

32058

T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
ULUSLARARASI İŞLETMECİLİK ANABİLİM DALI

# HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE TEMEL ANALİZ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

M.ALP ÜLGENER  
7631

DANIŞMAN: Doç.Dr.DURSUN ARIKBOĞA

İSTANBUL - 1994

Tez çalışmamın yürütülmesindeki katkılarından dolayı danışman hocam Sn.Doç.Dr.Dursun Arıkboğa'ya ve çalışmamın her aşamasında beni destekleyen ve yardımlarını esirgemeyen annem Gülseren Ülgener'e teşekkürü bir borç bilirim.

## ÖZET

Türkiye'de Sermaye Piyasası son yıllarda çok hızlı bir gelişme ve büyüme dönemi içine girmiştir. Hızlı bir şekilde büyüyen bu piyasa içinde hisse senedi piyasası da çok geniş bir yere sahiptir. Özellikle 1986 yılından sonra yaşanan gelişmelere de paralel olarak birçok şirket halka açılmaya başlamış, bu da hisse senedi piyasasına daha da hızlı bir ivme kazandırmıştır.

Hisse senedi yatırımlarında yatırımcıların karşılaştıkları en büyük sorunlar hangi hisse senedine ne zaman yatırım yapılacağı ve bu hisse senedinin ne zaman elden çıkarılacağıdır. Hangi hisse senedine yatırım yapılacağı, o hisse senedinin özellikleri, taşıdığı risk ve bu risklere karşılık sağlayacağı kârlılık çerçevesinde yapılacak çeşitli analizlerle çözüm bulabilir. Yatırım zamanının seçimi ise hem o hisse senedinin gerçek değeri gözönüne alınarak değerlendirilmesi ayrıca temel analiz içinde de yer alan ekonomi analizi gibi faktörlerin yardımıyla saptanmalıdır.

Bu çalışma yatırımcıların bu sorunlarına çözüm getirebilecek olan, hisse senedi değerlendirme yöntemleri ve temel analiz konusunu işlemiştir. Çalışmanın ilk bölümünde hisse senetleri hakkında çeşitli bilgiler verilmiş, ikinci bölümde ise hisse senedi değerlendirme yöntemleri incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise ekonomi, endüstri ve ortaklık analizinin ayrı ayrı incelendiği temel analiz konusu ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümü hisse senedi tanımı, türleri, değerleri ve hisse senetleri hakkında diğer bilgileri kapsamaktadır. Bu bölümde ilk olarak hisse senetlerinin tanımı yapılmış, daha sonra hisse senedi çıkarabilecek kuruluşlar ve hisse senetlerinde şekil şartları incelendikten sonra hisse senetleri çeşitleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bu bölümün son iki kısmında önce rüçhan hakkı, temettü, varant gibi çeşitli hisse senedi işlemleri anlatılmış, son kısımda ise hisse senedi değerleri ayrıntılarıyla açıklanmıştır.

İkinci bölüm hisse senedi değerlendirme yöntemlerini içermektedir. Önce temettü ödemelerini model alan değerlendirme yöntemleri ele alınmış, sırasıyla tek dönem dividendant



değerleme modeli, birden çok dönem için dividant değerlendirme modeli ve temettülerdeki büyümelerinde modele dahil edildiği yöntemler anlatılmıştır. Diğer hisse senedi değerlendirme yöntemleri olan Fiyat/Kazanç oranı metodu, Piyasa/Defter değeri oranı metodu, gelecek beklentilerinin yansıtıldığı İskonto Edilmiş Net Nakit akımları analizi ve Tasfiye değeri yaklaşımı da bu bölümde ayrıca açıklanmıştır. İkinci bölümün son kısmında ise gerçek değer yorumu ele alınmıştır.

Hisse senedi değerlemesi gerçekte bugünkü değer kavramına dayanmaktadır. Yatırımcı için hisse senedinin değeri, yatırımcının o hisse senedinden gelecekte sağlayacağı gelirlerin bugüne indirgenmiş değerine eşittir. Hisse senetlerine yatırım yapan bir kimse iki türlü gelir elde eder. Bunların ilki dönemsel olarak sağlanan temettü geliri, diğeri ise elde tutma dönemi sonunda hisse senedi satıldığında elde edilecek değer artışıdır.

Bir anlamda hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine yönelik bir değerlendirme yöntemi olan temel analiz çalışmanın üçüncü bölümünde ele alınmıştır. Temel analize önce makro düzeyde bir ekonomi analizinin anlatımı ile başlanmış, milli gelir, yatırımlar, istihdam, enflasyon ve faiz hadleri, bütçe açığı, dış ticaret ve parasal göstergeler gibi hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalara sebep olabilecek genel ekonomik faktörler üzerinde durulmuştur. Daha sonra endüstri analizi açıklanmış, endüstrilerin hangi dönemlerde yatırımcılar için daha cazip olabileceği belirtilmiştir. Temel analizde ele alınan diğer bir kısım ise firma analizidir. Önce firma analizinde kullanılan nitel faktörler açıklanmış yani firmanın dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, mamullerinin özelliği gibi olgular incelenmiştir. Daha sonra firma analizinde nicel faktörler anlatılmış, bu kısımda da mali tablolar, bu tablolardaki bilgilerin kalitesi gibi konular üzerinde durulmuştur. Firma analizindeki son kısım ise oran analizidir. Bu analizde de firmanın gerçek konumunu belirleyen çeşitli likidite, faaliyet, finansal yapı ve kârlılık oranları belirtilmiştir. Temel analizde üzerinde durulan son bölüm kâr tahmini ve hisse senedi değerinin hesaplanmasıdır. Ekonomi, endüstri ve firma ile ilgili yapılan incelemelerden sonra sıra hisse senedinin gerçek değerinin saptanmasına gelmiştir. Eğer hisse senedi için hesaplanan gerçek değer piyasadaki fiyatın üzerinde ise bu hisse senedine yatırım yapmanın uygun olduğu belirtilmiş aksi takdirde ise yatırım için iyi bir zaman olmadığı görüşüne varılmıştır.

Tezimin son bölümü olan uygulama kısmı ise Bekoteknik Sanayi A.Ş.'nin hisse senedi değerlemesine ayrılmıştır. Önce kuruluş ile ilgili tanıtıcı bilgiler verilmiş, daha sonra sırasıyla; ortaklık yapısı, şirketin faaliyetleri ve sektör içindeki konumu, organizasyon ve yönetim durumu ile grup hakkında bilgiler anlatılmıştır. Bu bölümün son kısımları ise



geçmiş dönem bilanço ve gelir tablolarına dayanılarak yapılan rasyo analizi ve şirket değerlendirmesine aittir. Bekoteknik A.Ş.'nin değeri altı ayrı metotla hesaplanmış ve böylece hisse senedinin olması gereken gerçek değeri her bir metoda göre ayrı ayrı hesaplanmıştır. Bekoteknik A.Ş. hisse senedi değerlemesi uygulamasının sonuçları ise bu kısmın son bölümünde uygulamanın değerlendirilmesi başlığı altında ayrıntılarıyla açıklanmıştır.



# İÇİNDEKİLER

	Sayfa
GİRİŞ	1
1. HİSSE SENEDİ TANIMI, TÜRLERİ VE HİSSE SENEDİ DEĞERLERİ	2
1.1. Hisse Senetlerinin Tanımı	2
1.2. Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar	3
1.3. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları	4
1.4. Hisse Senetleri Çeşitleri	5
1.4.1. Nama veya Hamiline Yazılı Hisse Senetleri	5
1.4.2. Adi-İmtiyazlı Hisse Senetleri	5
1.4.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	6
1.4.4. Nakit Karşılığı ve Aynı Sermaye Karşılığı Çıkarılan Hisse Senetleri	6
1.4.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	7
1.5. Hisse Senedi İşlemleri	7
1.5.1. Rüşhan Hakkı	7
1.5.2. Hisse Senedi Dividantı	7
1.5.3. Hisse Senedi Çoğaltma	8
1.5.4. Varant	8
1.6. Hisse Senedi Değerleri	9
1.6.1. Defter Değeri	9
1.6.2. Tasfiye Değeri	9
1.6.3. İşleyen Teşebbüs Değeri	10
1.6.4. Nominal Değer	10
1.6.5. Borsa Değeri	10
1.6.6. Gerçek Değeri	11
1.6.7. Emisyon Değeri	11
2. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	12
2.1. Tek Dönem Dividant Değerleme Modeli	12
2.2. Birden Çok Dönem İçin Dividant Değerleme Modeli	13
2.3. Dividantlardaki Büyümenin Modele Dahil Edilmesi	13

	Sayfa
2.3.1. Dividantların Sabit Bir Oranda Büyümesi Durumunda Değerleme	14
2.3.2. Değişken Büyüme Oranlarının Dikkate Alınması	15
2.4. Fiyat/Kazanç Oranı	16
2.5. Piyasa/Defter Değeri Oranı	17
2.6. İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi	18
2.7. Muhasebe Değeri ya da Tasfiye Değeri Yaklaşımı	19
2.8. Gerçek Değerin Yorumu	20
<b>3. TEMEL ANALİZ</b>	<b>22</b>
3.1. Ekonomi Analizi	22
3.1.1. Milli Gelir	24
3.1.2. Yatırımlar	24
3.1.3. İstihdam	25
3.1.4. Enflasyon ve Faiz Hadleri	25
3.1.5. Bütçe Açığı	26
3.1.6. Dış Ticaret	27
3.1.7. Parasal Göstergeler	28
3.2. Endüstri Analizi	28
3.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi	29
3.2.1.1. Kuruluş Dönemi	29
3.2.1.2. Büyüme Dönemi	30
3.2.1.3. İstikrar Dönemi	30
3.2.1.4. Gerileme Dönemi	30
3.2.2. Endüstri Analizinde Dikkate Alınacak Faktörler	31
3.3. Firma Analizi	33
3.3.1. Firma Analizinde Kullanılan Nitel Faktörler	34
3.3.1.1. Mamullerin Özelliği	34
3.3.1.2. Firmanın Yönetim Durumu	35
3.3.2. Firma Analizinde Kullanılan Nicel Faktörler	37
3.3.2.1. Mali Tablolar	37
3.3.2.2. Mali Tablolardaki Bilgilerin Kalitesi	38
3.3.3. Mali Tabloların Analizi	39
3.4. Kâr Tahmini ve Hisse Senedi Değerinin Hesaplanması	46



	Sayfa
3.4.1. Değerleme ve Finansal Analizle İlgili Kavramlar	46
3.4.2. Geçmişteki Büyüme Oranlarının Hesaplanması	47
3.4.3. Gelecek Dönemlerdeki Kârın Tahmini	48
<b>4. BİR UYGULAMA (BEKOTEKNİK A.Ő. HİSSE SENEDİ DEğERLEMESİ)</b>	<b>49</b>
4.1. Uygulamaya Giriş	49
4.2. Kuruluş ve Tanıtıcı Bilgiler	49
4.3. Ortaklık Yapısı	50
4.4. Şirketin Faaliyetleri ve Sektör İçindeki Konumu	52
4.5. Organizasyon ve Yönetim	56
4.6. Grup Hakkında Bilgiler	57
4.7. Geçmiş Dönem Finans Tabloları ve Rasyo Analizi	58
4.8. Şirket Değerlemesi	62
4.9. Uygulamanın Değerlendirilmesi	82
<b>SONUÇ</b>	<b>86</b>
<b>TABLolar</b>	<b>87</b>
<b>ŞEMALAR</b>	<b>88</b>
<b>KAYNAKÇA</b>	<b>89</b>

## **GİRİŞ**

Türk Sermaye piyasasında son yıllarda yaşanan gelişmeler ve yeni kurumların işlerlik kazanması, ülkemizde finans kesiminin bu yeni oluşumlarla daha da hızlı bir ivme kazanmasına yol açmış ve bu alandaki teknik ve pratik çalışmalara hız verilmiştir.

Özellikle hisse senedi piyasası 1986 yılından bu yana büyük gelişmelere sahne olmuş ve kamu oyunda büyük ilgi odaklarından biri haline gelmiştir. Son yıllarda şirketler sürekli halka açılarak kurumsallaşmaya başlamışlar, bu da hisse senetlerine hem bu senetleri çıkaran kuruluşlar hem de bu hisse senetlerine yatırım yapan kurumsal ve bireysel yatırımcılar için özel bir önem kazandırmıştır. Bu nedenlerden dolayı hisse senedi değerlemesi, bunları arzeden kuruluşlar ve yatırımcılar tarafından üzerinde en çok durulan konuların başında gelmektedir.

Bu çalışmada temel analiz üzerinde de durularak sistemli bir hisse senedi değerlemesi anlatımı izlenmiştir. Bu amaçla değerlemede temel bakış açısı anlatılmış ve dünya finans literatüründeki yaklaşımlar Türkiye'ye uyarlanmaya çalışılmıştır.

# 1. HİSSE SENEDİ TANIMI, TÜRLERİ VE HİSSE SENEDİ DEĞERLERİ

## 1.1. Hisse Senetlerinin Tanımı

Türk Ticaret Kanununda hisse senedinin doğrudan doğruya bir tanımı bulunmamakta ancak 269. maddeyle, anonim ortaklık: "bir ünvana sahip, esas sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan ortaklık" şeklinde tanımlanmakta ve "ortakların sorumluluğu, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlıdır" denerek hisse senetleri için kesin bir tanım yapılmamakla birlikte, bunların nitelikleri belirlenmiş olmaktadır(1).

Türk hukuk lügatında ise hisse senedi "ortaklık sermayesinin birbirine eşit kısımlara ayrılmış parçalarından herbirinin karşılığı olmak üzere, kanunda gösterilen şekillere uygun kıymetli evraktır" şeklinde tanımlanmaktadır(2).

Hisse senedi, şirket sermayesinin belirli bir kısmını teşkil eder. Ortaklığın ihraç etmiş olduğu tüm hisse senetlerinin itibari (nominal) değerlerinin toplamı esas sermaye miktarına eşittir. Şirket bakımından her hisse senedi bir hukuki birim oluşturur, yani hukuken bölünmesi mümkün değildir. Bir hisse senedinin birden fazla sahibi varsa bunlar şirkete karşı haklarını ancak ortak bir temsilci aracılığıyla kullanabilirler. Pay sahipliğinden doğan haklar bir bütün olarak hisse senedinde toplanır, dolayısıyla hisse senedi sahibi her türlü ortaklık haklarından yararlanma olanağına sahiptir.

Hisse senetlerinin özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

a) Hisse senedi, sahibine ortaklık hakkı tanıyan kıymetli evraktır. Ortaklık hakkının sağladığı imkanlar şunlardır:

- Şirket yönetimine katılma ve oy kullanma hakkı
- Şirket kârından pay alma hakkı
- Rüçhan hakkı

(1) Mustafa SAĞCAN, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987, s.36.

(2) Oğuz Kürşat ÜNAL, Menkul Kıymetler, T.İş Bankası Vakfı Yayınları, Hukuk Fak., Ankara, 1988, s.61.



- Genel kurulu toplantıya davet edebilme ve görüşülmesi istenen konuları belirleyebilme
- Tasfiyeden pay alma hakkı
- Şirketin faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkı

b) Hisse senedi sahibi şirketin kâr ve zararına ortaktır. Şirket kâr ederse ortaklarına temettü dağıtır.

c) Hisse senetlerinin itibari değerden yüksek bir fiyatla (Pirimli) çıkartılması mümkündür. Ancak itibari değerden düşük çıkartılamaz.

d) Hisse senetlerinde devir işlemleri

1- Hamiline yazılı hisse senetlerinin devri: Senedin sahibi başka kanıtla lüzum kalmadan, şirkete karşı hisse senedinin temin ettiği bütün haklara ve bu hakları kullanma yetkisine sahiptir. Dolayısıyla bu hisse senetlerinin devir işleminde hiçbir şekil söz konusu değildir, bunlar bir mal gibi alınıp satılabilir.

2- Nama yazılı hisse senetlerinin devri: Nama yazılı hisse senetlerinin devri yazılı şekle tabidir. Bu senetler ana sözleşmede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Senedi devir alan kişi şirketin ortaklık hisse defterine ismini kaydettirir.

## 1.2. Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar

Hisse senedi çıkarabilecek kuruluşları 4 başlık altında toplamak mümkündür:

**a) Anonim Şirketler.** Hisse senedi çıkarabilecek kuruluşların başlıcaları anonim şirketlerdir. Bunları da kendi aralarında üç ayrı grup halinde incelememiz gerekir.

