırımcı piyasa getirisinin üzerinde bir getiriye elde etmeyi başarmıştır.

Son olarak da tüm hisse senetleri bulundukları sektör itibarıyla ortalama bileşik getirilerinin duyarlılığı test edilmiş sektörler arasında farklılıklar bulunmuştur.

Sonuç da bütün analiz modelleri gibi bu sistemde kusursuz değildir ve alım – satım yöntemleri içerisinde optimum getiriye bu yöntemin sağladığını söylemek doğru olmayacaktır. Buna ek olarak tezimizdeki araştırma sonuçlarının ortaya çıkarılması süreci karmaşık metotlar bulundurduğundan el ile hesaplamalar yaparak Fiyat / Kazanç Oranı analizini gerçekleştirmenin oldukça zor olduğu ortadadır.

EKLER

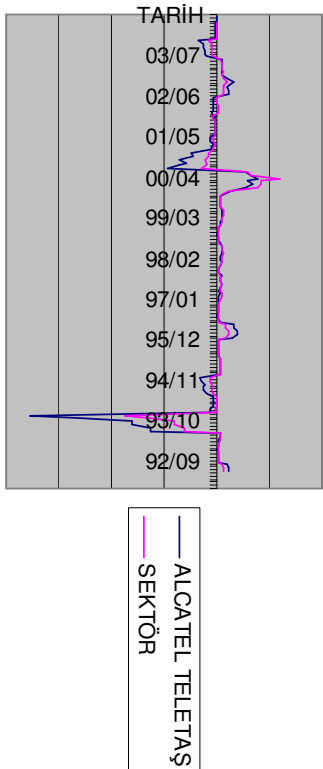
EK-1 HİSSE SENETLERİNİN F/K ORANLARININ, SEKTÖRÜN ORTALAMA F/K ORANLARIYLA KARŞILAŞTIRILMASI

EK-2 ELE ALINAN 49 HİSSE SENEDİNİN 06.1992 – 06.2004 TARİHLERİ ARASI VERİLERİ İTİBARIYLA REGRESYON SONUÇLARI VE BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLLERİ

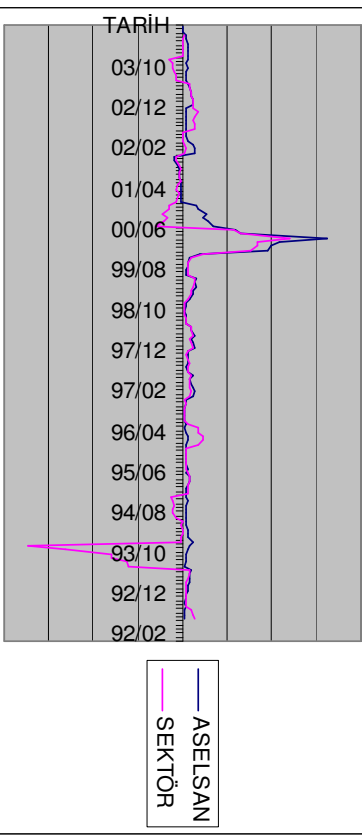
EK-3 F/K ORANINDAKİ SAPMANIN HİSSE SENEDİNİN ORTALAMA GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