- 1- Yalnızca Ticaret Kanunu'nun hükümlerine tabi olan Anonim şirketler,
- 2- Ticaret ve Sermaye Piyasası Kanunları hükümlerine tabi, kayıtlı sermaye dışında hisse senetlerini halka arzetmiş anonim şirketler,
- 3- Sermaye arttırımı yönünden yalnızca Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi anonim şirketler.

Sermaye Piyasası Kanunu ile ona bağlı mevzuatın hisse senetlerine getirdiği değişiklikler şöyle özetlenebilir(3):

---

(3) Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989, s.334.

- SPK halka açık şirketleri diğerinden ayırmakla hisse senetlerini ölçü olarak almaktadır. Hisse senetlerini halka arz eden veya etmiş sayılan şirketler SPK hükümlerine tabidir. Bunun ortak sayısı olarak ölçüsü de 100'dür.

- Halka açık şirketlerde hisse senetlerine ödenecek temettüer SPK tarafından düzenlenmiştir.

- Halka açık yani SPK'na tabi şirketlerde taahhüt edilen hisseler apeller halinde değil, tamamı bir defada ödenir.

**b) Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler.** Bu şirketlerde hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak teorik olarak menkul kıymet olarak kabul edilebilecek olan bu senetler kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir(4).

**c) Özel Kanunla kurulmuş bulunan kuruluşlar.** Bazı bankalar, T.C.Merkez Bankası, Sigorta şirketleri, genel mağazalar, anonim şirket halinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekküleri, bağlı ortaklıklar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edebilirler(5).

**d) Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdarı Başkanlığı:** 17.3.1984 gün ve 2983 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun"la açıklanan Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi, Gelir Ortaklığı Senedi ve Kamu Hisse Senedi şeklinde iki menkul kıymet ihraç edebilir(6).

### 1.3. Hisse Senetlerinde Şekil Şartları

Türk Ticaret Kanunu'nun 413. maddesine göre hisse senetlerinde bulunması gerekli hususlar şunlardır:

- Hisse senedini çıkartan şirketin ünvanı
- Esas sermaye miktarı
- Şirketin tescil tarihi
- Senedin türü (nama, hamiline, adi-kurucu vs.)
- Senedin itibari değeri

---

(4) ÜNAL, op.cit., s.67.

(5) SAĞCAN, op.cit., s.63.

(6) Selahattin TUNCER, *Türkiye'de Sermaye Piyasası*, İstanbul, 1985, s.208-209.

Kanunun önerdiği yukarıdaki şekil şartlarından başka aşağıdaki hususlarında hisse senetlerinde yer alması düşünülebilir:

- Senedin ihraç tarihi,
- Esas sözleşmenin bazı önemli maddeleri,
- Senedin kapsadığı pay adedi,
- Önceki Sermaye arttırmalarına ilişkin bilgiler,
- Kuponlara ilişkin bilgiler,
- Kuruluğu veya sermaye arttırımını onaylayan mahkeme kararının tarih ve numarası,
- Senetlerin tertip, grup ve serisi.

## **1.4. Hisse Senetleri Çeşitleri**

### **1.4.1. Nama veya Hamiline Yazılı Hisse Senetleri**

Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asılan nama yazılı hisse senetleridir. Bu hisse senetlerinin ortak sayısının tesbitinde ortakların tanınması ve takibinde, malvarlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması halinde genel kurul toplantısına katılmada çeşitli yararları bulunmasına karşılık, ortaklık payının devrindeki güçlükler ve halka açılmayı engelleme bakımından sakıncaları da vardır.

Senedin hamili kim ise, o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan hisse senetleri hamiline yazılı hisse senetleridir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınıai mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme gibi konularda yarar olmakla birlikte, senedin kaybedilmesi ve çalınması halinde hak sahipliğinin kanıtlanmasındaki güçlükler bakımından sakıncaları bulunduğu söylenebilir.

### **1.4.2. Adi-İmtiyazlı Hisse Senetleri**

En basit ve genel ifadesi ile özel birtakım üstünlük veya haklar sağlamayan hisse senetlerine "adi hisse senetleri", bünyesinde bazı farklılıklar bulunduran gruba da "imti-



yazılı hisse senetleri" denilmektedir(7).

Şirketin kuruluşunda emeği geçenler, sermaye içinde yüksek orana sahip olanlar, şirkete değişik şekillerde destek ve teşvik verenler bazı ayrıcalıklara sahip olmak isteyebilir. Bu ayrıcalıklar kâr payı almada, tasfiye sonuçlarına katılmada, oy hakkında rüçhan hakkı kullanımında söz konusu olabilir. İmtiyazın konusu ve sınırları esas sözleşmede açıkça belirtilmelidir. Bazı şartlarda imtiyazların sınırlandırılması, değiştirilmesi ve kaldırılması mümkündür.

#### 1.4.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Bedelli arttırmaya konu olan hisse senetleri "yeni taahhüt yoluyla çıkarılan hisse senetleri" diye adlandırılırlar. Bu tip hisseler ya şirketin kuruluş aşamasında ya da sermaye arttırmalarında ortakların rüçhan haklarını kullanmasıyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Böylece ortaklığın dışından ortaklığa ödeme yapılmış olur.

Yedek akçe, dağıtılmayan kâr, yeniden değerlendirme fonu, gayrimenkul satışları ve ya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme yapmaya gerek yoktur. Bu durumda iç kaynaklardan bir ödeme yapılmakta böylece bedelsiz hisse senetlerine sahip olma hakkı eski ortaklara, yani pay sahiplerine ait olmaktadır.

#### 1.4.4. Nakit Karşılığı ve Ayni Sermaye Karşılığı Çıkarılan Hisse Senetleri

Gerek kuruluşta, gerekse sermaye arttırmalarında bedelleri nakit olarak ödenen hisse senetlerine "nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri", bedelleri paradan başka sermaye ile ödenen senetlere de "ayni sermaye karşılığı hisse senetleri" adı verilmektedir(8).

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre hisse senetleri halka arz edilen ortaklıklarda ister kuruluş aşamasında isterse sermaye arttırmalarında hisse senetleri bedellerinin nakden ödenmesi öngörülmüştür.

---

(7) Zühtü AYTAÇ, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, T.İş Bankası Vakfı Yayınları, Ankara, 1988, s.87.

(8) Mehmet BOLAK, Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, 1991, s.78.

#### **1.4.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri**

Türk Hukukuna göre itibari (nominal) değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir, ayrıca itibari değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Bu durumda, üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, itibari değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir.

### **1.5. Hisse Senedi İşlemleri**

#### **1.5.1. Rûçhan Hakkı**

Anonim Ortaklığın mevcut ortakları sadece kayıtlı sermaye üzerinde değil, ortaklığın tüm öz varlığı üzerinde hak sahibidirler. Yeni çıkarılacak hisse senetleri üzerinde de eskileri ile birlikte hak sahibi olacaklardır. Bu hak mevcut ortaklara yeni hisse senedi çıkarımlarında, ortaklıktaki hissesi oranında yeni hisse senetlerinden satın alma olanağı tanımaktadır. Rûçhan hakkı, mevcut ortakların zenginliklerinin korunmasıyla birlikte bunların ortaklıktaki sermaye oranlarının da korunması olanağını sağlar.

#### **1.5.2. Hisse Senedi Dividantı**

Bir Anonim Ortaklık birikmiş olan dağıtılmamış kârlarını ve Sermaye fazlalığını nakit kâr payı olarak ortaklarına dağıtabileceği gibi, kâr payı olarak yeni hisse senedi de dağıtabilir. Dividant olarak hisse senedi verilmesi halinde ortaklığa yeni sermaye fonları gelmekte, sadece mevcut özvarlığı temsil eden hisse senedi sayısı artmaktadır.

Kâr payı alma konusunda ortaklar yeterince serbest değildir. Herşeyden önce bazı yasal sınırlamalar şirket kârının tamamen kâr payı olarak dağıtılmasını engellemektedir. Yasal olarak ülkemizde kâr payı dağıtımını yönetim kurulunun önerisi, ortaklar genel kurulunun kabulü ile gerçekleşir.

#### **1.5.3. Hisse Senedi Çoğaltma**

Bir Anonim ortaklık bir hissesini daha çok sayıda hisseye böler ve bir hisse senedi karşılığında bu çok sayıdaki hisse senetlerini verirse hisse senedi sayısını çoğaltmış olur.

Örneğin pazardaki fiyatı 10.000 TL ve nominal değeri 1000 TL olan bir hisseyi ikiye-bölen bir ortaklık, 1000 TL nominal değerli mevcut bir hisse senedini geri olarak onun yerine nominal değeri 500 TL olan iki hisse senedi verir. Böylece ortaklığın sermaye pazarında dolaşan hisse senetleri sayısı bir kat artmış olur.

Hisse senedi çoğaltma işleminin nedeni, anonim ortaklığın hisse senedinin pazar değerinin çok fazla artmış olması olabilir. Çok yüksek pazar değeri özellikle, pazar fiyatının artışından sermaye kazancı elde etmek isteyen yatırımcıları o hisse senedini talep etmemeye yönlendirebilir. Bunun sonucu olarak da hisse senedinin pazar fiyatının artış hızı azalır. İşte hisse senedi çoğaltma işlemi ile yeni hisse senetlerinin pazar fiyatları yatırımcıları çekecek bir düzeye getirilir, ayrıca hisse başına kâr payını arttırma uygulaması da gerçekleştirilmiş olur. Pazar fiyatı ise eski senetlerin pazardaki değerinin bunlar için verilen yeni hisse senedi sayısına bölünerek bulunur.

#### 1.5.4. Varant

Varant, önceden saptanmış belirli bir fiyat üzerinden belirli sayıda hisse senedi satın alma hakkıdır. Varant'ta bir seçme hakkı söz konusudur. Bu hakkın sahibi ister seçim hakkını kullanarak önceden saptanmış belirli fiyatta belirli sayıda hisse senedi satın alacak veya bu hakkını kullanmayacaktır. Varantın süresi belirli bir tarihle sınırlı olabileceği gibi, bu süre sınırsızda olabilir(9).

Varant fiyatı şunlara bağlı olmaktadır:

- Satın alma hakkı tanınan fiyat,
- Hisse senetlerinin o anki pazar fiyatı,
- Şirketin senet sayısına oranla ne kadar varant bulunduğu.
- Hisse senetlerinin spekülatif olup olmaması,
- Varantın bitiş süresinin kısıtlı olup olmaması.

Örneğin bir işletme 1000 TL'lik hisse senetlerini 1500 TL'den alma hakkını tanıyan varantlar çıkartmış olsun. Bu hisselerin pazar değeri 2000 TL olunca bu varantın pazar değeri şöyle olur.

---

(9) Öztin AKGÜÇ, Finansal YÖNETİM, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No:8, İstanbul, 1989, s.553.



$$VPD = (HPD - F) \cdot N$$

$$VPD = (2000-1500) \cdot 1$$

$$VPD = 500 \text{ TL}$$

VPD = Varantın pazar değeri

HPD = Hisse senedinin pazar değeri

F = Varantın sağladığı hisse senedi satın alma fiyatı

N = Varantın adedi

## 1.6. Hisse Senedi Değerleri

### 1.6.1. Defter Değeri

Defter değeri, varlıkların muhasebe değerine göre belirlenmiş değeridir. Her bir varlık kaleminin ve pasiflerin işletmenin defterlerinde nasıl gösterilebileceği muhasebe ve Vergi Usul Yasası ilkelerine göre belirlenmiş bulunmaktadır.

Hisse senetlerinde defter değeri ise bir işletmenin özsermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada özsermaye ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır(10).

### 1.6.2. Tasfiye Değeri

İşletmenin varlıklarının teker teker satılması halinde bulunabileceği değer şeklinde tanımlanır. Tasfiye değeri pazar değerini araştırırken öneme sahiptir. Şirketin hisse senetlerinin pazar değeri için tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır.

Tasfiye değerini hesaplarken varlıkların pazarda bulabileceği değer belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkaracaktır. Özellikle, işletmedeki yarı mamullerin, arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde uygulamada farklı bilirkişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar ortaya çıkabilir.

(10) Özcan ERTUNA, Finansal Kurumlar, 2.basım Teori Yayınları, Ankara, 1986, s.186.



### 1.6.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulacağı değer olarak bilinir ve bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir.

Ortaklığın Vergi ve faizlerden önceki gelirinin belirli bir kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilmesi ortaklığın toplam değerini verir.

$$TD = V.F.Ö.K./K$$

T.D : Ortaklığın Toplam Değeri

V.F.Ö.K.: Ortaklığın Vergi ve Faiz Öncesi Kârı

K: Kapitalizasyon Oranı

Tasfiye değeri pazar değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri üst sınırı oluşturacaktır. Bir pay senedinin piyasa değeri bu iki sınır arasında bir yerde oluşmaktadır.

### 1.6.4. Nominal Değer

Nominal Değer Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değerdir. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bunlarla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedinin birincil pazara çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından belirlenen değerdir. Türk Ticaret Kanunu'na göre ülkemizde bir pay senedi en düşük 500 TL nominal değerli olabilir, fakat en sık görülen değer ise 1000 TL değerindedir. Nominal değer, kâr payı dağıtımının sermayeye orantılı bir biçimde yapılması durumunda, pay başına kâr payının hesaplanması, muhasebe kayıtlarına esas teşkil etmesi ve ortakların taahhüt ettikleri sermayeyi ödemeyerek şirketin üçüncü kişileri zarara uğratmasını önlemeye yardımcı olması dışında pek bir anlamı yoktur.

### 1.6.5. Borsa Değeri

Hisse Senedinin sermaye pazarında sahip olduğu fiyat o senedin borsa değerini diğer bir deyişle piyasa değerini oluşturmaktadır. Borsa değeri, pazar koşullarında arz ve talebe göre oluşan bir fiyat olmakla beraber hisse senedinin gerçek değerinden farklı olabilir. Bununla beraber şirketin koşullarında değişim olmaksızın sermaye piyasasındaki

değişmelere bağılı olarak çeşitli fiyat değişimleri yaşanabilir. Kısaca piyasadaki koşullar bir hisse senedinin pazar değerini gerçek değerinin üstüne çıkarabilir, altına da düşürebilir. Bi yatırımcı yatırımdan zarar görmek istemiyorsa hisse senedinin borsa değerinin gerçek değerinden farklı olup olmadığını araştırmadan yatırım kararı almamalıdır.

#### 1.6.6. Gerçek Değer

Bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedine sahip olan işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıttı kâr payları, sermayesi gibi değerlerin yardımıyla belirlenen bir değerdir.

Gerçek değer bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir(11).

#### 1.6.7. Emisyon Değeri

Emisyon Değeri hisse senedinin piyasaya çıkarılış değeridir. Şirketin yeni hisse senetlerini nominal (itibari) veya primli bir değerden ihraç etmesi mümkündür. Diğer bir deyişle, hisse senedinin emisyon (ihraç) fiyatı, nominal fiyatına eşit veya yüksek olabilir.

---

(11) BOLAK, op.cit., s.80.

## 2. HİSSE SENEDİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Hisse senetlerinin türleri, şekil şartları, hisse senedi değerleri ve işlemlerinin anlatıldığı birinci bölümden sonra bu bölümde hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine yardımcı olacak teorik modeller incelenecektir. İlk olarak temettüleri temel alan modeller açıklanacak, önce bir ve birden çok dönem için temettü değerlendirme modelleri, sonra çeşitli temettü büyüme oranlarına dayalı diğer modeller incelenecektir. Daha sonra ise sırasıyla Fiyat/Kazanç oranı, Piyasa/Defter değeri oranı, İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi ve son olarak da Tasfiye değeri yaklaşımı anlatılacaktır.

### 2.1. Tek Dönem Dividant Değerleme Modeli

Bir tasarruf sahibinin hisse senedi satın aldığı, bu hisse senedini sadece tek bir dönem elde tutacağı varsayalım. Yatırımcının dönem sonunda  $D_1$  miktarda dividant geliri elde edeceğini ve  $P_1$  fiyatından hisse senedini yine aynı dönem sonunda satacağını kabul edersek,  $k$  gibi bir getiri yani kârlılık oranı üzerinden hisse senedinin bugünkü fiyatı bulunmaya çalışılacaktır.

Bu modele göre hisse senedinin değeri yatırımcının elde tutma döneminde elde edeceği gelirlerin  $k$  oranı üzerinden bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olacaktır. Bunu eğer formülle göstermek istersek;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}$$

şeklinde ifade edilebilir.