EK-1 HİSSE SENETLERİNİN F/K ORANLARININ, SEKTÖRÜN ORTALAMA F/K ORANLARIYLA KARŞILAŞTIRILMASI

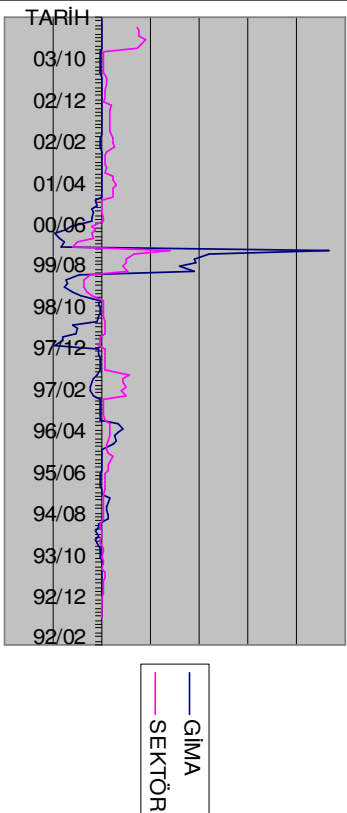
ALCATEL TEKNOLOJİK ENDÜSTRİ



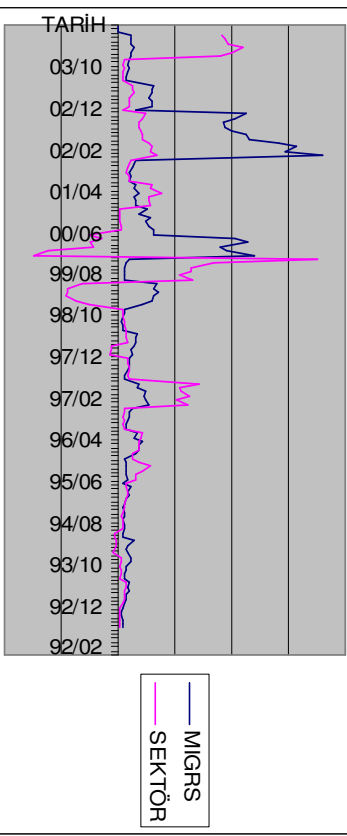
ASELSAN TEKNOLOJİ ENDÜSTRİ



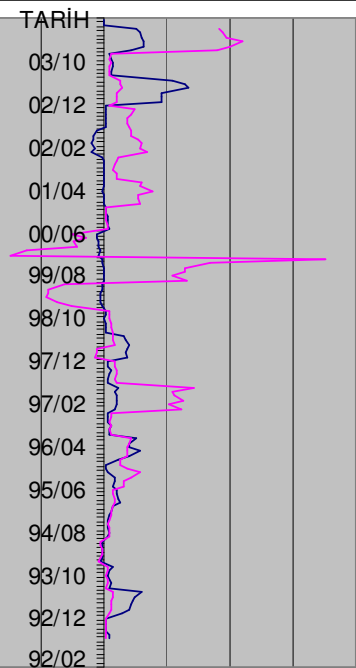
GİMA HİZMET ENDÜSTRİ



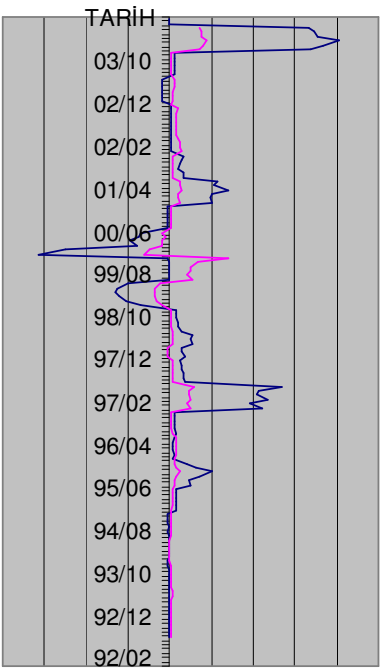
MİGRS HİZMET ENDÜSTRİSİ



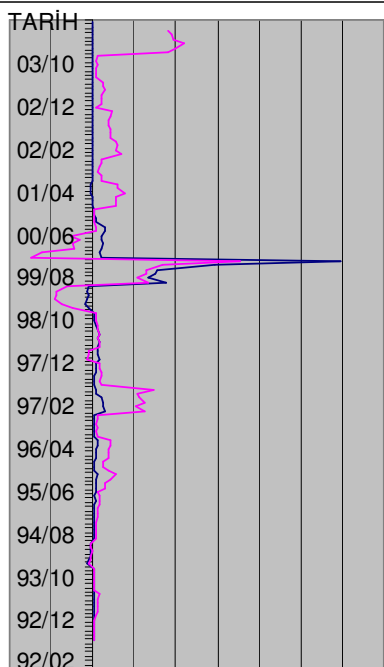
MMART HİZMET ENDÜSTRİSİ



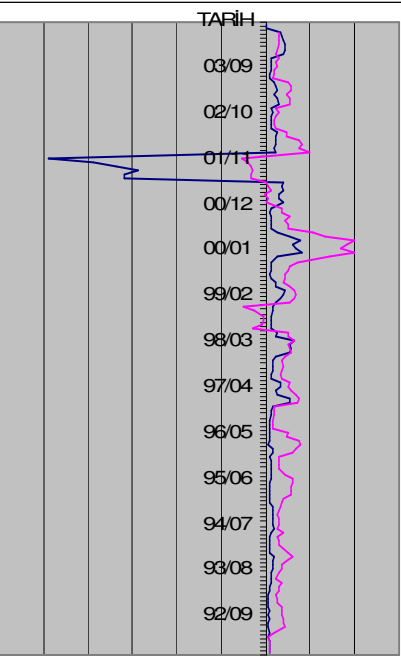
THYAO HİZMET ENDÜSTRİSİ



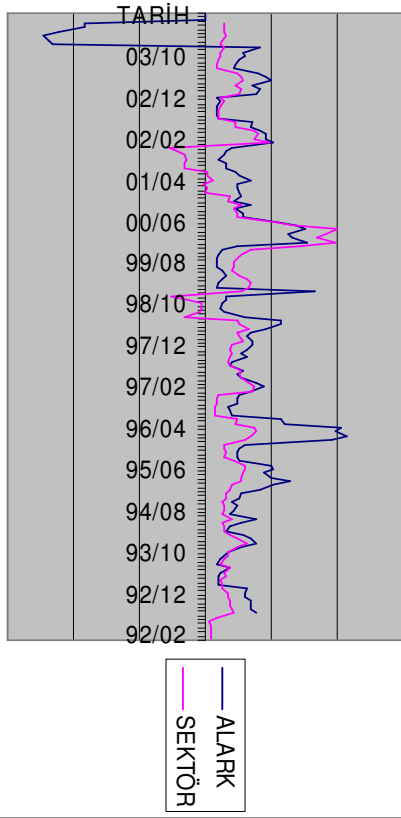
NNTUR HİZMET ENDÜSTRİSİ



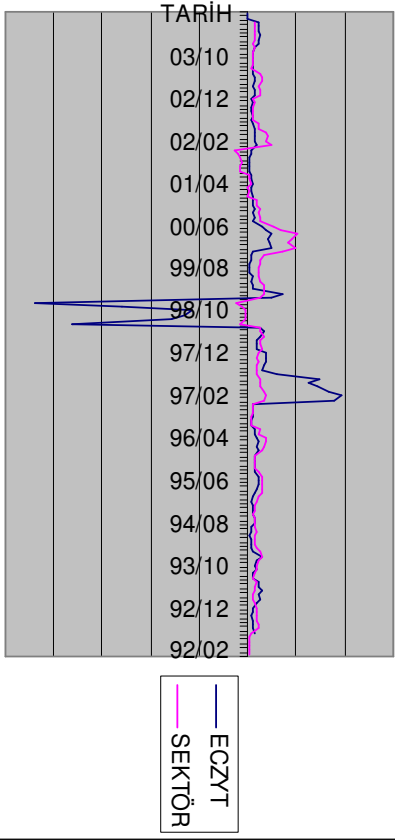
AKBANK MALİ ENDÜSTRİ



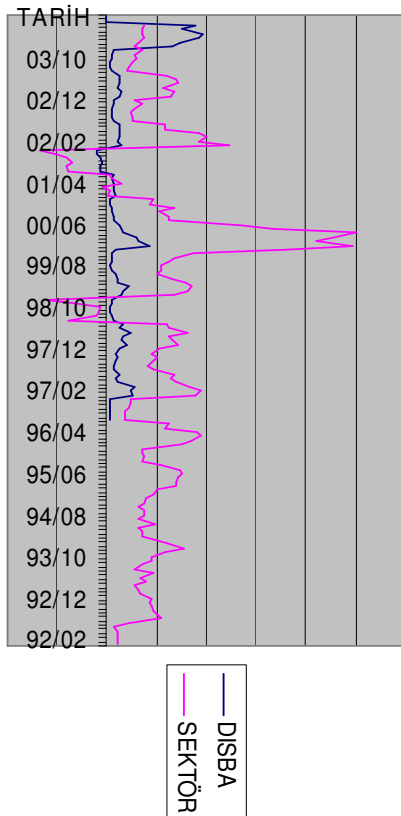
ALARKO MALİ ENDÜSTRİ



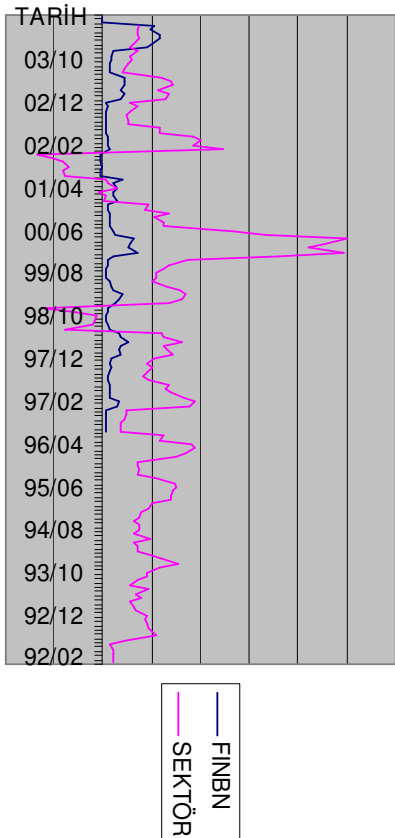
ECZYT MALİ ENDÜSTRİ



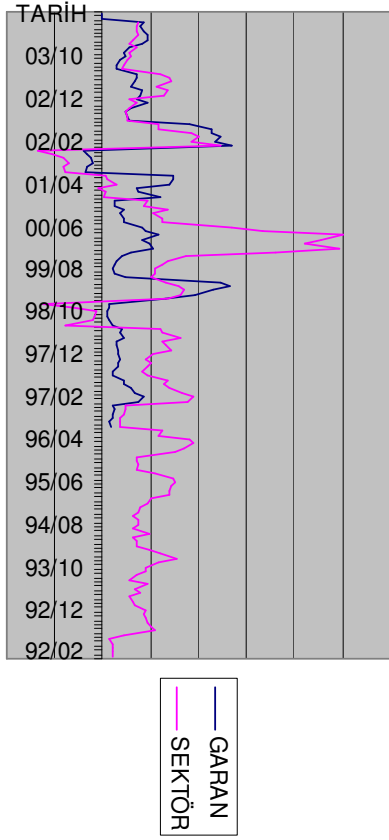
DIŞBANK MALİ ENDÜSTRİ



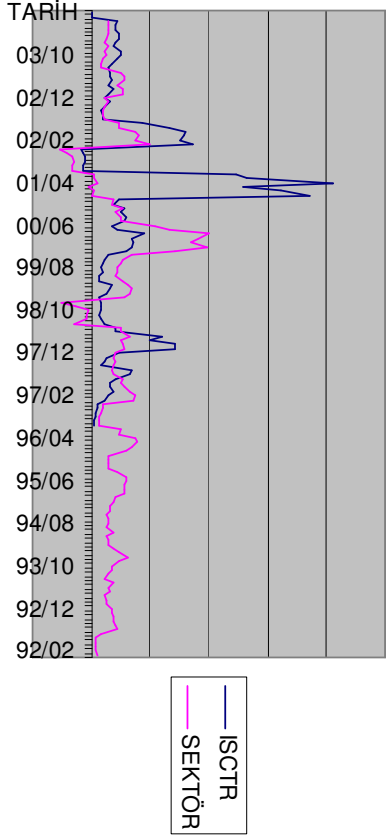
FINANSBANK MALİ ENDÜSTRİ



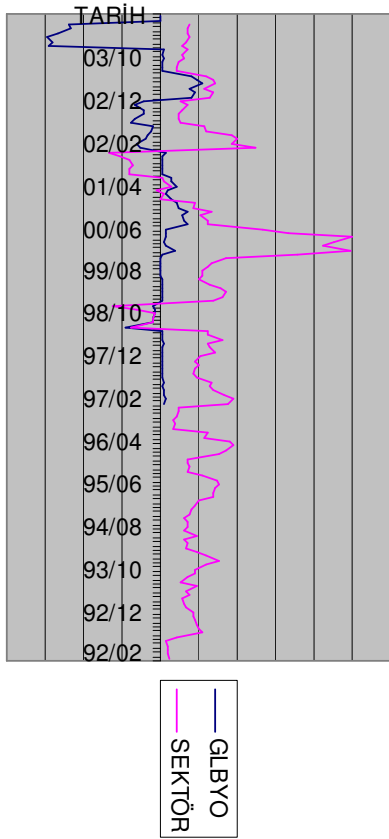
GARANTİ MALİ ENDÜSTRİ



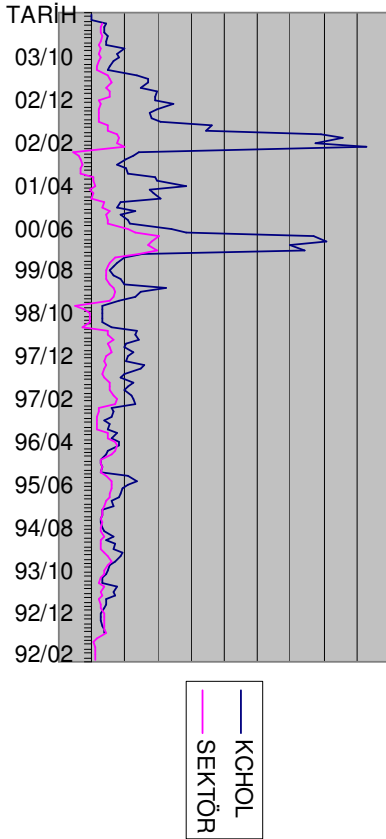
ISCTR MALİ ENDÜSTRİ



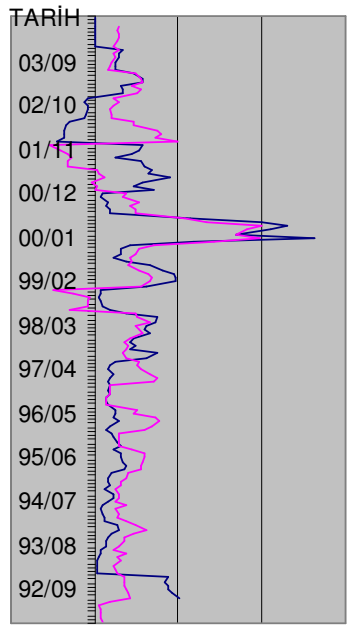
GLBYO MALİ ENDÜSTRİ



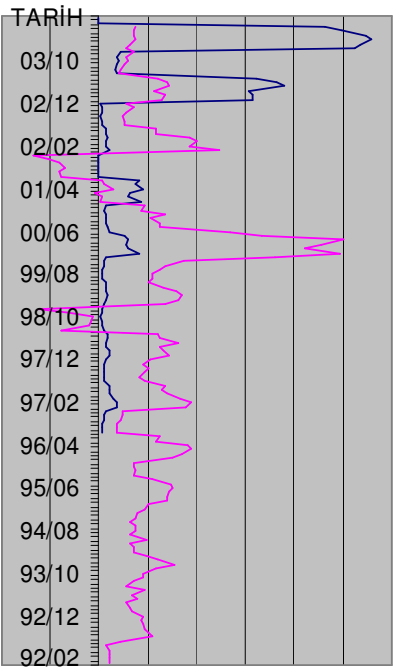
KCHOL MALİ ENDÜSTRİ



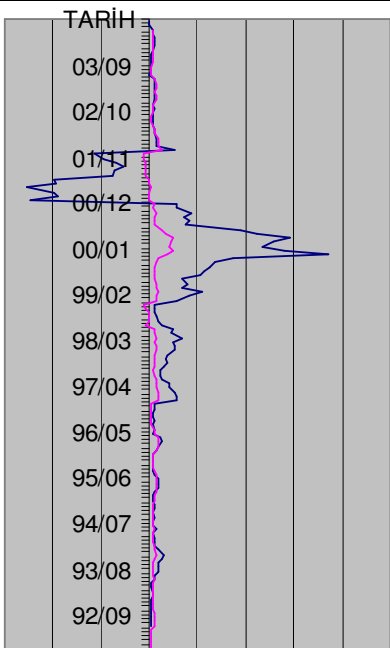