- $P_0$  : Hisse senedinin bugünkü değeri
- $D_1$  : Beklenen dividant geliri
- $P_1$  : Hisse senedi satış fiyatı
- $k$  : Beklenen getiri oranı



## 2.2. Birden Çok Dönem İçin Dividant Değerleme Modeli

Eğer yukarıda sözü edilen yatırımcı hisse senedini birden çok, örneğin 2 yıllık bir dönem için tutmayı hedefliyorsa gene yukarıdaki yöntemle göre hisse senedinin değeri hesaplanabilir. Dividant gelirinin birden çok dönem için söz konusu olması halinde formül şöyle kurulabilir.

$$P_o = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2}$$

İki yıllık bir dönem için açıklanan bu değerlendirme formülünü daha uzun dönemler için, örneğin "n" dönem için genişletmek de mümkündür.

$$P_o = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Bu formül eğer kısaltılırsa;

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_T}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Kısaca bir hisse senedinin değeri, bu hisse senedinin gelecekte sağlayacağı dividant gelirlerinin bugüne indirgenmiş değerleri toplamına eşit olmaktadır.

Dividant geliri olmayan hisse senetlerinde de aynı yöntem uygulanabilir. Fakat burada önemli olan nokta şirketin belirli bir zaman sonra temettü ödemesi yapmasının beklenmesidir. Zaten böyle bir beklentisi olmayan yatırımcılar bu hisse senedine talep göstermeyeceklerdir. Temettü ödemesi yapmayan şirketler sermayelerine yatırım yaptıkları için gelecekteki dividant ödemeleri daha fazla ve daha hızlı olarak gerçekleşecektir(12).

## 2.3. Dividantlardaki Büyümenin Modele Dahil Edilmesi

Yukarıdaki modeller gelecekteki dividantları temel aldığına göre bu gelecek dönemlerde beklenen dividantların sabit kalması pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Divi-

(12) Frank K.REILLY, Investments, Third edition, Virginia, 1992, s.230.



dantların her yıl farklı büyüme oranlarını da dikkate alarak değerlendirme modelleri geliştirmek mümkündür.

### 2.3.1. Dividantların Sabit Bir Oranda Büyümesi Durumunda Değerleme

Eğer dividantların her yıl sabit bir  $g$  oranında büyümesi beklenilmekte ise  $t$  döneminde yatırımcının elde etmeyi beklediği toplam temettü miktarı  $D_T$  olacaktır.

Formül şöyle açıklanabilir;

$$D_T = D_N (1+g)^t$$

$D_T$  = Yatırımcının beklediği toplam temettü miktarı

$D_N$  = Bugünkü döneme ait temettü geliri

$g$  = Büyüme oranı

$k$  = Dönem sayısı

Bu takdirde, verdiği dividantlar her yıl  $g$  oranında büyüyen bir hisse senedinin bugünkü değerini veren formül şu şekilde yazılacaktır.

$$P_o = \sum \frac{D_o (1+g)^t}{(1+k)^t}$$

Yukarıdaki formül çeşitli işlemler sonucu şu basit şekline ulaşmaktadır (Gordon modeli)

$$P_o = \frac{D_1}{k-g}$$

Bu modele göre şirketçe ödenen temettülerin sonsuza dek her yıl boyunca aynı oranda büyüyeceği varsayılmaktadır. Ayrıca yatırımcının beklediği kârlılık oranının ( $k$ ), sabit büyüme oranından ( $g$ ) büyük olması ( $k > g$ ) gerekmektedir. Gelecekteki büyüme oranı tahmin edilirken geçmiş yıllardaki dividant büyüme oranlarının gelecekte de devam edeceğini düşünmek pratik bir çözüm olacaktır. Büyüme oranı ( $g$ ) belirlendikten sonra  $D_1$  değeri de  $D_1 = D_o (1+g)$  yoluyla hesaplanır. İskonto oranı veya başka bir deyişle kârlılık oranı da bir veri olduğundan hisse senedinin değeri hesaplanmış olmaktadır.

Yukarıdaki formülden  $k$  yani yatırımcının arzu ettiği getiri oranını göstermek istersek;

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g \text{ sonucuna ulaşılmaktadır.}$$

Bu da göstermektedir ki yatırımcının arzu ettiği kârlılık oranı, temettü verimi yani Temettü/Fiyat ve g ile ifade edilen büyüme oranından oluşmaktadır.

Temettülerdeki büyüme oranının artabilmesi hisse başına kazanç miktarının artabilmesine bağlıdır. Kazançlardaki büyüme ise birçok faktöre bağlıdır. Bunlar; enflasyon, alıkoyulan kazançlar (yedekler), şirketin özsermayesine göre kârlılık oranı gibi faktörlerdir. Örneğin enflasyon gözönüne alınırsa eğer satış miktarları aynı ise satış fiyatları ve girdi maliyetleride enflasyon oranı kadar yükselecektir. Böylece hisse başına kazançta enflasyon oranı kadar artmış olacaktır. Hisse başına kazanç, kârların şirket içinde özsermayeye eklenmesiyle de artacaktır. Eğer şirketin bütün kârı temettü olarak dağıılmıyorsa (bir kısmı şirket tarafından alıkoyulursa) bu zaman içinde de kazançlarda ve temettülerde büyüme olarak kendini gösterecektir(13).

### 2.3.2. Değişken Büyüme Oranlarının Dikkate Alınması

Özellikle hızlı büyüme gösteren endüstrilerdeki firmalar için değişken büyüme oranlarının dikkate alınması gerekmektedir. Özellikle piyasaya yeni mamül çıkaran firmalar ilk zamanlarda kârlarını çok hızlı bir şekilde arttırlar. Fakat ileride de sürekli olarak bu büyüme oranlarının izleneceğini düşünmek ise hatalı olur. Talep zamanla yeni rekabetçi firmaların piyasaya girmesiyle azalacak ve böylece kârlarında azalmasıyla birlikte ödenen temettü oranlarında da düşmeler olacaktır.

Bu model şu şekilde geliştirilebilir; m yıllık sürede normalin üstünde bir hızda ( $g_1$ ) büyüme bekleniyor ve (m+1) yıldan sonra dividant büyümesi sonsuza dek normal bir şekilde devam ediyorsa formül şöyle ortaya çıkar(14):

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+k)^t} + \frac{1}{(1+k)^m} \cdot \left( \frac{D_{m+1}}{k-g_2} \right)$$

Bu formüle göre önce m dönem boyunca dividantlardaki yıllık  $g_1$  oranındaki bü-

(13) Fred J.WESTON and Eugene F.BRIGHAM, Essentials of Managerial Finance, Ninth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1990, s.233-234.

(14) Ünal BOZKURT, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, İstanbul, 1988, s.111.

yüme oranı göz önünde bulundurularak tahmin edilir ve bunlar verilen bir k oranı ile bugüne indirgenir ve toplanır. (m+1) yıldan sonra dividant artışı sonsuza dek  $g_2$  oranında artacağından  $P_0 = D_1/k-g$  formülünden hissenin m dönemi sonundaki fiyatı hesaplanır. Hesaplanan  $P_m$  değeri gene k oranı üzerinden bugüne indirgenir. İki değer toplamı bize ulaşmak istediğimiz değeri vermektedir.

## 2.4. Fiyat/Kazanç Oranı

Hisse senedi değerlemede belki de basitliği nedeniyle, en çok kullanılan yöntem Fiyat/Hisse başına kâr oranıdır (price/earnings ratio).

İlk olarak G.B.Malkiel tarafından önerilen bu yöntemde analist önce hisse başına net kârı tahmin eder, daha sonra bu değeri hisse senetleri piyasasında gerçekleşmiş fiyat/hisse başına net kâr oranıyla çarparak hisse senedinin olması gereken fiyatını (gerçek değer) hesaplar(15).

Bu oran işletmenin her 1 TL.lik vergi öncesi hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Örneğin bir şirketin fiyat/kazanç oranı 10 ise bu, yatırımcıların hisse başına düşen kârın 10 mislini hisse senedine ödemeye razı olduklarını ifade etmektedir. Özellikle büyüme potansiyeli yüksek, geleceği parlak gözükten işletmelerin hisse başına düşen kârına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve oran yüksek olur.

Burada bizim aradığımız hisse değeri olduğu halde, fiyat/kazanç oranı hisse senedinin borsa veya piyasa fiyatından hareket etmektedir. Hisse senedi değerlemede bu oranın faydası şudur. Eğer bir şirketin hisse senedi fiyatı belli değilse, sektörün genel fiyat/kazanç oranı bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılabilir.

Bir firmanın dönem kârı tesbit edilemese bile, temettü dağıtım oranı, kârın büyüme oranı ve piyasa iskonto faiz oranı bilindiğinde fiyat/kâr oranı şu şekilde hesaplanabilir(16).

$$F/K = \frac{d(1+b)}{f-v(1-d)}$$

(15) Gültekin KARAŞİN, Sermaye Piyasası Analizleri, İkinci baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:4, Ankara, 1987, s.26.

(16) Murat UĞUZ, Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi, Mali ve Ekonomik Yayınlar, İstanbul, 1990, s.246.



- F/K = Hisse senedinin fiyat/kâr oranı  
d = Temettü dağıtma oranı  
b = Firma net kârındaki büyüme oranı  
v = Firma kârının büyüme oranındaki artış oranı  
f = Piyasa iskonto faiz oranı.

Pay başına kazancı aynı olan ve gelecekte de pay başına kazançları aynı olması beklenen iki ortaklıktan kârının tümünü dağıtabilen ortaklığın pay senetlerinin teorik değeri aynı yıllık kazanç kalıbını sağlayabilmek için yıllık kazançlarının bir bölümünü bünyede alıkoyarak yatırımlara ayırmak zorunda olan ortaklığa kıyasla daha yüksektir. Örneğin A ve B şirketlerinin pay başına kazançları aynı ve gelecek dönemlerdeki pay senedi başına kazançlarının aynı olması beklenmektedir. Ancak bu orana ulaşabilmek için A şirketinin ilave bir yatırım yapması gerekli olmadığı dolayısıyla yıllık kazancının tümünü temettü olarak dağıtma olanağına sahip olmasına karşılık B şirketinin aynı oranı sağlayabilmesi için, pay başına elde edilen kazancın bir bölümünü ek yatırımlara tahsis etmek zorunda olmaktadır. Bu durumda A şirketinin pay senetlerinin fiyatı B'ninkine kıyasla daha yüksek olacaktır(17).

F/K oranı yatırımcıların, hem piyasaının genel durumu hem de ilgili firmanın performansı hakkında beklentileri mukayese etmesi için bir kaynak olmaktadır. Ekonomideki olumlu koşullar hisse senetlerinin F/K oranının artışına sebep olur. Firmanın içinde bulunduğu sektör ya da endüstri diğer sektörlerle göre daha fazla kârlılık gösteriyorsa F/K oranı diğerlerine nazaran artış gösterebilir. Bunların dışında şirket ele geçirme veya şirket birleşmeleri gibi spekülâtif nedenler sebebiyle F/K oranında suni artışlarda olabilir.

## 2.5. Piyasa/Defter Değeri Oranı

Piyasa değeri/Defter değeri oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin etmek amacıyla kullanılır.

Bu yaklaşımda, fiyat/kazanç oranı yaklaşımında olduğu gibi, iki büyüklük arasında belirli bir katsayı saptamaya yöneliktir. Firmanın geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer firmaların verilerinden yararlanarak, işletmelerin piyasa değerleri ile def-

---

(17) AKGÜÇ, op.cit., s.667.



ter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri belirlenecek ve daha önce bulunmuş piyasa/defter değeri oranıyla çarpılacaktır.

$$GD = \text{Defter Değeri} \times (\text{Piyasa} / \text{Defter değeri}) \text{ oranı}$$

Bir şirketin defter değeri bilançosunda gösterilen aktiflerinden borç ve yükümlülüklerinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Bir anlamda Piyasa/Defter değeri oranı şirketin halihazırdaki hisse senedi fiyatının geçmiş yıl sonu veya içinde bulunulan yılsonundaki hisse başına zsermaye tutarına bölünmesiyle bulunur. Diğer piyasa göstergelerinde olduğu gibi, şirketlerin değişik muhasebe metodları kullanmaları bu oranın karşılaştırma amacıyla kullanılmasında tutarsızlıklara neden olabilir.

## 2.6. İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi

İskonto edilmiş net nakit akımları analizi metodu gerek kapsam gerekse gelecek beklentilerinin en iyi yansıttığı yol olması ve dünyaca kabul görmesi açısından en çok güvenilen yöntemlerden biridir. Bu metod şirketin yaratacağı nakit akımlarının indirgenmiş değerlerinin toplamını şirket değeri olarak kabul etmektedir. Fakat sonsuza kadar nakit akımlarının tahminlenmesi mümkün olamayacağı için bir tahminleme süresi seçilmekte ve bu sürenin sonunda bir residual değer tesbit edilmektedir.

şirket değerinin, tahmin süresi içerisinde yaratılması beklenen serbest nakit akımları ve nihai değerinin bugünkü değerinden kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değerinin çıkarılmasıyla bulunan değer denklemsel olarak şu şekilde gösterilebilmektedir;

$$\text{şirket değeri: } \sum \frac{CF(n)}{(1+r)^n} + \frac{CF_g(1+g)}{(r-g)(1+r)} - MVD$$

Burada;

CF = Serbest nakit akımı

r = İskonto oranı

CF<sub>g</sub> = Tahmin süresinin sonundaki serbest nakit akımı

g = Tahmin süresi sonundan itibaren serbest nakit akımı büyüme hızı

MVD = Kısa/orta/uzun vadeli banka borçlarının piyasa değeri

Serbest nakit akımı şu şekilde tanımlanmıştır:

- + Vergiden önceki kâr
- + Karşılıklar
- + Amortisman
- Vergi ödemeleri
- +/- Net İşletme Sermayesi artış/azalış
- Yatırımlar
- +/- İştiraklerdeki artış veya azalışlar
- +/- Diğer aktiflerdeki artış veya azalış

Daha önce de belirttiğimiz gibi İndirgenmiş Net Nakit akış yöntemi ile işletmenin gelecek dönemlerde oluşacağı tahmin edilen net nakit akışları bir iskonto oranı ile (riskli getiri oranı) indirgenerek işletmenin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Daha sonra bu değer işletmenin hisse sayısına bölünerek 1 hisse senedi için elde edilen fiyata ulaşılır.

Bu yöntemin başarı ile uygulanabilmesi için belirli şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bunlar;

- a) Seneler itibariyle dönemin uzunluğunun en uygun biçimde seçimi,
- b) İleriki yıllar için yapılan tahminlerin doğruya yakın olması,
- c) İndirgemeyi sağlayacak iskonto oranının (özsermaye maliyeti) gerçeği yansıtacak bir biçimde hesaplanmasıdır.

## 2.7. Muhasebe Değeri ya da Tasfiye Değeri Yaklaşımı

Bir hissenin muhasebe değeri Özkaynaklar/Hisse sayısı, tasfiye değeri ise varlıkların cari (tasfiye) değerinden borçların cari değerinin çıkarılması ile elde edilen özkaynak değerinin hisse sayısına bölünmesiyle elde edilen değerdir. Hisse senedinin muhasebe ya da tasfiye değeri beklenen nakit girişlerini dikkate almaması nedeniyle yalnızca iflas ve tasfiye halindeki ortaklıklarda önem taşır(18).

Bir ticari işletmenin toplam varlıkları ile toplam yükümlülüklerinin piyasa değerleri arasındaki farkı temsil eden tasfiye değeri hesaplanırken karşılaşılan en büyük zorluk maddi duran varlıklarının cari değerlerinin hesaplanmasıdır. Bu varlıkların cari değerlerini

---

(18) KARAŞIN, op.cit., s.26.



hesaplamak için bu varlıkların alındığı tarih ile tasfiye değerinin hesaplanacağı tarih arasında geçen süredeki fiyat artışlarının hesaplanması gerekir. Bunu hesaplarken; genel indeks yöntemi, özel indeks yöntemi ve piyasa değerleri kullanılır(19).

Tasfiye değeri için kullanılan başka bir terim ise net aktif değerdir. Net aktif değer, şirketin tasfiyesi halinde aktif kalemlerinin parça parça satılarak paraya çevrilmesine benzetilebilir. Yani Net aktif değeri bir bakıma tasfiye değeri olmaktadır. Hatta Net aktif değerine kimi zaman hurda değeri (scrap value) denildiği de olmaktadır. Çünkü çoğunlukla hisse senetlerinin net aktif değeri borsa fiyatlarından farklı olmaktadır.