NTHOL MALİ ENDÜSTRİ



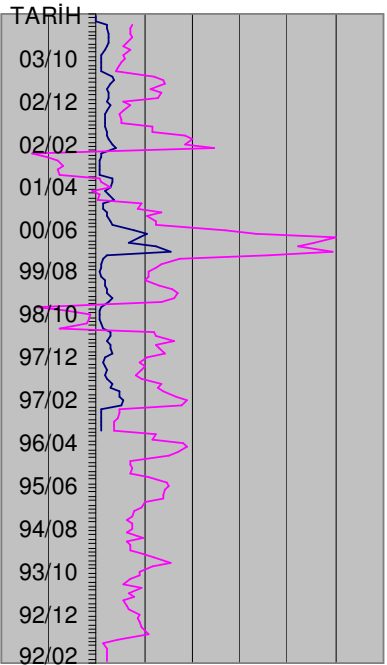
TEKST MALİ ENDÜSTRİ



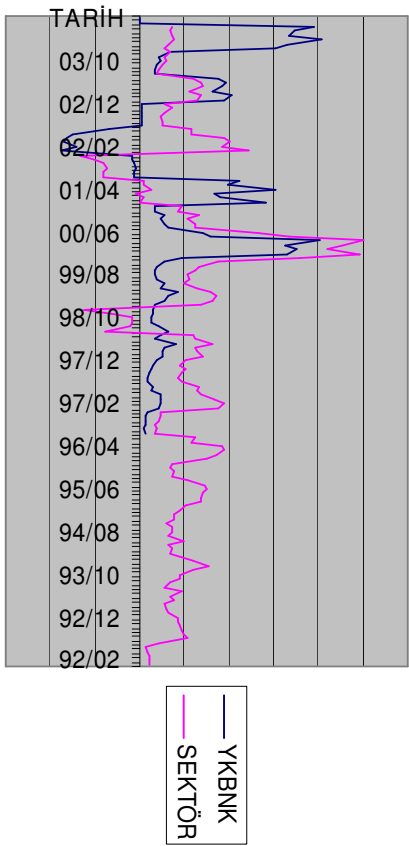
SİSE MALİ ENDÜSTRİ



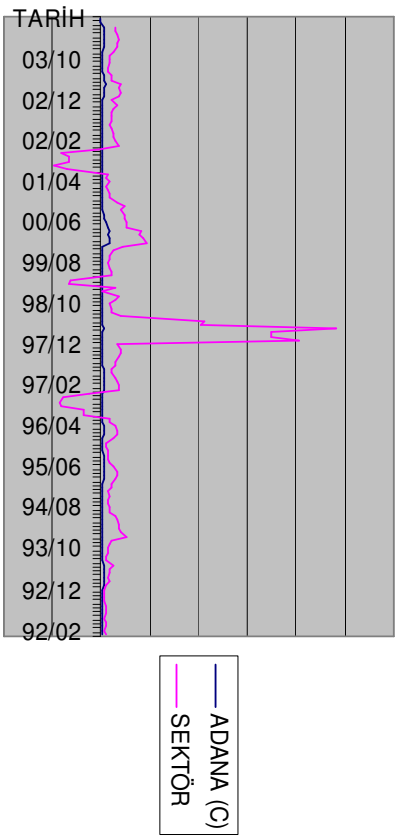
TSKB MALİ ENDÜSTRİ



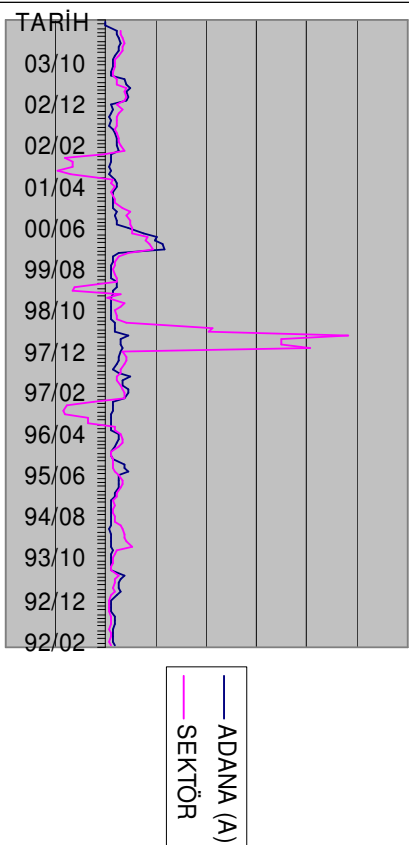
YKBNK MALİ ENDÜSTRİ



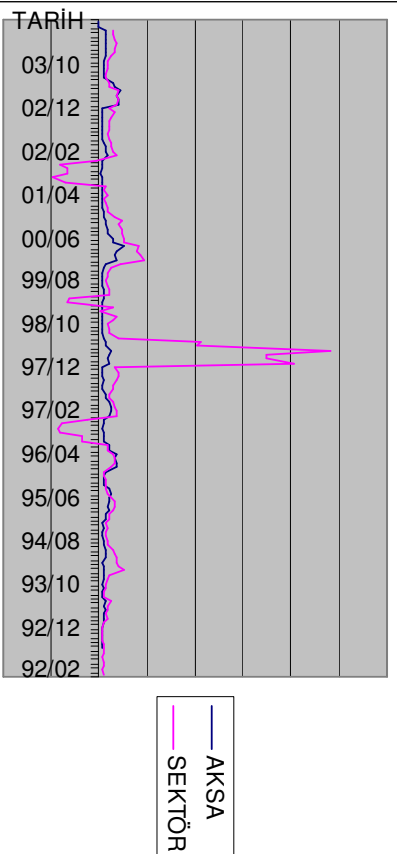
ADANA C SİNAİ ENDÜSTRİ



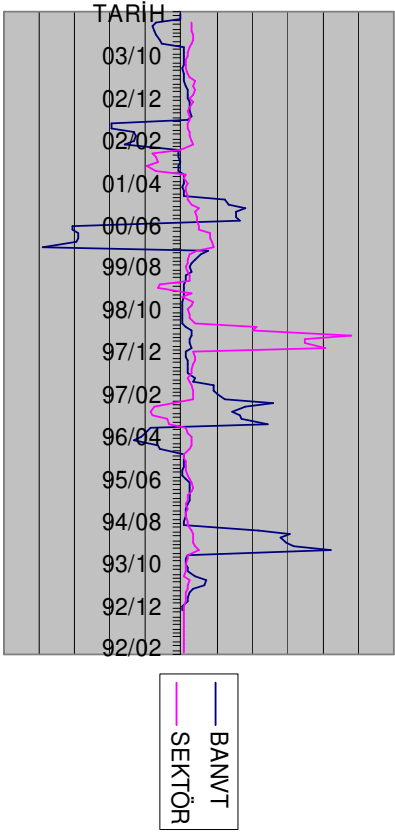
ADANA A SİNAİ ENDÜSTRİ



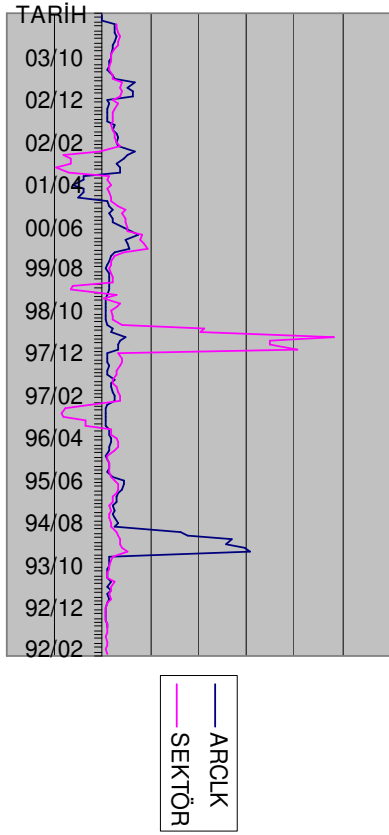
AKSA SİNAİ ENDÜSTRİ



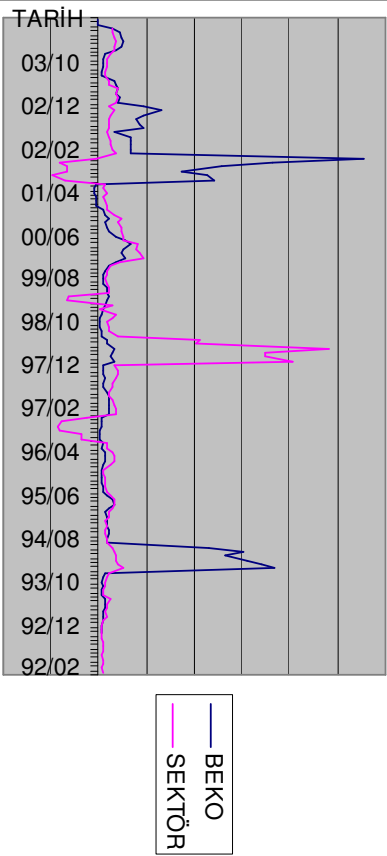
BANVT SİNAİ ENDÜSTRİ



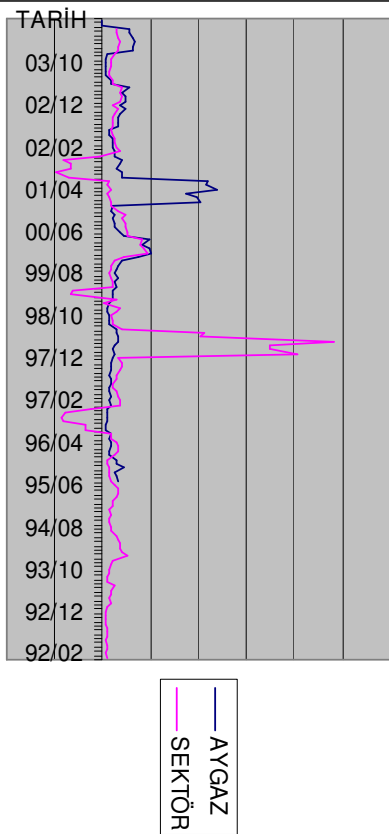
ARCLK SİNAİ ENDÜSTRİ



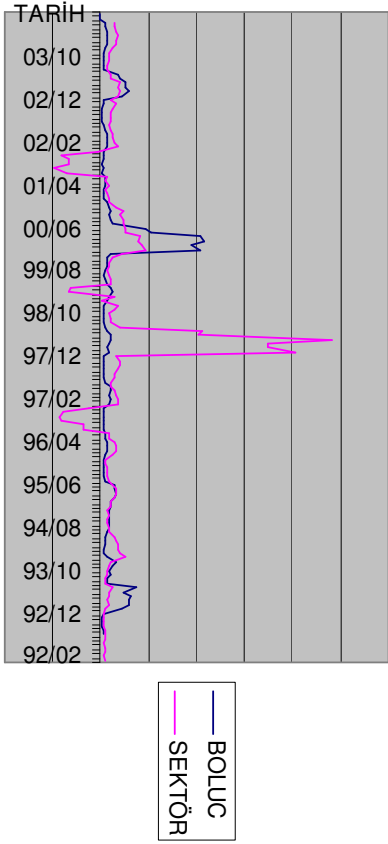
BEKO SİNAİ ENDÜSTRİ



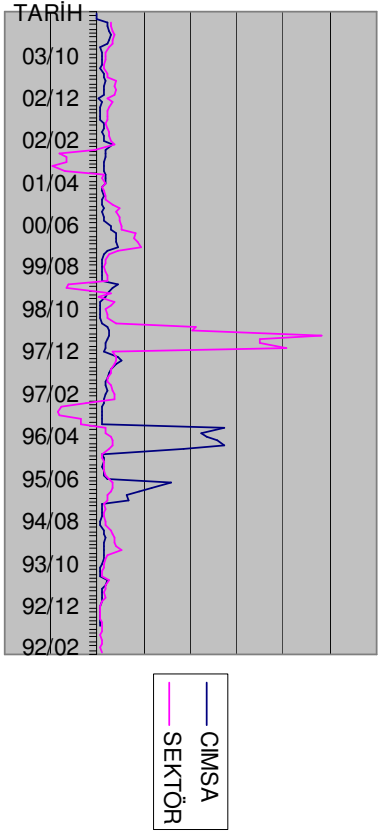
AYGAZ SİNAİ ENDÜSTRİ



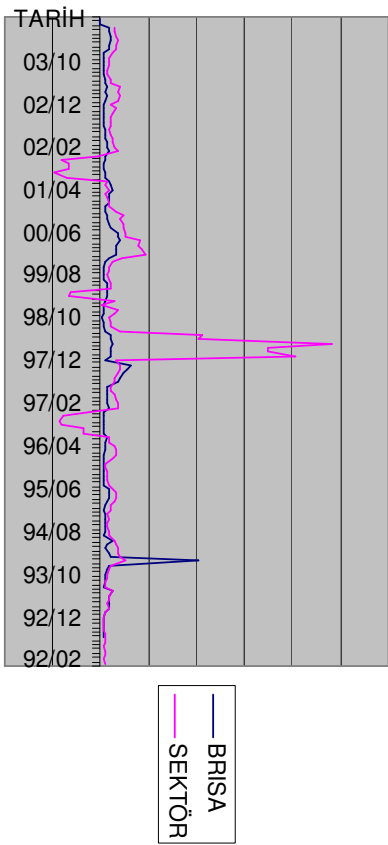
BOLUC SINAI ENDÜSTRİ



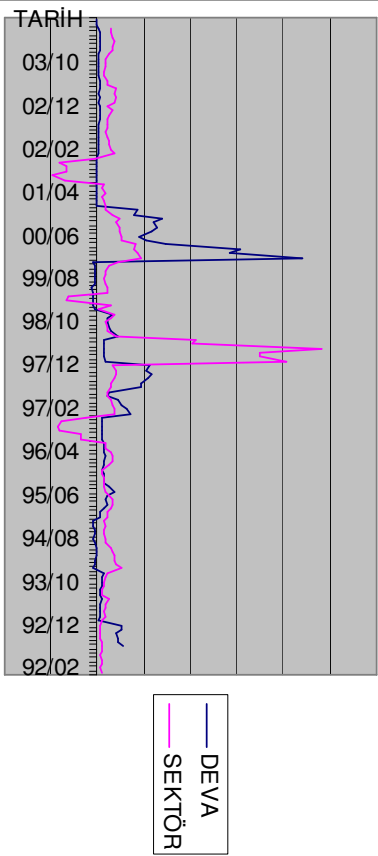
CIMSA SINAI ENDÜSTRİ



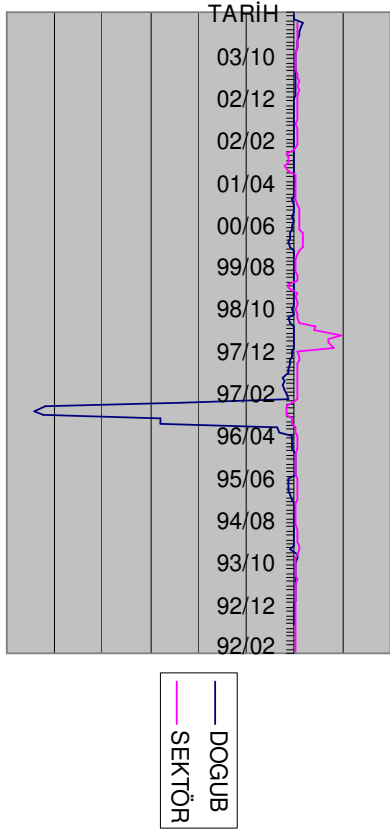
BRISA SINAI ENDÜSTRİ



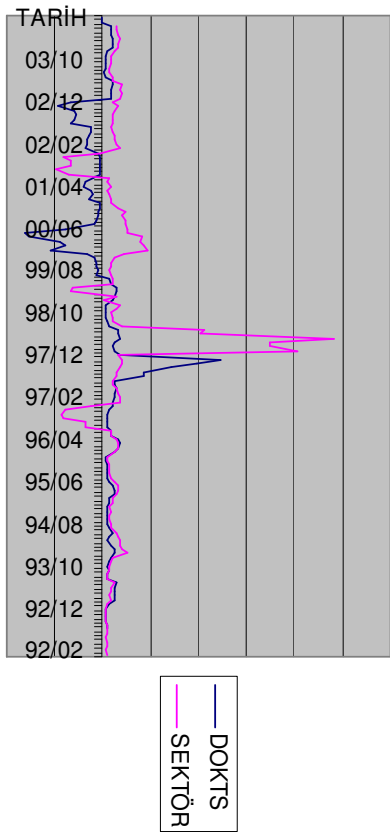
DEVA SINAI ENDÜSTRİ



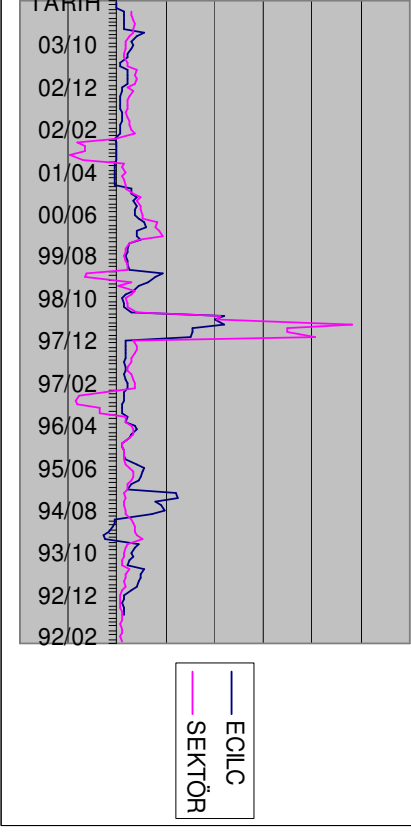
DOĞUB SİNAİ ENDÜSTRİ



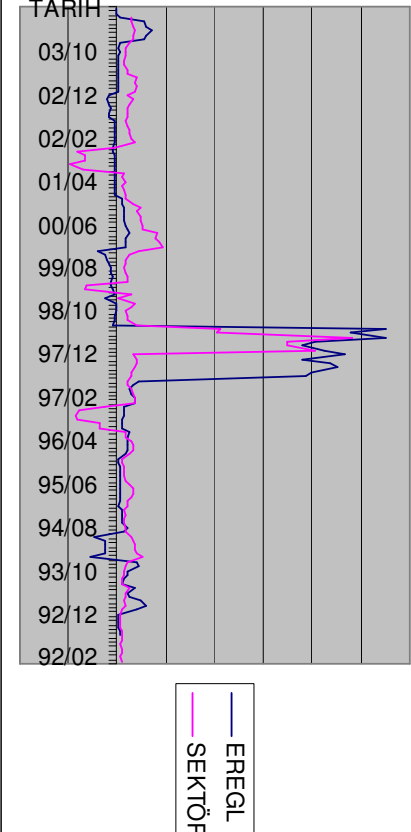
DOKTS SİNAİ ENDÜSTRİ



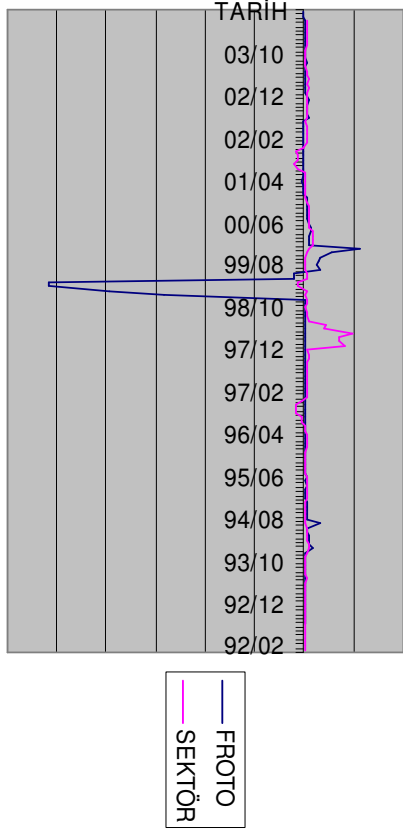
ECİLC SİNAİ ENDÜSTRİ