Net aktif değeri, bir şirketin pazar payına, markasının tanınmasına, personelinin uzmanlığına, yönetim kalitesine, bayi ve fon sağlayıcılarla iyi ilişkilerine, etkin dağıtım sistemine ve optimum tesis yerleşim yerlerine bağlı olan kazanç potansiyelini göz önüne almaktadır. Bütün bu değerler şirketin toplam değerinin belirlenmesinde "goodwill" olarak alınabilir. Goodwill belirlemek için spesifik bir metod olmadığından bu değer daha çok alıcı ve satıcı arasındaki pazarlıkta ortaya çıkmaktadır.

Net aktif değer borsadaki fiyatından farklı olması, bu usulün işletmenin yalnız maddi varlığını parçalar halinde gözönüne almış olmasındandır. Oysa para kazanan bir işletmenin maddi varlığının üstünde ayrıca bir bütün olarak "işletme değeri" (operating value) vardır. Gerçekçi bir değerlendirme şirketin aldığı sonuçların gelişimini ve sermaye piyasasının içinde bulunduğu şartları göz önünde bulundurmak zorundadır(20).

## 2.8. Gerçek Değerin Yorumu

Yukarıda açıklanan hisse senedi değerlendirme yöntemlerini kullanmak suretiyle bulunan değerler, hisse senedinin gerçek (intrinsic value) değerlerini göstermektedir. Bu değerler işletmenin kazanç, kârlılık oranı, aktif değerleri, gelişme potansiyeli ve bunun gibi diğer faktörlerin gözönüne alınmasıyla elde edilen değerlerdir. Hisse senedinin denge fiyatı olan bu değer, hisse senedinin cari pazar değerinden farklı olacaktır. Bu aradaki farkın yorumlanması için ise daha çok temel analiz (fundamental analysis) yönteminin incelenmesi gerekmektedir.

---

(19) Cemil ALBAYRAK, Hisse Senedi Fiyatlarının Belirlenmesi, Orkim Eğitim Kültür Merkezi Yayınları, İstanbul, 1992, s.23.

(20) KARSLI, op.cit., s.384.

Her ne kadar gerçek değer hisse senedinin olması gereken değeri olsada, gerçek değer ile piyasa değeri arasında farkların olması kaçınılmazdır. Bu da finansal pazarlardaki ve ekonomik koşullardaki değişimler nedeniyle yatırımcıların hisse senedinin gerçek değerini henüz tam anlamıyla kavrayamadıklarını göstermektedir.

Gerçek değer, cari pazar fiyatından yüksek ise hisse senedi düşük değerlenmiştir (undervalued). Gerçek değer cari pazar değerinden düşük ise hisse senedi aşırı değerlenmiştir (overvalued). Yatırım stratejisi açısından düşük değerlenmiş hisse senetlerini bugünden satın almak, elde aşırı değerlenmiş hisse senedi varsa hemen satmak gerekir. Çünkü temel analize göre piyasa sonunda dengeye gelecek ve aşırı değerlenmiş hisse senetlerinin değeri düşecektir. Bu bakımdan menkul değer yatırımlarının zamanlaması, yatırımcının sağlayacağı getiriyi belirleyen en önemli değişken olmaktadır(21).

---

(21) BOZKURT, *op.cit.*, s.115.



### 3. TEMEL ANALİZ

Temel analiz bir anlamda, hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine yönelik bir değerlendirme yöntemidir. Bu metotta kârlılık, likidite, finansal oranlar, dağıtım yöntemleri, yönetim kalitesi, rekabet, ekonominin içinde bulunduğu koşullar ve diğer beklenti ve tahminlerin hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesi söz konusudur. Teknik analiz yapan bir kimse hisse senedinin fiyatını piyasanın değişen koşullarına göre belirlemez. Kendisi yatırım için uygun fiyatı belirler, hesaplanan fiyat piyasa fiyatının altında ise yatırım yapmaya karar verir.

Hisse senetlerinin gerçek değerlerinin saptanmasında kullanılan en yaygın yöntem olan temel analiz üç aşamada karşımıza çıkmaktadır. Temel analizde tüm makro faktörlerin ekonomi üzerindeki yansımalarından başlayarak, firmanın faaliyet içinde olduğu endüstri kolu ve şirket düzeyinde elde edilen her türlü bilginin firmanın hisse senetlerinin değerini gelecekte nasıl etkileyeceği saptanmaya çalışılmaktadır.

Temel analizde hisse senetleri ile ilgili her türlü direk ve indirek olan bilgiler toplanıp bunların belirli bir zaman içinde gözden geçirilmesi ve gerekli tahminlerin yapılması söz konusudur.

Bu bölümde ilk olarak ekonomi analizi incelenecek yani ekonomik göstergelerin hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki etkileri araştırılacaktır. Daha sonraki bölümlerde ise endüstri analizi ve firma analizinin (ortaklık analizi) hisse senetlerine olan etkileri de incelenecektir.

#### 3.1. Ekonomi Analizi

Temel analizde ortaklık, endüstri ve ekonomi arasında çok sıkı bir bağ bulunmaktadır. Fakat ilk incelenmesi gereken yatırımın yapılacağı ekonomik çevrenin araştırılmasıdır. Çünkü piyasadaki ekonomik göstergeler ne kadar güçlü ise hisse senedine yapılan yatırımda o kadar kârlı olacaktır.

Menkul değer fiyatları genel ekonomik durumdaki değişmelere karşı duyarlıdır. Batı ülkelerinde yapılan araştırmalar, bu ilişkiyi açıkça ortaya koymuştur. ABD'de hisse senedi fiyatlarının, ekonomik dalgalanmaları önceden haber veren göstergelerden (leading indicator) biri olduğu kabul edilmektedir. Ekonomik aktivitenin yavaşlamasından yaklaşık 11 ay önce hisse senedi fiyatlarının düşme eğilimi gösterdiği, ekonomik durgunluğun bitiminden ortalama olarak 5 ay önce fiyatların yükselmeye başladığı anlaşılmıştır(22).

Ekonomik koşulların hisse senedi fiyatlarını ne ölçüde etkilediğini anlayabilmek için en iyi yöntem temettü verimini temel alan değerlendirme yönteminin denklemini incelemekle ortaya çıkabilir.

Temettü modeline göre hisse senedi fiyatı şu şekilde belirlenmektedir;

$$P_o = \frac{D_1}{k-g}$$

Ekonomik koşullardaki değişimler yukarıdaki eşitlikte yer alan yatırımcının elde etmek istediği getiri oranı olan k değişkeni ile hisse başına ödenecek olan temettü miktarını gösteren D değişkenini etkilemektedir.

Ekonomi gelişme potansiyelini artırırken şirketlerin kârları da bu gelişmeyle beraber artacaktır, dolayısıyla hisse başına ödenen temettü miktarı da bununla beraber artacaktır. Ekonomide koşullar kötüye giderse ödenen temettü miktarı da bununla beraber azalacaktır.

Getiri oranı olan k da piyasadaki faiz hadleriyle doğrusal bir ilişkiye sahiptir. Piyasadaki faiz hadleri yükselirse, hisse senedine yatırım yapanlarda doğal olarak bu faiz hadleri kadar veya bu oranlardan yüksek bir getiri oranına sahip olmak isteyeceklerdir. Enflasyonist baskının yoğun olarak yaşandığı ülkelerde de bu getiri ve temettü oranları da ekonomik koşullardan çok etkilenmektedir. Enflasyondaki yükselme beklentileri faiz oranlarında da aynı şekilde bir artma beklentisi yaratacak bu da yatırımcının gerekli gördüğü kâr oranını etkileyecektir. Firmalarda böyle bir ortamda yoğun bir faiz yükü ve likidite sıkıntısına girecekler bu da onların dağıtacakları kâr payı miktarlarını azaltacaktır.

Pek çok ekonomik/istatistiksel araştırma diğer ekonomik serilerden önce aşağıya ya da yukarıya dönüşler yapan göstergeleri belirlemeye yönelmiş, bu amaçla A.B.D.'nde Ulusal Ekonomik araştırma bürosu tarafından geçmişteki gerçekleştirmeler analiz edilerek üç temel grup gösterge sınıflandırması yapılmıştır;(23)

---

(22) BOZKURT, op.cit., s.128.

(23) KARAŞIN, op.cit., s.5.



- **Öncü Göstergeler.** Genel ekonomik faaliyetin en yüksek ya da en düşük düzeylerine ulaşmasından birkaç ay önce en yüksek ya da en düşük düzeylerine erişen zaman serisi verileridir. Örneğin para arzı, dış ticaret açığı, istihdam ve işsizlik, stoklar, fiyatlar, kârlar, kamu kesimi harcamaları, yeni kurulan ortaklıkların sayısı, inşaat endüstrisindeki gelişmeler gibi.

- **Çakışan Göstergeler.** Ekonomiyle yaklaşık aynı zamanlarda en üst ya da en alt düzeylerine erişen değişkenlerdir. Örneğin; sabit fiyatlarla gayrisafi milli hasıla, üretim, tüketim, toptan eşya fiyatları, para piyasasının faiz oranları gibi.

- **Geçiken Göstergeler.** Dönüm noktalarına ekonomi kendisinininkilere ulaştıktan sonra ulaşırlar. Örneğin; uzun süreli işsizlik, birim işçilik giderleri, borçlar, gecikme zamları, ipotekler, tüketici fiyat indeksi, stoklar, net satış hasılatı oranı gibi.

### 3.1.1. Millî Gelir

Ekonomik analizle ilgili en önemli göstergelerden bir tanesi millî gelirdir. Millî geliri yansıtan gösterge ise GSMH'dir. Gayrisafi milli hasıla bir ülkenin belirli bir dönem boyunca ürettiği mal ve hizmetlerin toplam değerini göstermektedir. GSMH'daki artış oranı ekonominin sağlıklı göstergelere sahip olduğunun en büyük kanıtıdır.

Hisse Senedine yatırım yapan yatırımcılar GSMH'daki artış veya azalış oranlarını her zaman gözönünde bulundurmak zorundadırlar. Eğer GSMH pozitif bir değere ulaşmışsa bu ekonominin reel bir büyüme gösterdiğini ifade edecektir. Bu gelişmelerinde hisse senetlerine olan etkisi olumlu olacaktır.

### 3.1.2. Yatırımlar

Kamu ve özel sektör şirketlerinin belirli periyotlardaki yatırımları ve stok değişimleri ekonomik analiz içinde incelenmesi gereken başka bir alandır. Hisse senedine yatırım yapmak isteyen bir kişi yatırımların sektörel olarak dağılımını incelemeli ve böylece gelişme potansiyeli gösteren endüstrileri de takip etmelidir. Alınan teşviklerin sektörel olarak dağılımı ve miktarları da yatırımlar konusunda hisse senedi yatırımcılarına fikir verebilir. Örneğin; otomotiv sektöründe çok büyük yatırımlar yapılmaktaysa yatırımcı bu sektörün gelişme potansiyeli içinde olduğunu anlar. Otomotiv sektöründeki gelişme yan sanayi ve pazarlama şirketlerini de olumlu olarak etkileyecektir. Böylece bu endüstride faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri de prim yapacaktır.

Yatırımlar için yardımcı olabilecek bir diğer gösterge yatırım mallarının ithalatıdır.



Bu ithalatın hacim ve değer olarak artışı da yatırım artışını gösteren bir başka unsurdur.

Bir ekonomide yatırımlardan umulan gelir, cari faiz hadlerinden ne kadar yüksekse, müteşebbisleri yeni yatırımlar yapmaya doğru iten o kadar kuvvetli güçler var demektir. Yatırımlardan umulan gelir ya da Keynes'in dediği gibi kapitalin marjinal etkinliği (marginal efficiency of capital) ile cari faiz hadleri arasındaki fark ne kadar az ise müteşebbislerin yeni yatırımlar yapma arzu ve hevesi o kadar zayıf olacaktır. Hatta müteşebbislerin yatırım kararları ve gelecek hakkındaki tahminleri üzerinde tüketim harcamalarının ve gelir seviyesindeki değişmelerin de etkisinin olabileceği açıktır(24).

### 3.1.3. İstihdam

Türkiye'de yaklaşık % 16 - 17 civarında olan işsizlik oranı (işgücü fazlası) vardır ve bu atıl iş gücü genel ekonomik durum ile yakından ilişkilidir. Ekonomik koşullar uygun olduğu takdirde istihdam artırıcı emek yoğun yatırımlar işsizliği azaltıcı yönde etki yapar. Ekonomik durgunluk dönemlerinde ise işsizlik artma eğilimi taşır(25).

### 3.1.4. Enflasyon ve Faiz Hadleri

Enflasyon oranı da istihdam gibi ülkedeki ekonomik denge ve yapıyı etkileyen faktörlerden bir tanesidir. Enflasyon oranı ve piyasadaki faiz hadleri gibi göstergeler, yatırımcıların yapacakları yatırımdan bekledikleri getiri oranının belirlenmesine yardımcı olurlar. Bu nedenlerle enflasyon ve faiz oranları gibi göstergeler genel ekonomik durumdaki değişimin yönünün tahmin edilmesi dolayısıyla yatırımcı açısından büyük önem taşımaktadır. Bundan başka enflasyon oranındaki önemli artışlar yatırımları daha pahalı ve şirketler açısından daha zor bir hale getirdiği için yatırımların azalması sözkonusudur. Bunun da hisse senetlerine olan etkisi olumsuz olacaktır.

Günümüzde faiz hadlerini ve hisse senedi fiyatlarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. İçerideki ve dışarıdaki siyasi gelişmeler, hükümetin ekonomik politikalarındaki değişimler, iş dünyasındaki yaşanan son yenilikler ve daha birçok faktör finansal piyasaları ve dolayısıyla faiz hadleri ve hisse senedi fiyatlarını çok yakından etkilemektedir. Hisse senedi piyasasındaki arz ve talebin sürekli değiştiği gözönüne alınırsa yatırımcıların finansal piyasalarda meydana gelen değişiklikleri çok daha yakından izlemeleri gerektiği

---

(24) Besim ÜSTÜNEL, Makro Ekonomi, Dördüncü Basım, İstanbul, 1983, s.198.

(25) BOZKURT, op.cit., s.131.

ortaya çıkmaktadır. Örneğin ekonominin gelişmekte olduğu dönemlerde işletmeler ve tüketiciler daha fazla borçlanmaya başlar ve bu artan kredi talebi de faiz oranlarını daha yukarıya çeker. Tam tersi ise kriz dönemlerinde görülür. Bu dönemlerde satışlar düşer ve işsizlik artmaya başlar, bununla beraber işletmeler borçlanmalarını azaltıp tasarruflarını arttırmaya ve daha tedbirli davranmaya başlarlar. Kredi taleplerinin azalmaya başlaması ve tasarrufların artmasıyla, bu dönemlerde faiz oranları da bununla beraber düşmeye başlar. İşte finansal piyasalarda yaşanan bu değişmelerinde hisse senedi fiyatlarına çok farklı etkilerinin olacağı açıktır(26).

Enflasyonun kişilerin tüketim veya tasarruf alışkanlıklarına olan etkisi de çok önemlidir. Kimi zaman aşırı fiyat artışları her türlü mamule olan talebi artırıp azaltabilir. Bununda şirketler ve o şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapanlar için olumlu veya olumsuz etkisi olacaktır. Bununla birlikte enflasyon artışı faiz oranlarında da bir artışa sebep olabilir. Bu da işletmeler için kredi maliyetlerinin yükselmesi anlamına gelmektedir. Bunun sonucu olarak da işletmeler bazı yatırım planlarından vazgeçebilir.

### 3.1.5. Bütçe Açığı

Bir ülkedeki bütçe açığının sürekli olarak büyümesi de ekonomik analiz de değerlendirilmesi gereken unsurlardan bir tanesidir. Sürekli büyüyen bir bütçe açığı ekonomik durumun kötüye gittiğinin bir belirtisidir. Kimi hükümetler piyasada dolaşan para miktarını arttırarak ya da diğer bir deyişle piyasaya yeni para basarak bu açığı kapatmak isteyebilirler. Fakat emisyon hacminin artması bir yandan enflasyonu da arttıracaktır. Bütçe açığının azaltılmasının bir yolu da devletin iç borçlanma yoluyla yani devlet tahvili ve hazine bonusu gibi araçları kullanarak bu açığın kapatılmasıdır. Fakat devlet iç borçlanma yoluyla bu açığı kapatmaya çalışırken bir yandan piyasadaki faiz oranlarını da yukarıya çekmiş olacaktır. Bu da tekrar enflasyonu artırıcı bir etki yaratacaktır.

Bütçe açıklarını kapatmanın hükümetler açısından iki ayrı yolu bulunmaktadır. Bunlardan biri borçla açıkların finanse edilmesi diğeri ise para ile finansmanın sağlanmasıdır. Eğer hazine açıklarını halktan borçlanarak kapatma yoluna giderse açıklarını borçla finanse etme yöntemini seçmektedir. Bu seçenekte özel sektör, halk, özel banka ve finansal kuruluşlar hazinenin arzettiği menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Eğer hazine açıklarını kapatmak için merkez bankasından borçlanma yolunu seçmişse bu du-

---

(26) Peter S.ROSE, Money and Capital Markets, Business Publications Inc., Texas, 1983, s.154.



rumda para ile finansman yöntemini seçmektedir. Bu durumda merkez bankası hazinenin bir kısım borçlarının sorumluluğunu kendi üzerine almaktadır(27).

### 3.1.6. Dış Ticaret

Dış ticaret veya uluslararası ticaret, esas itibariyle çeşitli ülkelerdeki ticaret firmalarının birbirleriyle ticari işlemler yapmaları olarak açıklanabilir. Ancak devletlerin kamu kişilikleri nedeniyle tüzel kişiler gibi diğer yabancı ülkelerdeki özel kişi veya kuruluşlarla veya kamu müesseseleri ile doğrudan doğruya ticari muamelelerde yaptıkları görülmektedir.

Yurtiçinde yapılan ticarete kazanan ve kaybeden kimseler aynı ülkenin insanları olduğu ve ülke çapında bir zarar bahis konusu olmadığı halde uluslararası ticaretin zararlı sonuçları doğrudan doğruya yurt ekonomisini etkiler. Ülke ziraat ve sanayiinin dış rekabete karşı korunmasında ülke mahsul ve mamullerinin yabancı piyasalarda rekabet etmeleri imkanlarının hazırlanmasında, dış ödemeler dengesinin kurulmasında, ülkenin ekonomik ve mali durumunda sürekli olarak bir denge sağlanmasında dış ticarete verilecek yönün ve bu alanda alınacak önlemlerin önemli rolü küçümsenemez(28).

Bir ülkenin ödemeler dengesi o ülkenin uluslararası ekonomik durumunu ve dış ülkelerle olan ilişkilerini açıkça ortaya koyduğundan o ülkedeki ekonomistler, politikacılar ve tabii ki yatırımcılar açısından büyük önem arz etmektedir. Bir ülkenin ödemeler dengesi ne kadar istikrarlı bir yapıya sahipse bu ülke ekonomisinin de ne kadar sağlıklı olduğunun bir göstergesidir. Bu yüzden bir yatırımcı açısından ödemeler dengesinin yapısını, durumunu ve önemini kavrayabilmek çok önemlidir(29).

Dış ticaret dengesi ithalat ve ihracat arasındaki fark olarak düşünüldüğüne göre bu iki faktördeki artış veya azalışlar ekonominin göstereceği performans açısından çok önemli olacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin hammadde ve yatırım malları açısından sanayileşmiş ülkelere bağımlı olduğu düşünülürse ve bu ülkelerinde gerekli ithalatı gerçekleştirmek için yeterli döviz kaynaklarına sahip olmadığı gözönüne alınırsa dış ticaret açığının ekonominin performansı açısından yaratacağı olumsuz gelişmeler açıkça görülecektir. Bu gelişmelerinde mali piyasalara (hisse senedi piyasası) etkisi olumsuz olacaktır.

---

(27) Rudiger DORNBUSH and Stanley FISCHER, *Macroeconomics*, Fifth Edition, McGraw-Hill Co. 1990, s.591-592.

(28) Vecdi ÜNAY, *Bankalarca Dış Ticaretin Finanse Edilmesi Usulleri*, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş., İstanbul, 1989, s.3.

(29) James C.INGRAM, *International Economics*, Second Edition, John Wiley & Sons, New York, 1989, s.16-17.



### 3.1.7. Parasal Göstergeler

Kısa vadede ekonomik durumdaki gelişmeleri değerlendirmede parasal göstergeler yatırımcıya büyük ölçüde yardımcı olur. Meseleye arz ve talep açısından bakmak gerekirse, para arzı ile ilgili olarak emisyon hacmi ile dar ve geniş anlamlı para arzı rakamlarının incelenmesi gerekir. Dar anlamda para arzı ( $M_1$ ), emisyonun yanı sıra vadesiz tasarruf mevduatı ve Merkez bankasındaki serbest mevduatı kapsamaktadır. Geniş anlamlı para arzı ( $M_2$ ), dar anlamda para arzı ( $M_1$ ) ve vadeli tasarruf mevduatını içermektedir(30).

Emisyondaki artış miktarı genellikle enflasyonu da arttırıcı bir etki yaptığından hisse senetlerini olumsuz yönde etkilemektedir. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen başka parasal göstergeler mevduat ve kredi toplamlarıdır. Mevduat artışı başta tasarrufların paralarını hisse senedine yatırım yerine mevduata yönelmesi ve bunun sonucu olarak da hisse senetlerinin düşme belirtisi gösterebileceğini ortaya koyabilir. Fakat uzun vadede bu mevduatların kredilere dönüşebileceği düşünülürse iş hacminin artacağı bu da işletmelerin performansının gelecekte daha iyi olacağını, o sebeple o şirketlerin hisse senedi fiyatlarını olumlu olarak etkileyeceği varsayılabilir.

### 3.2. Endüstri Analizi

Ekonominin genel olarak gidişatını anlayan bir yatırımcı bundan sonra yatırım yapacağı endüstrileri belirlemek durumundadır. Bu analizde değişik endüstriler üzerinde yoğunlaşarak yatırımcı ortaklık analizine bir başlangıç yapmış olmaktadır. Bir anlamda yatırımcı farklı endüstrilerin performansını inceleyerek o endüstrilerdeki şirketlerin de performansını araştırmış olmaktadır.

Ekonomik analizde genel ekonomik durum kısa ve uzun vadede etkili olabilecek faktörlerin etkisi bakımından incelenir. Ekonomik durum dolaysız ve dolaylı olarak ekonomideki tüm işletmeleri etkiler ve etki işletmelerin performansı ile hisse senetlerine yansır. Halbuki işletmelerin kârları, dağıtacakları temettüleri ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda endüstri genelindeki bazı faktörlerinde etkisiyle değişme gösterir. Bu nedenle genel ekonomi üzerinde yapılan inceleme, ikinci aşamada işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri dalına yöneltilir(31).

---

(30) BOZKURT, op.cit., s.134.

(31) BOZKURT, op.cit., s.137.

Bazı endüstriler konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme içinde (bilgisayar, elektronik), bazıları kararlı bir dengede (gıda) bulunurlarken, bazıları da ekonominin gelişme dönemlerinde kâr, durgunluk dönemlerinde ise zarar ederler (talebin gelir esnekliği yüksek tüketim malları). İlgilenilen endüstrinin bu kategorilerden hangisine dahil olduğunu bilmek, ekonominin genel gidişatı hakkındaki tahminlerini yapmış olan yatırımcı için yararlı olacaktır(32).

### 3.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi

İnsanlar gibi endüstrilerinde doğma, büyüme ve ölüm safhası gibi çeşitli evrelere sahip oldukları görülmektedir. Bu yüzden endüstrilerin hayat eğrileri de kuruluş, büyüme, istikrar veya olgunluk ve gerileme dönemi olarak dört safhaya ayrılmıştır.

Endüstri hayat eğrisi sadece sektördeki satışları göstermesinin dışında bu endüstrilerin kâr marjları, kârlılık açısından büyüme ve gelişmeleri hakkında da bir fikir verebilir. Fakat genel olarak satış tutarları veya bu tutarlardaki büyüme bu değerler hakkında net bir bilgi vermeyebilir. Kâr marjı başlarda düşük olmasına rağmen daha sonra olgunluk dönemiyle birlikte artmaya ve daha sonra rekabetinde artmasıyla azalmaya başlar(33).

#### 3.2.1.1. Kuruluş Dönemi

Kuruluş aşaması yeni bir endüstri veya bir mamulün doğuş aşamasını gösteren evredir. Kuruluş aşamasında mamul piyasada yeni yeni tanınmakta ve mamule yeterli talep bulunmamaktadır. Mamul piyasada yaygın olmadığından herhangi bir rekabet de söz konusu olmamaktadır. Bu dönemde tüketicilerin yeterli talebi yaratabilmesi için tanıtım ve promosyona önem verilmesi gerekir. Ürünün tanınmaya başlamasıyla birlikte talepte yavaş yavaş artmaya başlayacaktır. Böylece piyasaya yeni rekabetçi firmalar girecek ve kârdan pay almaya çalışacaklardır. Bu aşamada endüstrinin nasıl bir gelişme göstereceğini tahmin etmek ve bu rekabetin içinden hangi firmaların güçlü olarak çıkabileceğini tamin etmek zor olmaktadır. Riskin bu yüksekliği sebebiyle gerçek yatırımcıdan çok spekülasyon amaçlı hisse senedi yatırımcıları bu aşamadaki endüstrilere yatırım yapmaktadırlar.

---

(32) BOLAK, *op.cit.*, s.121.

(33) REILLY, *op.cit.*, s.367.



### 3.2.1.2. Büyüme Dönemi

Büyüme döneminde endüstriye yeni firmalar ve rakipler girmeye başlar ve talep de bununla birlikte hızla artmaya başlamıştır. Talebi daha da arttırabilmek için fiyatlar yavaş yavaş aşağıya çekilir ve üretim büyük miktarlara ulaşır. Kârlılık yükselmeye başlamış, satışların artmasıyla birlikte endüstri yoğun bir kapasite seviyesine de ulaşmıştır.

Büyüme aşamasında mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olan işletmeler piyasaya hakim olurlar. Bunların arasındaki rekabet kalitenin yükselmesine ve fiyatların düşmesine yol açabilir. Endüstrinin gelişme aşaması uzun yıllar sürebilir ve bu aşamada endüstrideki işletmelerin hisse senetleri arzulanır yatırımlar niteliğindedir(34).

### 3.2.1.3. İstikrar Dönemi

Endüstri hayat eğrisinin bu aşamasında rekabet ve pazar payları istikrar kazanır ve pazar payı sabit kalmaya başlar. Promosyonun bir parçası olan reklamlar bu dönemde daha da önem kazanmaya başlamışlardır. Bu aşamada işletmeler maliyetlerini azaltıcı unsurları da aramaya başlarlar.

Yatırımcılar açısından istikrar dönemi sırasında hisse senedi almak daha güvenli olmaktadır. Fakat en uygun zamanda alarak, en yüksek verime ulaştığında hisse senedini satabilmek yatırımcı için bu dönemde çok önemlidir. Çünkü bu dönemdeki işletmeler ekonomideki dalgalanma ve değişimlerden çok kolay etkilenebilmektedir.

### 3.2.1.4. Gerileme Dönemi

Endüstri hayat eğrisindeki son dönem gerileme veya diğer bir deyişle düşüş dönemidir. Bu dönemde büyüme artık durur. Satışlarda buna paralel olarak diğer endüstrilerle kıyaslandığında daha yavaş olarak artmaya başlar. Bu dönemlerde satışlarda cari olarak da bir düşme yaşanabilir.

Gerileme döneminde şirket sayısında da bir azalma görülebilir. Firmalar artık kârlılıklarını sürdürmediklerinden bu mamullerini satmak veya üretmekten vazgeçebilirler. Artık bu noktadan sonra pazar payını korumanın firma için bir önemi kalmamıştır.

---

(34) BOLAK, op.cit., s.127.



Bununla birlikte pazarda hâlâ kârlılıklarını sürdürebilen firmalarda bulunabilir. Fakat bu şirketlerin de sermayelerine göre kârlılıkları düşük kaldığından, yatırımcılar bu sektöre yatırımlarını bağlamak yerine diğer alternatif ve daha kârlı sektörlerle hareket edebilirler(35).

### 3.2.2. Endüstri Analizinde Dikkate Alınacak Faktörler

Yatırımcı yatırım yapmak istediği endüstrinin hangi aşamada olduğunu belirledikten sonra bu endüstride fiyatların gösterdiği eğilim, endüstrinin büyüme hızı, o endüstrinin sahip olduğu teknolojik olanaklar ve endüstrideki rekabet durumu gibi çeşitli konularda araştırma yapmak zorundadır. Menkul kıymet yatırımlarında dikkate alınması gereken faktörler şöyle sıralanabilir:

– **Geçmiş dönemlerdeki satış miktarları ve kârlardaki büyüme:** Endüstrinin geçmiş dönemlerdeki gösterdiği büyüme ve geçmişteki satış hasılatları endüstrisinin yaşam evresinin hangi bölümünde bulunduğunu gösterir. Böylece yatırımcı geçmişteki büyüme performansına bakarak endüstrinin geleceği ve hayat eğrisi üzerindeki yeri hakkında çok önemli bilgiler elde etmektedir.

Geçmişte satış hasılatında, kârlarda büyüme endüstrisinin ürünlerine olan talepteki artışın bir göstergesidir. Zaman içinde faaliyet kârı/net satış hasılatı oranındaki değişim ortaklığın işletme giderlerini ne ölçüde kontrol edebildiğini gösterir(36).

– **Gelecek dönemlerdeki arz ve talep durumu:** Endüstride üretilmekte olan mal ve hizmetlerin arz ve talep trendlerinin yıllar itibarıyla nasıl bir gelişme gösterdiği o endüstriye yatırım yapan kişi için ayrıca önem taşımaktadır. Yatırımcı talep artışının kaynağının ne olduğunu, eğer gelecekteki yıllarda da talepte bir artış bekleniyorsa, yatırım yaptığı endüstrinin kapasitesinin bu talebi karşılamaya yeterli olup olmadığını da araştırmalıdır.

– **Mamullerin özelliği:** Yatırımcının araştırması gereken bir başka konu da endüstrilerde üretilen mamullerin özelliği ve kişi başına kullanım miktarlarıdır. Eğer kişi başına kullanım miktarı artma eğilimi gösteriyorsa, bu endüstrinin gelişmekte olduğunu gösteren bir olgudur. Kişi başına kullanım miktarı araştırılırken bu bir anlamda o ürüne

---

(35) REILLY, op.cit., s.368.

(36) KARAŞIN, op.cit., s.11.

yapılacak gelecek dönemlerdeki talep miktarının da araştırması olmaktadır. Ayrıca endüstride üretilen mal veya hizmetlerin teknolojik gelişmelere de nasıl ayak uydurduğu yatırımcı tarafından incelenmelidir. Eğer uzun dönemde üretilen mal ve hizmetler teknolojik gelişme ve yeniliklere karşı kolayca uyum sağlıyorsa, bu endüstrideki talebin devam edeceğini ve o mamullerin yaşam sürelerini koruyabileceğini göstermektedir.

– **Rekabet koşulları:** Analist ayrıca endüstri içi rekabet koşulları, piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derece korunduğunu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı ile de ilgilenir. Piyasaya girişi engelleyici etkenler arasında, piyasayı rakiplerin girmesini önleyecek sayıda ürün çeşidi ile doldurmak, maliyet etkinliği (mevcut ortaklıkların patent hakları, hammaddelerin kontrolü, gerekli makina donanımı ve finansman kaynaklarının daha kolay sağlayabilmeleri gibi nedenlerle maliyet etkinliğine sahip olmaları) ve ölçek ekonomilerinin sağladığı avantajlar sayılabilir(37).

– **İşgücü durumu:** Özellikle üretim sürecinin önemli bir kısmını işgücü oluşturuyorsa yani o endüstride işgücü yoğun ise grev olasılığı da dikkate alınmalıdır. Özellikle emeğin yoğun olduğu endüstrilerde işçi-işveren ilişkilerinde meydana gelen çeşitli sürtüşmeler yatırımcıyı bu endüstrilerden uzaklaştırabilir.

– **Talebin elastikiyet derecesi:** Menkul kıymetlere yatırım yapan bir kişi açısından o alanda üretilen mal ve hizmetlerin elastikiyet derecesi de çok büyük önem kazanmaktadır. Burada önemli olan tüketicilerin gelirlerindeki artışların o mal ve hizmetlere olan talepte nasıl bir değişme yaratacağı sözkonusudur. Eğer tüketicilerin gelirlerindeki değişimler talebi de geniş ölçüde etkiliyorsa o mamulün gelir elastikiyeti birden büyük olmaktadır. Öte yandan mal ve hizmete olan talep gelir değişimlerinden etkilenmiyorsa o mamulün gelir elastikiyeti birden küçük olmaktadır. Eğer sözkonusu mal tüketiciler için zorunlu bir ihtiyaç ise (Gıda sektörü gibi), yani gelirdeki değişimler hangi yönde olursa olsun tüketici her zaman bu mamulleere gerekli talebi göstermekte ise bu mamullerin gelir elastikiyeti sıfıra yakın olacaktır. Hisse senedine yatırım yapan bir kişi için en önemli olan sürekli ve devamlı gelir sağlayan ve talebin hiçbir zaman azalmayacağı sektörlere yatırım yapmaktır. Bu yüzden yatırımcının, talep elastikiyeti sıfıra yakın olan mamullerin üretildiği endüstrileri seçmesi kendi lehine olacaktır.