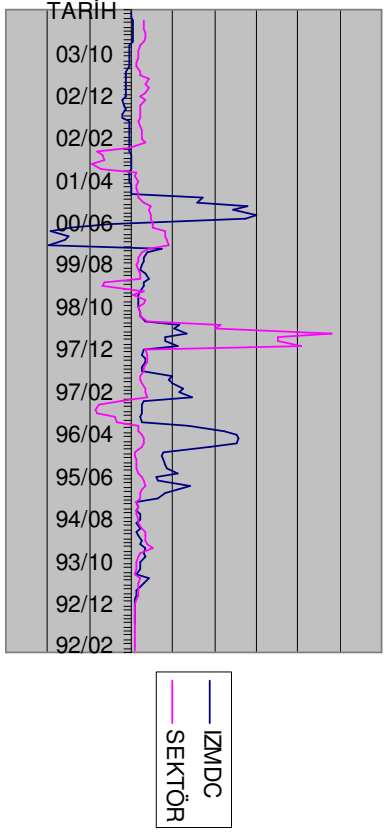
EREGL SİNAİ ENDÜSTRİ



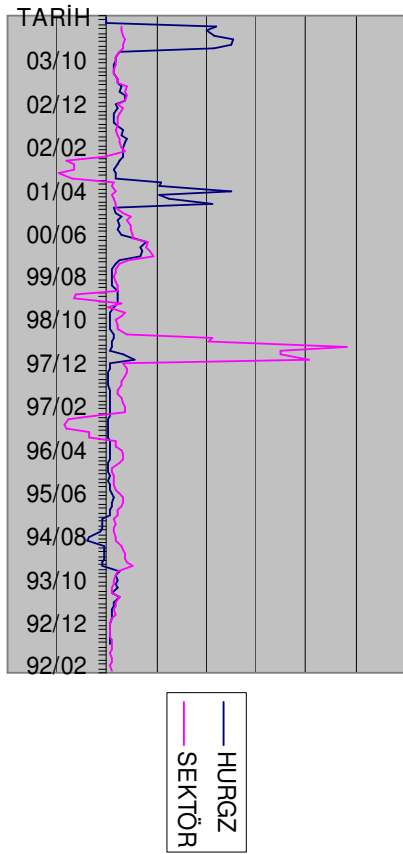
FROTO SİNAİ EBDÜSTRİ



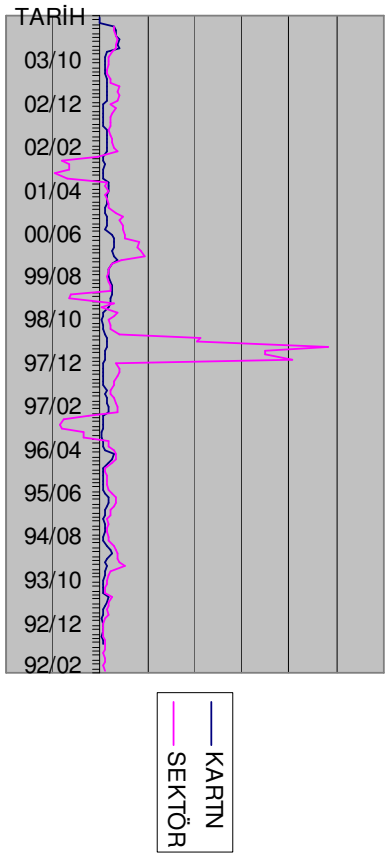
İZMDC SİNAİ ENDÜSTRİ



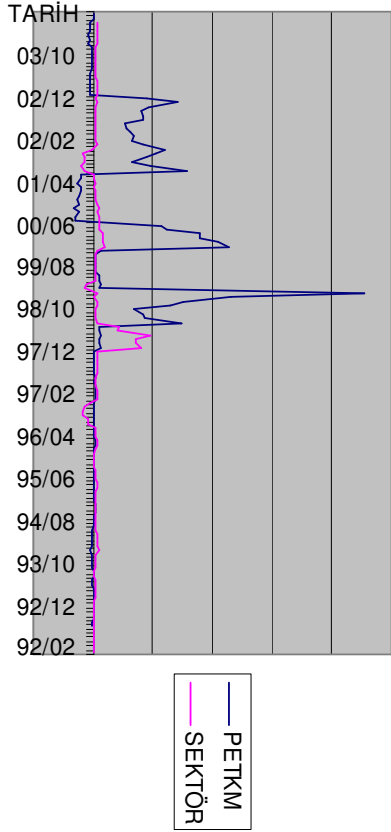
HURGZ SİNAİ ENDÜSTRİ



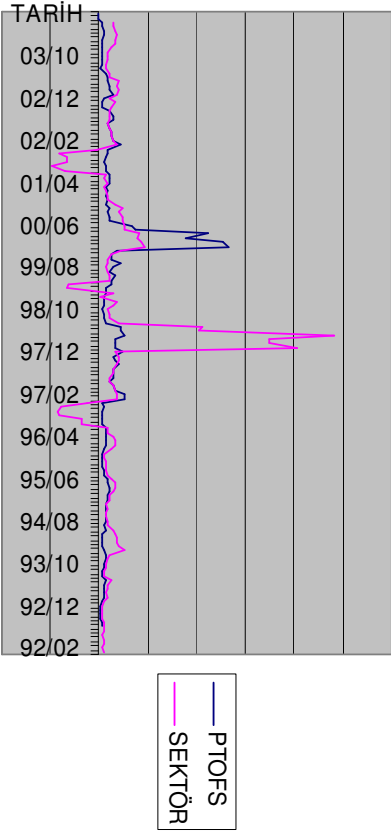
KARTN SİNAİ ENDÜSTRİ



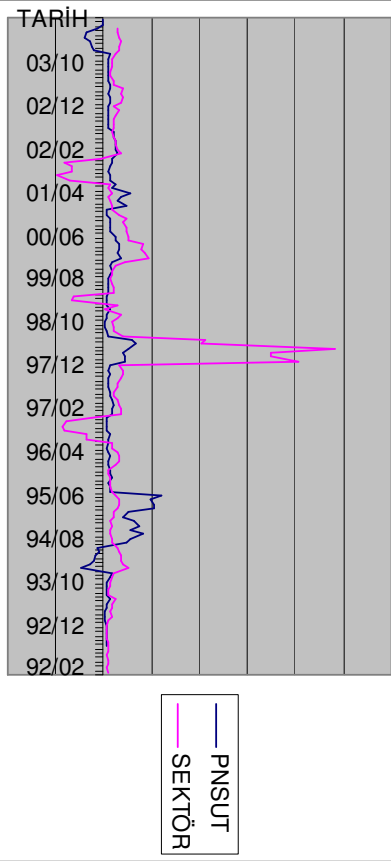
PETKM SİNAİ ENDÜSTRİ



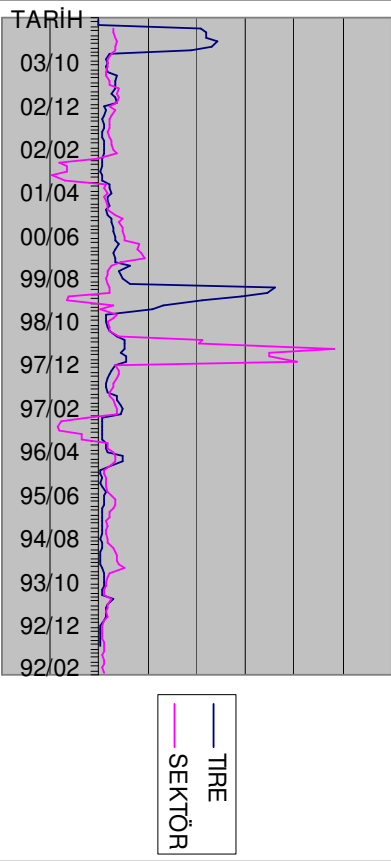
PTOFS SİNAİ ENDÜSTRİ

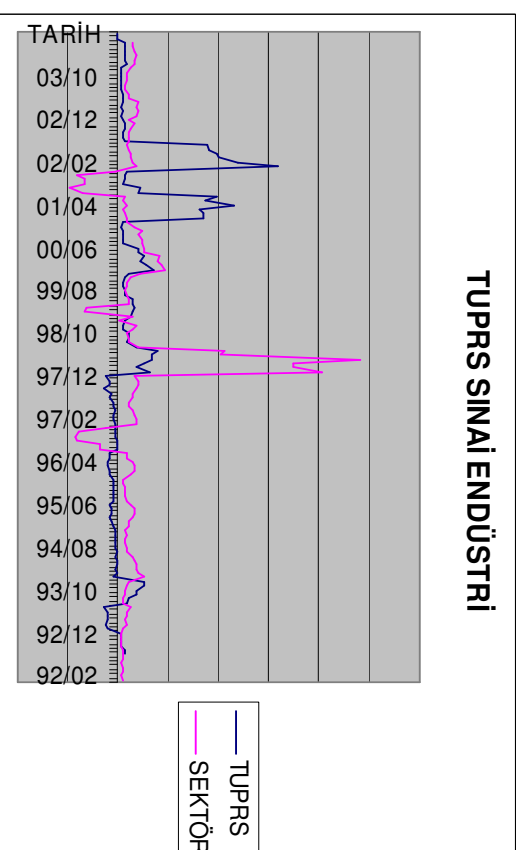
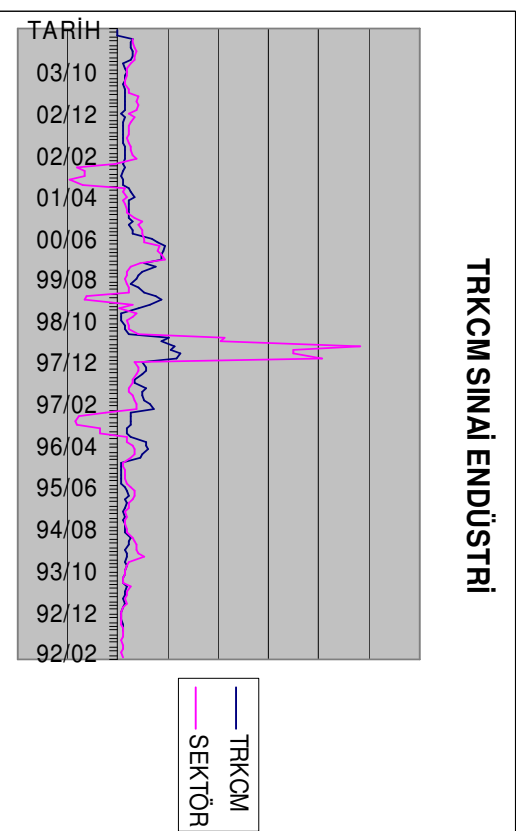
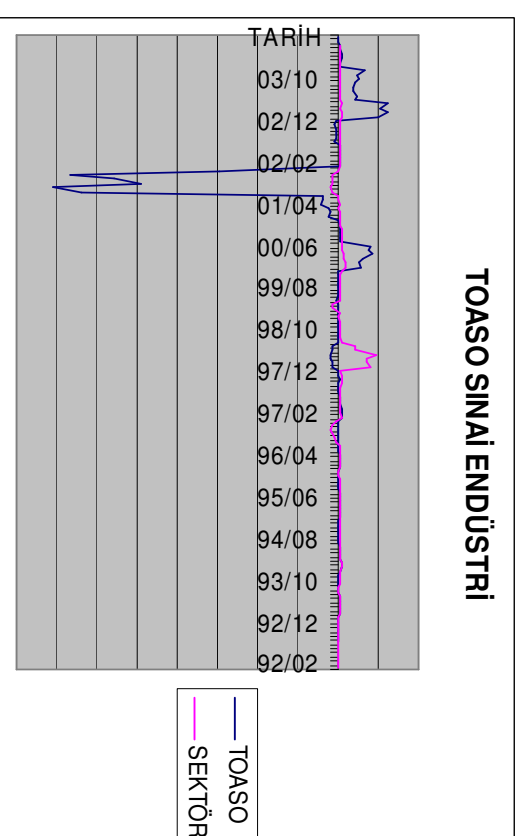
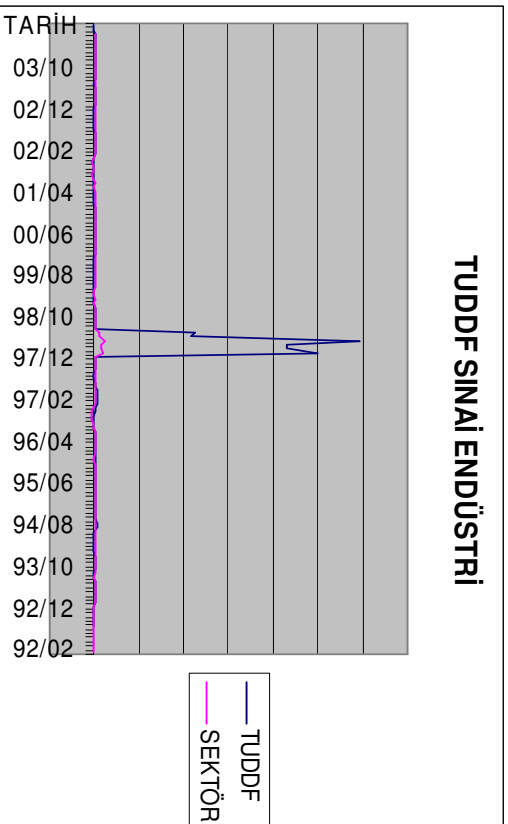