– **Devlet politikaları:** Kamu kesiminin çeşitli sektörlere müdahaleleri endüstrilere göre farklılık gösterir. Hükümetin çeşitli endüstrilere uyguladığı koruyucu politikalar

---

(37) KARAŞIN, op.cit., s.12.



ya da kısıtlayıcı tedbirler bu sektörlerin yatırım kararlarını etkiler. Bu da yatırımcının çeşitli endüstrilere hisse senedi yatırımı yaparken incelemesi ve gözönünde bulundurması gereken faktörlerden biridir.

– **Uluslararası İlişkiler:** Yatırımcının endüstri analizi yaparken dikkat etmesi gereken bir diğer husus o endüstrinin ihracat potansiyelidir. Özellikle dünyanın globalleşmeye gittiği bu günlerde ihracat şirketler için kaçınılmaz bir kaynak olmaya başlamıştır. Bununla birlikte yatırımcının dikkat etmesi gereken bir diğer husus, şirketin ithalata ne kadar bağımlı olduğudur. İşte o endüstrinin gerçekleştirdiği ihracat ve ithalat miktarları, döviz kurlarındaki muhtemel değişiklikler ışığında yatırımcının değerlendirmesi gereken önemli bir faktördür.

– **Sosyal yaşamdaki değişimler:** Sosyal yaşamdaki değişiklikler, tüketicinin davranış ve zevklerini de etkilediği için bunun endüstrilere yansımaları da çeşitli sonuçlar doğurmaktadır.

### 3.3. Firma Analizi

Temel analizdeki son aşama firma analizidir. Temel analizde genel ekonomi ile ilgili değerlendirmeler yapılarak, yatırımın yapılacağı endüstride incelendikten sonra sıra firma ile ilgili yapılacak olan analize gelmiştir. Firma analizi veya diğer bir deyişle ortaklık analizindeki amaç firmanın gelecek dönemlerde nasıl bir performans göstereceğinin saptanması ve hisse senedi değerinin saptanarak firmanın yatırıma elverişli olup olmadığının araştırılmasıdır.

Firma analizi bu çalışmada iki ayrı yönden incelenecektir. İlk önce firma ile ilgili Nitel Faktörler incelenecek, yani firmanın üretmekte olduğu mal ve hizmetlerin kalitesi, pazardaki muhtemel talep durumu, firmanın pazarda sahip olduğu pay, kullanılan teknolojinin diğer rekabetçi firmalara karşı sağladığı avantaj veya dezavantajlar ve yönetim kalitesi gibi konular araştırılacaktır. İkinci aşama ise firma ile ilgili nicel faktörlerin incelenip değerlendirilmesidir. Bir anlamda bu firmanın finansal yönden analizi anlamına gelmektedir. Firmanın geçmiş dönemlerdeki finansal tabloları incelenerek firmanın gelecek dönemlerdeki finansal tabloları tahmin edilmeye çalışılır. Burada da asıl önemli olan işletmenin gelecek dönemlerde sağlayacağı kâr ve dağıtacağı kâr paylarının tahmini esas olmaktadır.



### 3.3.1. Firma Analizinde Kullanılan Nitel Faktörler

#### 3.3.1.1. Mamullerin Özelliği

İşletmenin üretmekte olduğu mal ve hizmetlerin özellikleri ve diğer mamullerle kıyaslanması hisse senedi değerlemesinde önemli bilgiler sağlamaktadır. Bu faktörleri şöyle sıralayabiliriz:

**a) Üretilmekte olan mal ve hizmetlerin kalitesi:** İşletmenin ürettiği mal veya hizmetlerin sektörde üretilen aynı cins mal veya hizmetlerle karşılaştırılması yapılmalıdır. Diğer mamullerden olan farkları, benzerlikleri veya üstünlükleri araştırılmalıdır. Kalite farklılığı tüketim mallarında kolaylıkla belirlenebilir. Fakat diğer mamullerde (Örneğin sınaî veya kimyevî maddeler) bu farkları ayırt etmek zor olmaktadır.

**b) Mamullerin pazardaki tanınırlığı:** Bazı firmaların ürettiği mamullerin piyasadaki tanınırlığı bu mamullere olan bağımlılığı da beraberinde artırır. Örneğin bazı şirketler mamullerini pazarlamada oldukça başarılı olmuşlar ve markaları mamul isminin yerini almıştır. Örneğin Coca-Cola bütün dünyada içeceklerin simgesi haline gelmiştir. İşte yatırımcılarda yatırım yapacakları firmaların ürettiği mal ve hizmetleri bu açıdan da incelemelidirler.

**c) Mamule olan talep:** Endüstri analizinde olduğu gibi her mamul içinde bir hayat eğrisi sözkonusudur. Piyasaya yeni giren bir mamule olan talep başta çok fazladır. Fakat daha sonra çeşitli nedenlerle bu talep azalır ve böylece mamulün piyasadaki rekabet şansı da azalır. İyi bir temel analizci bu şekilde gerçekleştirebilecek olan talep azalmalarını da gözardı etmemelidir. Örneğin mamul temel bir ihtiyaç maddesi özelliğinde ise ve ikame edilebilme özelliği yok ise bu kategorilerdeki ürünlerde bir talep azalması da beklenemez. Bu anlatıma en iyi örnek gıda maddeleridir. Gıda sektörü ekonomik gelişmeler ne olursa olsun yıllar itibariyle istikrarlı bir gelişme gösterir. Bu sektörlerin gelecek dönemlerdeki talep durumları ve dolayısıyla gerçekleştirecekleri ciroları da rahatlıkla tahmin edilebilir. Bu tür mallara olan talep teknolojik gelişmelerle ilgili olmayıp, reklam veya diğer tanıtım araçlarıyla da talebi ve satışları arttırmakta mümkün olmamaktadır. Fakat lüks tüketim mallarında ise talep her zaman değişkendir. Bu tür mallar teknolojik gelişmelerden çok rahat etkilenebildikleri gibi bu tür mallara olan talebi arttırabilmek için reklam ve promosyon en başta kullanılan araçlardır.

d) İşletmenin ürettiği mamullere veya hizmetlere olan talebin başka sektörlerin mamulleri içinde herhangi bir talep yaratıp yaratmadığı da sözkonusudur. Buna verilecek en iyi örnek otomotiv ve otomotiv yan sanayi sektörlerinin mamulleridir. Örneğin eğer otomotiv sanayii ürünlerine bir talebin artması sözkonusu ise bunun otomotiv yansanayi mamullerine olan etkisi de olumlu olacak ve o sektörün de iş hacmi aynı zamanda artıyor olacaktır.

Bununla beraber firmanın ürettiği toplam mamul sayısı, iç piyasadaki pazar payı, yurt dışı pazarlara satma olanağı yani ihracat potansiyeli, mamullerinin teknolojik gelişmelere karşı gösterdiği uyum ve mamullerinin çeşitliği gibi faktörlerde firmanın kârlarının ve dağıtacağı kâr paylarının istikrarlı olup olmadığını da gösterebilir.

### 3.3.1.2. Firmanın Yönetim Durumu

Firma analizindeki bir başka araştırma firmanın üst yönetim kadrosunun incelenmesi ve bu kadronun kalitesinin saptanmasıdır. Bu yöneticilerin iş dünyasında tanınmış olup olmadıkları, sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu ülkelerde yatırımcılar için daha önem kazanmaktadır. Yatırımcıların firmanın yönetimi ile ilgili olarak gözönünde bulundurdıkları faktörleri şöyle sıralayabiliriz:

- Firmanın organizasyon şeması, görev ve sorumluluk yetkilerinin belirlenmesi
- Uzun vadeli planlar
- Firmanın amaçları, hedefleri ve bunlara ulaşırken kullandığı strateji, plan ve politikalar
- Yöneticilerin iş dünyasındaki şöhret ve tecrübeleri
- Yönetimin geçmiş dönemlerdeki performansı
- Yeni mamullerin geliştirilmesi konusunda yönetimin gösterdiği önem ve çalışmalar
- Yönetimin yeni yatırımlara karşı takındığı tavırlar
- Yöneticilerin çeşitli gruplar ile olan ilişkileri (ortaklar, sendikalar, kamu müesseseleri).

Sermaye piyasası mevzuatına göre; Sermaye Piyasası Kanununa tabi anonim ortaklıkların yıllık faaliyet raporlarında bulunması gerekli olan bilgiler düzenlenmiştir. Bunlardan bazıları şunlardır(38):

---

(38) Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Mevzuatı, İkinci baskı, Ankara, 1988, s.238.



a) Ortaklığın kuruluş tarihi, ünvanı, mevzuu, esas ve ödenmiş sermayesi, bilinen ortak sayısı, yönetim kurulu üyelerinin adları, soyadları ve adresleri, denetçilerin adları soyadları ve adresleri.

b) Dönem içinde esas sözleşmede değişiklik yapılmışsa bunun nedenleri ve yapılan değişikliklerin neler olduğu.

c) Ortaklığın iştiraklerinin ünvanı, işyeri, adresi mevzuu, esas ve ödenmiş sermayesi, ortaklığın bunlardaki payı, ortaklığın bunlarla olan iş ve ticari ilişkilerinin içeriği.

d) Ortaklığın bilinen gerçek ve tüzel kişi durumundaki ortaklarıyla olan iş ve ticari ilişkilerinin içeriği.

e) Ortaklığın sermaye durumunda dönem içinde meydana gelen değişiklikler, sermaye arttırımı yapılmışsa nedenleri, hisse senedi fiyatlarının yıl içinde gösterdiği gelişme, son üç yılda dağıtılan temettü miktar ve oranları, ortaklık sermayesinin % 10'undan fazlasına sahip olan ortakların adları, paylarının miktar ve sermayedeki oranları.

f) Ortaklığın faaliyet gösterdiği sektör hakkında bilgi ve bu sektör içerisindeki yeri.

g) Yatırımlardaki gelişmeler ve teşvik tedbirlerinden yararlanma durumu, yararlanmışsa ne ölçüde gerçekleştirildiği.

h) Faaliyet konusu mal ve hizmet üretimindeki gelişmeler ve bu mal ve hizmetlerin fiyatları, satış hasılatları, satış koşulları ve bunlarda yıl içinde görülen gelişmeler ve işletmenin üretim birimlerinin kapasiteleri.

ı) En az bir önceki dönem verileriyle karşılaştırmalı olarak Kurul'a gönderilen bilanço, gelir tablosu ve fon hareketlerine ilişkin açıklamalar.

i) Üst yönetimde yıl içinde yapılan değişiklikler ve halen görev başında bulunanların adları ve soyadları.

j) Personel ve işçi hareketleri ve onlara sağlanan haklar.

k) Kıdem tazminatları yükümlülük durumu

l) Toplu sözleşme uygulamaları.

m) Haksız fiilden doğan ve yıl içinde ödenen tazminatların ve vergi cezalarının tutarı.



### 3.3.2. Firma Analizinde Kullanılan Nicel Faktörler

Firmanın nicel faktörler yoluyla analiz edilmesi, şirketin geçmiş yıllarda göstermiş olduğu performansın finansal tablolar aracılığı ile incelenmesine yöneliktir. Firma hakkında en önemli bilgi kaynağı finansal tablolardır. Bu veriler şirketin geçmiş dönemlerdeki faaliyetleri hakkında bilgi verdiği gibi yatırımcının şirketin gelecekte göstereceği performans hakkında bilgi edinmesini sağlar.

#### 3.3.2.1. Mali Tablolar

Mali Tabloların en önemlileri bilanço ve gelir tablosudur.

**a) Bilanço:** Bilanço ilkelerinin amacı; sermaye koyan veya sonradan kendilerine ait kâr işletmede bırakan sahip ve hissedarlar ile alacaklıların işletmeye sağladıkları kaynaklar ve bunlarla elde edilen varlıkların muhasebe, kayıt, hesap ve tablolarında anlamlı bir şekilde tesbit edilmesi ve gösterilmesi yoluyla belli bir tarihte işletmenin malî durumunun açıklıkla ve ilgililer için gerçeğe uygun olarak yansıtılmasıdır(39).

Bilançoda cari aktifler en çok bir yıl içinde nakde çevrilebilecek değerleri, sabit varlıklar ise bir yıldan daha uzun sürede nakde dönüşecek kalemleri gösterir. Cari varlıklar (aktifler), işletmenin normal faaliyetleri sırasında ortaya çıkan ve nakde dönüşen kısa vadeli değerlerdir.

Bilançonun pasif tarafı ise borçlar ve özvarlıklar olarak ikiye ayrılır. İşletmenin bir yıl veya normal faaliyet dönemi içinde vadesi gelen borçları bilançoda kısa vadeli yabancı kaynaklar grubu içinde gösterilir. Vadesi daha uzun sürede gelecek borçlar ise uzun vadeli borçlar kısmında yer alır. İşletme sahip veya ortaklıklarının sahip veya ortak sıfatıyla işletme varlıkları üzerindeki hakları özkaynaklar grubunu oluşturur. Özvarlık kalemi firmanın ödenmiş sermayesi ile bilanço tarihine kadar ayrılmış ihtiyatları toplamından varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan miktardır.

**b) Gelir Tablosu:** Gelir Tablosu ilkelerinin amacı; satışların, gelirlerin, satışların maliyetinin, giderlerin, kâr ve zararlara ait hesapların ve belli dönemlere ait işletme faaliyeti sonuçlarının sınıflandırılmış ve gerçeğe uygun olarak gösterilmesini sağlamaktır. Bütün satışlar, gelir ve kârlar ile maliyet, gider ve zararlar brüt tutarları üzerinden gösteri-

---

(39) DRT Denetim A.Ş., Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, İstanbul, 1993, s.11.

lirler ve hiçbir satış, gelir ve kâr kalemi bir maliyet, gider ve zarar kalemi ile tamamen veya kısmen karşılaştırılmak suretiyle gelir tablosu kapsamından çıkarılamaz(40).

Kısaca gelir tablosu bir işletmenin belirli bir hesap döneminde elde ettiği gelirle yaptığı giderleri, tasnifli bir şekilde gösteren ve dönem faaliyetinin net sonucunu kâr veya zarar olarak gösteren tablodur.

Kâr-Zarar rakkamlarının bir firmada başlıca hangi amaçlar için hesaplandıkları ve kullanıldıkları şöyle belirtilebilir.

- 1- Firmanın faaliyet sonucu bir hesap döneminde özsermayesinde meydana gelen değişikliği ve sermayedarlarca yatırılan fonların getirisini, kârlılık oranını ortaya koymak,
- 2- Firmanın izleyeceği, yatırım, pazarlama, üretim, finansman, personel ve diğer işletme politikalarına ilişkin kararlar almak,
- 3- Firmanın kâr dağıtım politikası veya firma sahiplerinin firmadan çekebilecekleri değerlerin tutarı konusunda bir ölçü oluşturmak,
- 4- Firmaya gerek sermaye gerek kredi şeklinde kaynak sağlayan kişi ve kuruluşlara, bu konuda alacakları kararlara temel teşkil edecek veriler sağlamak,
- 5- Firmanın, hukuki şekline göre gelir veya kurumlar vergisi matrahını belirlemek.

### 3.3.2.2. Mali Tablolardaki Bilgilerin Kalitesi

Hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların karşılaştığı en büyük zorluklardan biri, finansal tablolardaki bilgilerin ne ölçüde doğru ve güvenilir olduğudur. Bir işletmenin faaliyet ve sonuçları ile ilgilenen tek kesim o işletmenin sahibi ve ortakları olmamaktadır. Bunların yanısıra o işletme ile ticari, mali ve ekonomik ilişkiler kuran işletmeler veya toplum bireyleri, kredi, finans, yatırım kuruluşları ile çeşitli kamu, kurum ve kuruluşları da o işletmenin faaliyet sonuçları ile ilgilenmekte ve bu konuda sağlıklı ve güvenilir bilgi sahibi olmak istemektedirler. Bu güvenilir bilgi kaynaklarının tek dayanağı da işletmenin muhasebe kayıtlarına göre hazırlanmış mali tablolar olmaktadır.

Muhasebe bilgilerinin sunulduğu mali tablolara dayanılarak karar alma durumunda bulunan ilgililerin karar almalarında en önemli etken, bu bilgilerin sağlıklı ve mukayese

---

(40) DRT Denetim A.Ş., op.clt., s.10.



edilebilir nitelikte olmasıdır. Makro açıdan milli gelir hesapları ve benzeri istatistiklerin çıkarılmasında, kalkınma planlarının hazırlanmasında, ulusal ve uluslararası sermaye hareketlerinin düzenlenmesinde, ekonomik faaliyetlerin Devlet tarafından kontrol edilmesi ve yönetilmesinde muhasebede tekdüzeliğin sağlanması büyük önem arz etmektedir. Kaldı ki mali tablolar aracılığı ile ilgililere sunulan bilgilerin denetlenmesinin gerekli olduğu hallerde, tekdüzen hesap planı uygulamasının denetimin iş yükünü azaltacağı ve kolaylaştıracağı da açıktır(41).

Yapılan düzenleme;

- a) Muhasebe bilgilerinin karar alma durumunda bulunan ilgililere yeterli ve doğru olarak ulaştırılmasına,
- b) Farklı işletmeler ile aynı işletmenin farklı dönemlerinin karşılaştırılmasına,
- c) Mali tablolarda yer alan hesap adlarının tüm kesimler için aynı anlamı vermesine,
- d) Muhasebe terim birliğinin sağlanması suretiyle anlaşılabilir olmasına,
- e) İşletmelerle ilgililer arasında güven unsurunun oluşturulmasına, yöneliktir.

Ülkemizde ise finansal tablolardaki bilgilerin kalitesi meselesine iki açıdan bakmak mümkündür. Bunlardan birincisi, bu tabloların hazırlanmasında kullanılan muhasebe ilkeleri konusunda bazı belirsizlikler bulunmaktadır. Bazı ilkeler konusunda uzmanların henüz ortak görüşü alınamamıştır (Stok değerlendirme yöntemleri gibi). Diğer sorun ise muhasebe ilkeleri konusunda henüz standartların belirlenmemiş olmasıdır. Ülkemizdeki işletmelerin finansal tabloları oldukça farklı muhasebe uygulamalarının sonucu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bu tabloların bağımsız bir organ tarafından denetlenmemiş olması da güvenilirlik derecesi hakkında şüphelere neden olmaktadır.

### 3.3.3. Mali Tabloların Analizi

Firma Analizinin en önemli kısımlarından bir tanesi de mali tabloların incelenmesi ve belirli dönemler için analiz edilmesidir. Mali Tablolar analizi bir işletmenin mali durumunun faaliyet sonuçlarının ve finansal yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını saptamak ve o işletme ile ilgili geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek için mali tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesinden oluşmaktadır.

---

(41) DRT Denetim A.Ş., op.clt., s.1-2.



Finansal tablo analizinde kullanılan yöntemlerin en bilineni oran analizidir. Oran analizi finansal tablolardaki kalemlerin birbirleriyle olan ilişkilerini en sistemli ve tutarlı bir biçimde ortaya koyan tekniklerden biridir. Oran analizini iki yönden açıklamak daha mantıklıdır. Birincisi, belli bir yıl için analiz yapılacak firmanın oranları hesaplanır ve bu oranlarda sektördeki diğer standart oranlar ile karşılaştırılır. Böylece firmanın endüstrideki diğer firmalarla kıyaslandığında hangi ölçüde başarılı veya başarısız olduğu ortaya çıkmaktadır.

Oran analizinde kullanılan diğer bir yöntem ise trend analizidir. Bu yöntemde firmanın oranlarının belirli bir zaman dilimi içindeki eğiliminin incelenmesi sözkonusudur. Örneğin 3 yıllık bir süre için firmaya ait oranları hesaplamak ve bu oranlardaki değişmeyi yıllar itibarı ile izlemek ve böylece firmanın faaliyetleri hakkında geniş ve istikrarlı bir bilgiye sahip olmak buna en iyi örnektir.

**Oran Analizi:** Oran analizinde kullanılan oranları başlıca dört grupta toplamak mümkündür. Bunlar:

- Likidite Oranları
- Faaliyet Oranları
- Finansal Yapı ile İlgili Oralar
- Kârlılık Oranları

**a) Likidite oranları:** Likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek, işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını saptayabilmek için kullanılmaktadır.

Firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyip ödeyememe konusu gerek firmanın yöneticileri gerekse firmaya kredi veren kişi ve kurumlar açısından büyük önem taşımaktadır. Eğer firma yer aldığı sektörde varlığını sürdürmek istiyorsa, yönetimden sorumlu olan kişiler firmanın borç ödeme kapasitesini değerlendirmek zorundadırlar. Firmanın varlığını sürdürebilmesi için vadesi gelen kısa ve uzun vadeli borçlarını karşılayabilecek tutarda nakit sağlama kapasitesine sahip olması gerekir. Uzun dönemde bir firmanın yükümlülüklerini karşılama gücü kârlılığa ve borçluluk derecesine bağlı olmaktadır. Ancak kısa sürede borçlarını ödeyebilecek likiditeye sahip olmanın firmanın faaliyetlerini sürdürebilmesi açısından çok önemi vardır.

Kısaca likidite oranları vadesi gelen borçların ne ölçüde nakit veya nakde kısa sürede çevrilebilir varlıklar ile karşılanabileceğini gösterir.

Bu kategoride yer alan en önemli üç oran cari oran, asit test veya bir başka adıyla likidite oranı ve nakit oranıdır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Süreli Borçlar}} \quad \text{şeklinde hesaplanır.}$$

Cari oran oldukça kaba bir ölçü olmasına karşılık işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini hangi ölçüde cari aktifleriyle sağlayabileceğini göstermesi nedeniyle oldukça yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Cari oran, işletmenin borç ödeme kapasitesini net işletme sermayesi tutarına kıyasla daha iyi gösteren bir ölçü olarak kabul edilebilir. İşletme sermayesi tutarı dönen varlıklar toplamı ile kısa süreli borçlar arasındaki farkı göstermesine diğer bir deyişle işletmenin tüm kısa vadeli borçlarını ödedikten sonraki dönen varlık tutarını göstermesine karşın yalnız başına işletmenin borç ödeme gücünü göstermez.

Cari oran hesaplanırken şüpheli alacak karşılığı, stok değer düşüş karşılığı, menkul kıymetler değer düşüş karşılığı gibi değer düzeltici hesapların ilgili aktif değerlerden düşülmek suretiyle net değerlerinin bulunması gerekir. Bilanço netleştirme işlemi yapılarak (aktif düzeltici hesaplar ilgili aktiflerden düşülmek suretiyle) düzenlenmiş ise yukarıda sözü edilen indirimlerin yapılması gereksizdir, ancak dönen varlıkları düzeltici hesaplara bilançonun pasifinde yer verilmiş ise dönen varlıkların tutarı hesaplanırken bu düzeltmelerin yapılması gereklidir(42).

Her ne kadar cari oran endüstrideki diğer firmaların oranlarıyla da karşılaştırılmalı ise de, endüstri ortalaması firma için tek hedef olmayabilir. Gerçekte çok iyi idare edilen firmalar, kimi zaman endüstri ortalamasının üzerinde olabileceği gibi kimi zaman bu oranın altında da kalabilirler. Yine de eğer bu ortalama oranın çok üzerinde ve altında bir oranla karşılaşırsa yatırımcı açısından bu farkın ve sapmanın sebeplerini araştırarak o şirkete yatırım yapması daha doğru olur(43).

Cari oran hesaplanırken cari aktif ve pasif toplamaları kullanılmaktadır. Fakat cari aktiflerin içinde nakde çevrilmesi zor olan ve diğer aktif kalemlerine kıyasla daha az likit olan stoklar da vardır. Bu yüzden işletmenin daha likit varlıklarının hesaplanması için stokların bu tutara dahil edilmemesi gerekir. Bu koşullar ise asit test oranını incelememizi gerektirir. Asit test oranı veya diğer bir deyişle likidite oranı şu şekilde hesaplanır;

---

(42) AKGÜÇ, *op.cit.*, s.29.

(43) WESTON, BRIGHAM, *op.cit.*, s.286.



$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Kasa+Bankalar+Serbest Menkul Değerler+Alacaklar}}{\text{Kısa Süreli Borçlar}}$$

Asit Test Oranı cari oranı tamamlayan onu daha anlamlı kılan bir orandır. Bir anlamda para ve paraya kolaylıkla çevrilebilen değerlerin kısa vadeli borçlara bölünmesiyle elde edilen hesaptır. Bu oranın payında paraya çevrilmesi zaman alabilecek olan değerlere yer verilmediğinden likidite oranı cari orana kıyasla daha duyarlı bir ölçü olarak kabul edilmektedir.

Ayrıca likidite oranı değerlendirilirken incelenen firmanın kısa vadeli borçlarının yapısı da dikkate alınmalıdır. Büyük ölçüde müşteri avansı ile çalışan, müşterilerinden peşin tahsilat yapan firmaların likidite oranlarının düşük olması olağandır. Müşteri Avansları normal olarak gelecek hesap döneminde stokların satışı ile kapatılacaktır(44).

Dar Anlamda likiditeyi ölçen bir diğer oranda nakit oranıdır. Bu oran para ve para benzeri varlıkların kısa süreli borçlara bölünmesiyle bulunur;

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Kasa + Bankalar + Serbest Menkul Değerler}}{\text{Kısa Süreli Borçlar}}$$

Bu oran paraya çevrilebilir değerler arasında alacaklara yer vermediğinden diğer iki orana kıyasla daha katı bir ölçü olarak kabul edilebilir. Bu oran daha çok herhangi bir ekonomik kriz sırasında, satışların hemen hemen durması ve alacakların tahsil edilememesi gibi koşullar altında işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılayabilme oranını göstermektedir.

**b) Faaliyet Oranları:** Faaliyet oranları işletmenin iktisadi varlıklarının kullanımındaki verimliliği ölçen oranlardır. Bu gruba dahil olan oranlar alacak tahsil süresi, stok devir hızı ve toplam varlıkların dönme çabukluğudur.

$$\text{Alacak tahsil süresi} = \frac{\text{Net Ticari Alacaklar x 365}}{\text{Net Kredili Satışlar}}$$

Bu oran ticari alacakların ortalama kaç gün içinde tahsil edildiğini gösteren orandır. Alacakların ortalama tahsil süresi hesaplanırken yalnız kredili satışların dikkate alınması, peşin satışların hesaba katılmaması doğru olur. Aksi halde hesaplanacak süre büyük ölçüde anlamını yitirebilir. Ancak firmanın satışlarının yüzde kaçının kredili olarak ya-

---

(44) Öztin AKGÜÇ, *Mali Tablolar Analizi*, 6.basım, İ.Ü. İşletme Fak. Yayını, İstanbul, 1985, s.292.



pıldığı biliniyorsa yıllık net satış rakkamları kullanılmak suretiyle alacakların ortalama tahsil süresi hesaplanabilir.

Alacak tahsil süresindeki değişimleri yorumlarken firmanın faaliyet konusu, satışların mevsimlik eğilim gösterip göstermediği gibi faktörler de gözönünde bulundurulmalıdır. Bilançonun hazırlandığı tarihte satışları mevsim gereği en düşük düzeyde olan bir işletmenin tahsil süresi özellikle başka işletmelerle karşılaştırıldığında yanıltıcı sonuç verir. Bu durumda bilançodaki alacak yerine ortalama alacak rakkamı kullanmak daha uygundur(45).

Bir firmada stoklar ne kadar hızla paraya çevrilmektedir. Stokların devir hızı veya diğer ismiyle stokların paraya dönüşüm çabukluğu stokların likiditesi konusunda iyi bir gösterge olmaktadır.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Bir firmanın stokları hesap döneminde büyük dalgalanmalar göstermiyorsa veya istikrarlı bir artış temposu içinde ise ortalama stok, hesap dönemi başı ve sonu stoklarının toplanarak ikiye bölünmesi suretiyle hesaplanır ve bu hesaplama yöntemi büyük bir sorun doğurmaz. Fakat mevsimlik hareketlerin de etkisiyle stoklarda büyük dalgalanmalar oluyorsa stok devir hızı da bir anlam ifade etmeyebilir.

Stok devir hızının fazla olması, genellikle işletmenin daha fazla kâr elde etmesine olanak verildiği gibi daha az sermayenin stoklara yatırılmış olduğunu ifade eder. Gerçekten diğer koşullar aynı kalmak üzere stok devir hızı yüksek olan bir işletme daha fazla rekabet olanağına sahiptir, rekabette daha avantajlı durumdadır. Böyle bir işletme daha düşük bir fiyatla mal satarak, satış hacmini genişletebilir ve kâr marjı düşük olsa bile daha yüksek bir kâr sağlayabilir. Yalnız stok devir hızının artması her zaman için daha yüksek bir kâr sağlanması sonucunu doğurmaz. İşletme kârdan fedakarlık ederek satış hacmini genişletmiş olabilir(46).

Faaliyet oranları grubundaki son oran ise aktiflerin dönme çabukluğu yani Aktif devir hızıdır.

---

(45) BOZKURT, op.cit., s.166.

(46) AKGÜÇ, Mali Tablolar Analizi, s.308.

$$\text{Toplam Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Net Satış Tutarının aktif toplamına bölünmesiyle hesaplanan aktif devir hızı, bir işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi veya varlık kullanımının bir ölçüsü olarak yorumlanabilir. Aktif devir hızı büyük ölçüde, bir işletmenin aktif yapısı içinde duran varlıkların görelî önemini yansıtır. Bir endüstride veya işletmede duran varlıklar (sabit değerler) aktif toplamı içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, sözkonusu endüstri kolunda veya işletmede aktif devir hızı yavaştır. Buna karşılık, aktif toplamı içerisinde sabit değerlerin nisbeten önemsiz olduğu endüstri dallarında, aktif devir hızı yüksek olma eğilimindedir(47).

**c) Finansal Yapı ile İlgili Oranlar:** Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu gruba dahil oranların en önemlileri; borç/özvarlık ve borç/toplam varlık oranlarıdır. Bu oranlar işletmenin faaliyetlerini ve yatırımlarını hangi kaynaklarla finanse ettiğini gösteren oranlardır. İşletmeler faaliyetlerinin finansmanını borç türündeki kaynaklara yönelerek gerçekleştiriyorsa bu finansal riskin arttığını ve bununla beraber yüksek maliyetlerle karşılaşılacağını göstermektedir. İşte bu koşullar, satışlar ve kârlılığın azalması ile birlikte gerçekleşiyorsa bunun hisse senedi fiyatları üzerine etkisi olumsuz olacaktır.

Finansal riskin en anlamlı göstergelerinden bir tanesi Borç/Özvarlık Oranıdır.

$$\text{Borç/Özvarlık oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Özvarlıklar}}$$

Borç/Özsermaye oranı firmanın borçlanarak sağladığı yabancı kaynaklar ile firmanın sahiplerinin kattığı sermaye arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Oranın yüksekliğine bağlı olarak finansal riskinde yükseldiği genellikle kabul edilir. Ancak borçların bileşimi (uzun, orta, kısa vadeli olması) sektörel yapı ve ekonomideki genel gelişmelere göre bu oranın ifade edeceği finansal risk derecesi değişir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın orta büyüklükteki işletmeler için 1:1'i aşmaması gerektiği benimsenmiştir. Eğer bu oran 1:1'den daha büyük ise firmaya kredi verenler firmanın sahip veya sahiplerine kıyasla o firmaya daha fazla yatırımda bulunmuşlardır.

$$\text{Borç / Toplam Varlık} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$



Borç/Toplam Varlık oranı da finansal riskin bir göstergesidir ve finansal yapı içinde toplam borçların, toplam varlığa göre payını yansıtmaktadır. Bu oran işletmenin yatırımlarının finansmanında ne ölçüde borç kullanıldığını veya diğer bir deyişle firmanın iktisadi varlıklarının yüzde kaçını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini ortaya koyar.

**d) Kârlılık Oranları:** İşletmenin faaliyetlerinde gösterdiği verimliliği ölçen oranlar bu grupta yer almaktadırlar. Bu oranların başlıcaları, brüt kâr marjı, net kâr marjı, özsermaye kârlılığı ve toplam aktif kârlılığıdır.

$$\text{Brüt Kâr Marjı} = \frac{\text{Net Satışlar} - \text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net Satışlarla satılan malın maliyeti arasındaki olumlu fark brüt satış kârını verir. Bir işletmenin brüt satış kârı firmanın faaliyet giderlerini ve diğer giderlerini karşılayacak düzeyde olmalıdır.