PNSUT SİNAİ ENDÜSTRİ

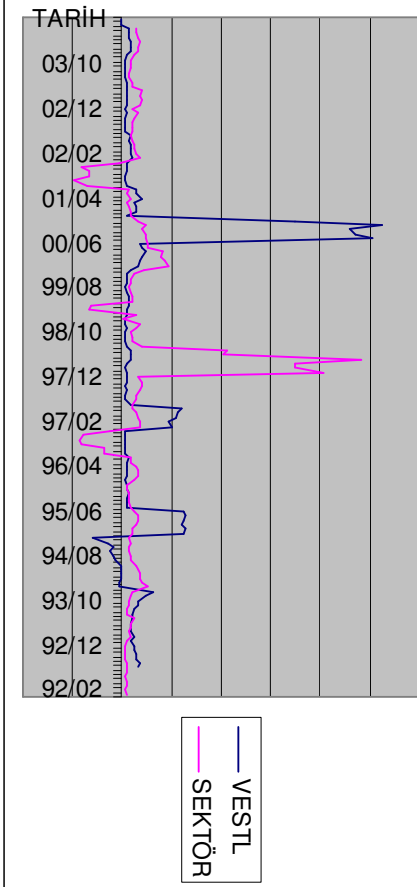


TİRE SİNAİ ENDÜSTRİ





VESTL SİNAİ ENDÜSTRİ



EK-2 ELE ALINAN 49 HİSSE SENEDİNİN 06.1992 – 06.2004 TARİHLERİ ARASI VERİLERİ İTİBARIYLA REGRESYON SONUÇLARI VE BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLLERİ

KOD	ŞİRKETLER HİZMET SEKTÖRÜ	a	b	t DEĞERİ*	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
GİMA	GİMA	-88,919	1,539*	10,2309	$Y = -88,919 + 1,539 X$
MMART	MARMARİS MARTI	24,295	0,091*	2,6089	$Y = 24,295 + 0,091 X$
MIGRS	MİGROS	104,354	-0,110	-1,1889	$Y = 104,354 - 0,110 X$
NTTUR	NET TURİZM	-1,299	0,510*	7,5379	$Y = -1,299 + 0,510 X$
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	-38,431	2,970*	14,2787	$Y = -38,431 + 2,970 X$

KOD	ŞİRKETLER TEKNELOJİ SEKTÖRÜ	a	b	t DEĞERİ	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
ALCTL	ALCATEL TELETAS	-18,328	1,605*	32,5210	$Y = -18,328 + 1,605 X$
ASELS	ASELSAN	18,328	0,395*	8,0138	$Y = 18,328 + 0,395 X$

KOD	ŞİRKETLER SİNAİ SEKTÖRÜ	a	b	t DEĞERİ	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
ADANA (A)	ADANA ÇİMENTO (A)	18,734	0,077*	3,9212	$Y = 18,734 + 0,077 X$
ADANA (C)	ADANA ÇİMENTO (C)	3,278	0,008*	2,3670	$Y = 3,278 + 0,008 X$
AKSA	AKSA	11,844	0,041*	3,9195	$Y = 11,844 + 0,041 X$
ARCLK	ARÇELİK	25,384	0,073	1,2635	$Y = 25,384 + 0,073 X$

* %5 Düzeyinde anlamlı

** %10 Düzeyinde anlamlı

* % 5 güven sınırları içerisinde teorik t değeri 1,96' dır.

KOD	ŞİRKETLER SİNÂİ SEKTÖRÜ	a	b	t DEĞERİ*	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
AYGAZ	AYGAZ	38,206	0,003	0,0557	$Y = 38,206 + 0,003 X$
BANVT	BANVİT	18,988	-0,145	-1,0957	$Y = 18,988 - 0,145 X$
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	50,249	-0,125	-1,2730	$Y = 50,249 - 0,125 X$
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	18,996	0,077**	1,9298	$Y = 18,996 + 0,077 X$
BRISA	BRİSA	13,452	0,048*	2,2734	$Y = 13,452 + 0,048 X$
CİMSA	ÇİMSA	26,777	0,017	0,3046	$Y = 26,777 + 0,017 X$
DEVA	DEVA HOLDİNG	23,047	0,120**	1,8085	$Y = 23,047 + 0,120 X$
DOGUB	DOĞUSAN	-139,684	1,439*	3,0980	$Y = -139,684 + 1,439 X$
DOKTS	DÖKTAŞ	4,269	0,025	0,4822	$Y = 4,269 + 0,025 X$
ECİLC	ECZACIBAŞI İLAÇ	18,645	0,389*	11,7462	$Y = 18,645 + 0,389 X$
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	8,886	1,110*	10,3845	$Y = 8,886 + 1,110 X$
FROTO	FORD OTOSAN	-60,441	0,748**	1,7825	$Y = -60,441 + 0,748 X$
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	27,017	0,034	0,5498	$Y = 27,017 + 0,034 X$
İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	32,310	0,162**	1,8133	$Y = 32,310 + 0,162 X$
KARTN	KARTONSAN	12,118	0,012	1,2583	$Y = 12,118 + 0,012 X$
PETKM	PETKİM	132,850	-0,032	-0,0867	$Y = 132,850 - 0,032 X$
PTOFS	PETROL OFİSİ	19,325	0,132*	3,1621	$Y = 19,325 + 0,132 X$
PNSUT	PINAR SÜT	13,888	0,087*	3,1840	$Y = 13,888 + 0,087 X$
TIRE	TİRE KUTSAN	34,803	0,045	0,6176	$Y = 34,803 + 0,045 X$
TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	-284,266	21,101*	26,4333	$Y = -284,266 + 21,101 X$
TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	-139,968	2,153*	3,2345	$Y = -139,968 + 2,153 X$
TRKCM	TRAKYA CAM	21,741	0,236*	10,0993	$Y = 21,741 + 0,236 X$
TUPRS	TÜPRAŞ	21,055	0,101	1,5230	$Y = 21,055 + 0,101 X$
VESTL	VESTEL	34,603	0,047	0,4719	$Y = 34,603 + 0,047 X$

* %5 Düzeyinde anlamlı

** %10 Düzeyinde anlamlı

* % 5 güven sınırları içerisinde teorik t değeri 1,96' dır.

KOD	ŞİRKETLER MALİ SEKTÖR	a	b	t DEĞERİ*	BASİT DOĞRUSAL REGRESYON FORMÜLÜ
AKBNK	AKBANK	-17,085	0,997*	7,0071	$Y = -17,085 + 0,997 X$
ALARK	ALARKO HOLDİNG	12,081	0,675*	4,9163	$Y = 12,081 + 0,675 X$
DISBA	DIŞBANK	3,614	0,090*	2,6544	$Y = 3,614 + 0,090 X$
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	-18,089	1,473*	5,6792	$Y = -18,089 + 1,473 X$
FINBN	FİNANSBANK	3,226	0,075*	3,4149	$Y = 3,226 + 0,075 X$
GARAN	GARANTİ BANKASI	8,486	0,253*	4,6517	$Y = 8,486 + 0,253 X$
GLYHO	GLOBAL YAT. HOLDİNG	-4,044	0,092	1,3345	$Y = -4,044 + 0,092 X$
ISCTR	İŞ BANKASI (C)	26,683	0,127	0,7371	$Y = 26,683 + 0,127 X$
KCHOL	KOÇ HOLDİNG	18,953	2,315*	8,6278	$Y = 18,953 + 2,315 X$
NTHOL	NET HOLDİNG	4,705	0,660*	7,8645	$Y = 4,705 + 0,660 X$
SISE	ŞİŞE CAM	-81,389	6,435*	14,0223	$Y = -81,389 + 6,435 X$
TEKST	TEKSTİL BANK	13,638	0,033	0,2617	$Y = 13,638 + 0,033 X$
TSKB	T.S.K.B.	1,871	0,160*	12,1472	$Y = 1,871 + 0,160 X$
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANK.	9,553	0,310*	2,9211	$Y = 9,553 + 0,310 X$

* %5 Düzeyinde anlamlı

** %10 Düzeyinde anlamlı

* % 5 güven sınırları içerisinde teorik t değeri 1,96' dır.

EK -3 F/K ORANINDAKİ SAPMANIN HİSSE SENEDİNİN ORTALAMA GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

KOD	ŞİRKETLER SİNAİ SEKTÖRÜ	ORTALAMA BİLEŞİK GETİRİ	b
ADANA (A)	ADANA ÇİMENTO (A)	0,046	0,077*
ADANA (C)	ADANA ÇİMENTO (C)	0,034	0,008*
AKSA	AKSA	0,037	0,041*
ARCLK	ARÇELİK	0,046	0,073
AYGAZ	AYGAZ	0,044	0,003
BANVT	BANVİT	0,058	-0,145
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	0,040	-0,125
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,044	0,077**
BRISA	BRİSA	0,053	0,048*
CIMSA	ÇİMSA	0,052	0,017
DEVA	DEVA HOLDİNG	0,032	0,120**
DOGUB	DOĞUSAN	0,036	1,439*
DOKTS	DÖKTAŞ	0,037	0,025
ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0,037	0,389*
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,041	1,110*
FROTO	FORD OTOSAN	0,056	0,748**
HURGZ	HÜRRİYET GZT.	0,061	0,034
IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,037	0,162**
KARTN	KARTONSAN	0,051	0,012
PETKM	PETKİM	0,049	-0,032
PNSUT	PINAR SÜT	0,055	0,087*
PTOFS	PETROL OFİSİ	0,053	0,132*
TIRE	TİRE KUTSAN	0,057	0,045
TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	0,037	2,153*
TRKCM	TRAKYA CAM	0,052	0,236*
TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,032	21,101*
TUPRS	TÜPRAŞ	0,047	0,101
VESTL	VESTEL	0,049	0,047

* %5 Düzeyinde anlamlı

** %10 Düzeyinde anlamlı

KOD	ŞİRKETLER MALİ SEKTÖR	ORTALAMA BİLEŞİK GETİRİ	b
AKBNK	AKBANK	0,057	0,997*
ALARK	ALARKO HOLDİNG	0,049	0,675*
DISBA	DIŞBANK	0,056	0,090*
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	0,037	1,473*
FINBN	FİNANSBANK	0,047	0,075*
GARAN	GARANTİ BANKASI	0,059	0,253*
GLYHO	GLOBAL YAT. HOLDİNG	0,049	0,092
ISCTR	İŞ BANKASI (C)	0,060	0,127
KCHOL	KOÇ HOLDİNG	0,042	2,315*
NTHOL	NET HOLDİNG	0,036	0,660*
SISE	ŞİŞE CAM	0,051	6,435*
TEKST	TEKSTİLBANK	0,037	0,033
TSKB	T.S.K.B.	0,040	0,160*
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANK.	0,056	0,310*

KOD	ŞİRKETLER HİZMET SEKTÖRÜ	ORTALAMA BİLEŞİK GETİRİ	b
GIMA	GİMA	0,046	1,539*
MIGRS	MİGROS	0,053	-0,110
MMART	MARMARİS MARTI	0,042	0,091*
NTTUR	NET TURİZM	0,037	0,510*
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	0,050	2,970*

KOD	ŞİRKETLER TEKNELOJİ SEKTÖRÜ	ORTALAMA BİLEŞİK GETİRİ	b
ALCTL	ALCATEL TELETAS	0,033	1,605*
ASELS	ASELSAN	0,049	0,395*

* %5 Düzeyinde anlamlı

** %10 Düzeyinde anlamlı

KAYNAKÇA

- ACAROGLU, Mustafa ve Cevdet Şahoğlu**, Yatırımcılar İçin Borsa ve Menkul Kıymetler, İstanbul: Yaylın Yayıncılık, 2000.
- AKGÜÇ, Öztin**, Finansal Yönetim, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 1998.
- AKSOY, Ahmet**, “Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi,” Ankara: Gazi Üniversitesi Kütüphanesi, ERIC No: HG 4529 AKS. 1987.
- AKSOY, Hakan ve İsmail Sağlam**, “Sınıflayıcı Sistem İle İMKB’de Yeni Bir Anomali Gözlemi,” İstanbul: Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü, 2001.
- AŞIKOĞLU, Rıza**, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1983.
- AYDEN, Tolga ve Mehmet B. Karan**, “İMKB’ de İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi,” Ankara: Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi, 1996.
- ATAMAN, Ümit**, Şirketler Muhasebesi, İstanbul: Türkmen kitabevi, 1996.
- BASTÜRK, F. Hayırsever**, “F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği”. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002.
- BERK, Niyazi**, Finansal Yönetim, İstanbul: Türkmen kitabevi, 1995.
- BOLAK, Mehmet**, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım, 1994.
- BOZKURT, Ünal**, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul: İktisat Bankası Eğitim Yayınları, 1988.
- BREALEY, R. and Myers S.**, Principles of Corporate Finance, Mc Graw Rill, 2003.
- BRIGHAM, F. Eugene**, Finansal Yönetim Temelleri, çev. Özdemir Akmut - Halil Sariaslan, Ankara: Ankara Üniversitesi Basımevi, 1996.
- BÜKER, Semih ve Doğan Bayar**, Finansal Yönetim, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1999.

- CANBAS, Serpil ve Hatice Doğukanlı**, Finansal Pazarlar, İstanbul: Beta kitabevi, 2001.
- CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz**, Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi, Bursa: Ekin kitabevi, 2000.
- CEYLAN, Ali**, İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa: Ekin kitabevi, 2000.
- ÇAPANOĞLU, B. Mustafa**, Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul: Beta Basım Yayım, 1993.
- Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: 1 Numara ve Hearst Yayıncılık – Paymaş Yayınları, 2000.
- ERDOĞAN, Muammer**, “İşletme Finansmanı,” Diyarbakır: Gazi Üniversitesi Kütüphanesi, ERIC No: HG 4626 ERD. 1990.
- ERCİLASUN, B. Ahmet ve diğerleri**, İmla Kılavuzu, Ankara: Türk Dil Kurumu Yayınları, 2000.
- ERTUNA, Özcan**, İşletme Finansmanı, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları, 1994.
- Finansinvest*, “Analiz Yöntemleri”, <http://www.finansinvest.com/egitim2/default.asp>, 2005.
- GIBSON, C. H.**, Financial Statement Analysis, South Western Cellye Publishing: ITP, 1995.
- HATİBOĞLU, Zeyyat**, Temel İşletme Finansı, İstanbul: Beta Yayımcılık, 1993.
- İMKB*. (2005). “Endeksler”, Erişim: <http://www.imkb.gov.tr/endeksler.htm>
- İMKB*. (2005). “Şirket Bilgileri”, Erişim: <http://www.imkb.gov.tr/sirketler.htm>
- İMKB*. (2005). “Şirketlerin Mali Tabloları”, Erişim: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco.htm>
- İMKB*. (2005). “Şirket Verileri”, Erişim: <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>
- KANALICI, Hülya**, Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler, İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Yayımı, 1997.
- KARAN, Mehmet Baha**, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Ankara: Gazi Kitapevi, 2001.
- KARAŞİN, Gültekin**, Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara: SPK Yayınları, 1987.

- KARAŞİN, Gültekin**, Menkul Kıymetler Programları Analist, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 1991.
- KAYALIDERE, U. A. Koray**, “1995 – 2000 Döneminde IMKB' DE İşlem Gören Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve F/K Oranına Göre Oluşturulan Portföylerinin Performanslarının İncelenmesi”. Yayımlanmamış Yüksek Lisan Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002.
- KONURALP, Gürel**, Sermaye Piyasaları, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 2001.
- KÜÇÜKSÖZEN, Cemal**, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Ankara: Pelin Ofset, 1999.
- OĞUZLAR, Ayşe**, “İMKB’ de İşlem Gören Hisse Senetlerinin Değerleme Oranlarına Göre Gruplandırılması,” Bursa: Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Ekonometri Bölümü, 1999.
- Tacirler Menkul Değerler A.Ş.*, “Oranlar ve Çarpanlar,” <http://www.tacirler.com.tr/araştırma.html>, 2004.
- ÖZÇAM, Ferhat**, Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ankara: SPK Yayınları, 1996.
- ÖZDEMİR, Muharrem**, Finansal Yönetim, İstanbul: Türkmen kitapevi, 1999.
- ÖZTUNÇ, M. Faik**, “Hisse Senedi Değerlendirmesi Yöntemleri ve Bir Uygulama”. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995.
- RODOPLU, Gültekin**, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, M. Ü. Nihad Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, 1993.
- SARIKAMIŞ, Cevat**, Sermaye Pazarları, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 1995.
- SARIKAMIŞ, Cevat**, Sermaye Pazarları, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 1998.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul: IMKB Yayınları, 1999.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul: IMKB Yayınları, 2000.
- Sermaye Piyasası Kanunu*
- SEYİDOĞLU, Halil**, Bilimsel Araştırma ve Yazma El Kitabı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.

ŞAHİN, Mahmut, Borsada Teknik Analiz, Ankara: MOM Basımevi, 1992.

Tez Yazım Kuralları, Bolu: Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınları, 2004.

TUNCER, Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Teori – Uygulama), İstanbul: Okan Yayıncılık Dağıtım, 1995.

Türk Ticaret Kanunu

UGAN, Gökhan, “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi”, İstanbul: İMKB Dergisi Yayınları Cilt 1 No 2, 1997.

YANIK, Serhat ve Kerem Şenel, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi Analiz Yöntemleri, İstanbul: TSPAKB Yayınları, 2004.

YASİN, Melikşah, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Ankara: Seçkin yayıncılık, 2002.

YURTTAŞ, Serdar, “Fiyat Kazanç Oranı Yaklaşımı Altında Geliştirilen Regresyona Dayalı Bir Hisse Senedi Alım Satım Modeli”. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996.

ZOR, İbrahim, “Hisse Senedi Değerleme Modelleri Ve Hisse Senedi Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi”. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı	: Çetin BAŞARI
Sürekli Adresi	: Bozhöyük Cad. İlkiz 1 Sitesi No: 10 Güzelkent Eryaman / Ankara
Doğum Yeri ve Yılı	: Ankara - 1980
Yabancı Dili	: İngilizce
İlköğretim	: Ulubatlı Hasan İlköğretim Okulu - 1992
Ortaöğretim	: Deneme Lisesi - 1997
Lisans	: Abant İzzet Baysal Üniversitesi - 2003
Yüksek Lisans	: Abant İzzet Baysal Üniversitesi - 2005
Anabilim Dalı	: İşletme
Bilim Dalı	: İşletme