Bir firmanın brüt satış kârı oranı bu firmanın geçmiş yıllardaki oranları ve sektördeki diğer firmaların aynı oranları ile karşılaştırılmak yoluyla değerlendirilir.

Bir firmanın brüt satış kârı oranının yükselmesi aşağıdaki nedenlerden ileri gelebilir(48):

- Maliyet sabit kaldığı halde satış fiyatlarının yükselmesi,
- Satış fiyatları değişmediği halde maliyetlerin düşmesi,
- Satış fiyatlarının maliyetlerden daha hızlı artması,
- Maliyetlerdeki düşüşün satış fiyatlarındaki düşüşten daha hızlı olması,
- Firmanın satış hacmi bileşiminin değişmesi ile brüt kâr oranları yüksek olan malların firmanın satış hacmi içindeki paylarının artması.

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kâr}}{\text{Satışlar}}$$

Net kâr marjı, vergi sonrası net kârın satışlara bölünmesiyle bulunur. Oranın payında yer alan net kâr olağanüstü nedenlerden doğan gelir ve zararları da kapsadığından aynı firmanın geçmiş yıllardaki oranları veya diğer firmaların aynı nitelikteki oranları ile yapılacak karşılaştırmaları bozabilir.



$$\text{Özsermaye Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye kârlılık oranı firma sahipleri tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen kâr nisbetini ortaya koymaktadır. Oran hesaplanırken firmanın o dönem sonundaki özsermaye tutarı veya o dönemdeki ortalama özsermayesi kullanılır. Eğer dönem başı ve sonundaki özsermaye tutarları çok fark göstermiyorsa oran hesaplanırken, dönem başı, dönem sonu veya ortalama rakamların kullanılması sonucu çok etkilemez, fakat ortalama özsermaye tutarının kullanılması daha doğrudur.

Net kârın bir kısmı için yönetim firmada çeşitli yedek akçeler biçiminde bırakma kararı alabilir. Bu nedenle özkaynak kârlılık oranı ile hisse senedi dividant getirme oranı arasında kesin bir bağlantı yoktur. Ancak özkaynak kârlılık oranının yükselmesi, bir taraftan dividantlarda yükselmeye neden olabilir. Diğer taraftan ise özellikle firmadaki özkaynakları yükselterek hisse senedinin değer kazanmasını sağlar(49).

$$\text{Toplam Aktif Kârlılığı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oran işletmenin normal faaliyet alanına yapılmış yatırımların verimliliğini, diğer bir deyişle aktif değerlerin ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren bir orandır. Aktif kârlılığı tek başına anlamlı olabilen tek orandır. Oran herşeyden önce sadece ortaklar için değil firmaya kaynak sağlayan kreditorlerde dahil olmak üzere firma ile ilgili tüm taraflar için ortalama kârlılık vermektedir.

### 3.4. Kâr Tahmini ve Hisse Senedi Değerinin Hesaplanması

Temel analizde ekonomi, endüstri ve firma düzeyinde yapılan araştırmalardan sonraki aşama bunlara dayanarak gelecek dönemlere ait firma kârının tesbit edilmesidir. Firma kârı konusunda yapılan tahminlerden sonra gelecek dönemlerde yatırımcının elde edeceği ya da firmanın ödeyeceği temettüer hesaplanmaya çalışılacaktır.

#### 3.4.1. Değerleme ve Finansal Analizle İlgili Kavramlar

Hisse senedi değerlemesi yaparken kullanılan bazı kavramlar finansal analiz açı-

(49) Alparslan PEKER, Modern Yönetim Muhasebesi, 4.basım, İ.Ü. İşletme Fak. Yayını, İstanbul, 1988, s.662.

sından da önem kazanmaktadır. Bu kavramlar gelecek dönemlere ait değerlemeler yapılırken temel alınacaktır.

Defter Değeri: Ödenmiş sermaye ve ihtiyatlar toplamından geçmiş seneler zararı düşüldükten sonraki tutarın hisse sayısına bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Özvarlıklar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Pazar Fiyatı: Pazardaki arz ve talep yoluyla yatırımcılar tarafından belirlenen fiyat pazar fiyatıdır.

Hisse başına düşen kâr: Her bir hisse üzerine düşen vergi öncesi kâr miktarını gösterir.

$$\text{Hisse Başına Düşen Kâr} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Temettü Verimi: Hisse başına düşen temettü miktarının hisse pazar fiyatına bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Temettü Verimi} = \frac{\text{Hisse Başına Düşen Temettü}}{\text{Hisse Senedi Pazar Fiyatı}}$$

### 3.4.2. Geçmişteki Büyüme Oranlarının Hesaplanması

Gelecek dönemlerdeki firma kârı hesaplanırken bulunması gereken en önemli değişken büyüme oranıdır. Kârlardaki büyüme oranı ne kadar kolay tahmin edilirse, kâr tahmini de o derece kolaylaşır. Ekonomi, endüstri ve firma düzeyinde yapılan incelemelerin ışığında firmanın gelecek dönemlerde göstereceği performans ve büyüme oranlarını hesaplamak daha kolay olmaktadır.

Bir firmanın ileriki yıllarda elde edeceği kârın doğrudan doğruya firmanın geçmiş yıllardaki net kârlarının analizi suretiyle tahmin edilmesi de mümkündür. Bu amaçla genellikle kullanılan yöntem, regresyon analizi ya da trend analizidir. Trend analizi yönteminde, firmanın geçmiş yıllardaki kâr miktarları belli istatistiksel teknikler kullanılmak

suretiyle değerlendirilir ve ortalama bir artış hızı tesbit edilir. Yıllık ortalama artış hızı belirlenince her yılın net kâr miktarı, bir önceki yılın net kâr miktarına bağlı olarak şu şekilde hesaplanabilir(50).

$$K_T = K_0 (1 + b)^t$$

$K_T$  = t yılındaki hisse başına kâr miktarı

$K_0$  = Başlangıç yılındaki hisse başına net kâr miktarı

b = Hisse başına kârda artış hızı

t = Hisse başına kârın tahmin edileceği yıla kadar olan süre

### 3.4.3. Gelecek Dönemlerdeki Kârın Tahmini

Gelecek dönemlere ait kârların tahmininde en çok izlenen yol proforma gelir tablosunun düzenlenmesidir. Proforma gelir tablosu hazırlanırken ilk tahmin edilmesi gereken kalem, gelecek dönemlere ait satış tutarlarıdır. Satışlardaki artış tutarları hesaplanırken daha evvel bulunan büyüme oranlarından hareket edilir.

Gelecek dönemlere ait satış tutarları hesaplandıktan sonra, geçmiş dönemlere ait finansal tabloların da yardımıyla gelir tablosundaki diğer gelir ve gider kalemleri de saptanır. Böylece beklenen kâr rakkamına da ulaşılmış olunur. Belirlenecek kâr rakkamı gelecek dönemlerde dağıtılacak temettü tutarı açısından da önem kazanmaktadır.

İncelemeyi yapan analist elde ettiği veriler ile sadece geçmişe ait verilere sıkı sıkıya bağlanmadan kendi beklentisi ve bilgileri ile gelecekteki ekonomik ve endüstriyel gelişmeleri de göz önüne alarak gelecek için tahminlerde bulunacak ve değişik tekniklere göre hisse senedi değerlendirme yöntemlerini kullanarak en iyi yatırımı gerçekleştirmeye çalışacaktır.

---

(50) UĞUZ, op.cit., s.294.



## 4. BİR UYGULAMA (BEKOTEKNİK A.Ş. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ)

### 4.1. Uygulamaya Giriş

Buraya kadar olan açıklamalarda makro düzeyden mikro düzeye yönelen değerlendirme teorileri incelenmiş ve makro ile mikro bazda incelemeler yapılmıştır. Çalışmamın bundan sonraki kısmında ise uygulamam ön plana çıkacaktır. Çalışmaya uygun gördüğüm Şirket ise BEKOTEKNİK A.Ş.'dir.

Beyaz eşya sektöründe faaliyet göstermekte olan Bekoteknik A.Ş. hakkında önce tanıtıcı bilgiler verilecek firmanın sektör içindeki konumu belirlendikten ve mevcut durumu ayrıntılarıyla incelendikten sonra mali analizi yapılacaktır. Daha sonra şirket değerinin hesaplanmasına geçilecek ve teorik açıklamalarımıza destek verecek şekilde modeller incelenecektir.

Uygulamada Bekoteknik Sanayi A.Ş.'nin değeri altı ayrı yolla ve 1991 yılı sonu baz alınarak hesaplanmış ve şirketin hisse senedi değeri belirlenmeye çalışılmıştır.

### 4.2. Kuruluş ve Tanıtıcı Bilgiler

- a) Ticaret Ünvanı: Bekoteknik Sanayi A.Ş.
- b) Merkez ve Şube adresleri: Karaağaç Caddesi 2/4 Söğütözü/İSTANBUL
- c) Tescil tarihi, sicil numarası ve ticaret sicil memurluğu: 16.09.1966 - 93287/38441 - İstanbul Tic. Sicili memurluğu
- d) Süresi: Süresizdir.
- e) Bilinen ortak sayısı: 98 gerçek ve tüzel kişi.

Bir Koç Topluuluğu kuruluşu olan Bekoteknik Sanayi A.Ş., 1966 yılında İstanbul'da Nordmende, Hitachi, Toshiba ve Casio işbirliği ile siyah-beyaz ve renkli televizyon,

video, müzik seti, yazar kasa ve elektronik hesap makineleri üretmek amacıyla kurulmuştur.

Bugün, Büyükçekmece'de 44.500 m<sup>2</sup>'lik bölümü kapalı alan olmak üzere toplam 131.000 m<sup>2</sup>'lik bir arazide yer alan kuruluşta yaklaşık 2300 personel çalışmaktadır.

Bekoteknik, hem Beko hem de Arçelik markalarıyla pazara sunduğu elektronik ürünleriyle yurtiçi piyasada lider durumdadır. Tüm yurda yayılmış güçlü dağıtım kanalları ve servis teşkilatının yanısıra ürünlerinin dünya standartlarındaki yüksek kalitesi de bu liderliğe ulaşmada en büyük etken olmuştur.

ISO'nun yıllık cirolara göre yaptığı değerlendirme sonucunda Bekoteknik Türkiye'nin en büyük kuruluşlarından biridir. Yılların Sorumluluğu ve birikimiyle sürekli büyüyen, gelişen Bekoteknik 500 dev sanayi kuruluşu içinde onbirinci, özel sektör bazında dördüncü sırada yer almaktadır.

1991 yılı itibariyle, bir yıl içerisinde Renkli TV'de % 35.1, videoda % 38.5, müzik setinde % 43.9 ve elektronik yazar kasada % 57.1'lik piyasa paylarına sahip olan Bekoteknik 1981 yılından 1991 yılı sonuna kadar ki süre içinde % 80'i Avrupa ülkelerine olmak üzere toplam 876.492 adet Televizyon ihraç etmiş bulunmaktadır.

### 4.3. Ortaklık Yapısı

- Ödenmiş Sermaye: 100.000.000.000 (Yüz milyar).
- Son iki olağan genel kurul toplantısı ve son durum itibariyle ödenmiş sermayenin ortaklar arasında dağılımı tablo 1'deki gibidir.

Tablo 1: Ödenmiş Sermayenin Ortaklar Arasında Dağılımı

Ortağın Ticaret Ünvanı	9.4.1991		27.3.1992	
	(Bln TL)	(%)	(Bln TL)	(%)
Arçelik A.Ş.	11.000.000	27.50	27.500.000	27.50
Beko Ticaret A.Ş.	9.168.710	22.92	22.921.770	22.92
Koç Holding A.Ş.	8.314.825	20.79	20.787.875	20.79
Koç Yatırım A.Ş.	5.000.000	12.50	12.500.000	12.50
Koç Holding Em. Vakfı	2.981.200	7.45	7.453.000	7.45
Temel Ticaret	161.245	0.40	403.865	0.40
Nazar A.Ş.	151.555	0.38	385.700	0.38
Türk Eğitim Vakfı	83.200	0.20	208.000	0.20
Diğer Ortaklar	3.139.265	7.86	7.839.790	7.86

- c) Sermayedeki payları % 10 ve fazlası olan gerçek kişi ortakların birbirleriyle akrabalık ilişkileri: Sermayedeki payları % 10 ve fazlası olan gerçek kişi ortak yoktur.
- d) Sermayeyi temsil eden paylar tablo 2'de gösterilmiştir.

**Tablo 2: Sermayeyi Temsil Eden Paylar**

Nama, Hamiline olduğu	Tertibi	Grubu	Toplam (Bin TL)	Sermaye Oranı
Nama	I	A	4.625.500	% 5
Hamiline	I	B	45.374.500	% 45
Hamiline	II	-	50.000.000	% 50
			100.000.000	

- e) İmtiyazlı paylar imtiyazın niteliği: Yoktur.
- f) Ortaklık esas sözleşmesine göre yönetim ve denetim organlarının seçimi: Yönetim Kurulu en çok 3 yıl için Genel Kurul'ca seçilen 7 üyeden oluşmaktadır. Denetçiler 1 yıl için Genel Kurul'ca seçilen bir veya iki üyeden oluşmaktadır.
- g) Türk Ticaret Kanununun 402-403'üncü maddeleri uyarınca ihdas edilen intifa senetlerine sağlanan haklar: Yoktur.
- h) Nama yazılı hisse senetlerinin devir esası: Türk Ticaret Kanunu hükümlerine tabidir.
- İştirakler hakkında bilgi tablo 3'de özetlenmiştir.

**Tablo 3: İştirakler Hakkında Bilgi**

İştirakin Ticaret Ünvanı	Faaliyet Konusu	Ödenmiş Sermaye (Bin TL)	Ödenmiş Sermaye İştirak Tutarı (TL)	(%)
Koç-Amerikan Bank A.Ş.	Bankacılık	100.000.000	4.900.000	4.9
Enternasyonal Elektro Optik A.Ş.	Tıbbi Cihazlar	230.000	344.800	49.97
Eko A.Ş.	Elektronik Sanayi	185.000	(1991'de satıldı)	

İştirakin Ticaret Ünvanı	Net Kâr (TL)	Carl Yıl Temettü Alınan
Koç Amerikan Bank A.Ş.	65.110.149.198	1.470.000.000
Enternasyonal Elektro Optik San.	70.058.673	-
Eko A.Ş.	154.073.955	116.550.000



***İştiraklerin kâr dağıtım politikaları:*** Şirketin iştiraklerinden Enternasyonal Elektro Optik Sanayi A.Ş. 1990 yılında kurulmuştur. Henüz yatırım aşamasını tamamlamadığından bir faaliyeti bulunmamaktadır. Bu nedenle kâr dağıtımı ve politikası teşekkül etmemiştir.

Şirketin diğer iştiraklerinden Koç Amerikan Bank A.Ş.'nin kâr dağıtım politikası ise şirket yönetiminin belirlediği ve Genel Kurulda ortaklar tarafından nihai karara bağlanan politikalar çerçevesinde olmaktadır.

***İştiraklerin gelecekteki belli başlı yatırımlarına ilişkin bilgi:*** Enternasyonal Elektro Optik Sanayi A.Ş. savunma sanayi ile ilgili elektronik gereçler üretimi, ithalatı ve ihracatı maksadıyla kurulmuştur. Savunma sanayinin açmış olduğu veya açacağı, konusu ile ilgili ihalelere katılmakta olup ihalenin neticesine göre yatırım politikasını belirleyecektir. Şu anda kuruluş aşamasını henüz tamamlamıştır.

Koç Amerikan Bank A.Ş. hizmet sektöründe faaliyet gösteren bir kuruluş olup, şube sayısını arttırmanın dışında başka bir yatırımı bulunmamaktadır.

#### **4.4. Şirketin Faaliyetleri ve Sektör İçindeki Konumu**

1- Faaliyet gösterilen sektör, fiili faaliyet konusu ve ortaklığın sektör içindeki yeri: Şirket elektronik sektöründe faaliyet göstermektedir. Sektör çok geniş anlamda elektronik cihaz üretimini kapsamaktadır. Bu sektörde şirketle kıyaslanacak 5-6 civarında büyük şirket üretimde bulunmaktadır. Bekoteknik bu sektörde renkli televizyon, video, audio mamulleri, elektronik yazar kasa ve hesap makinası, fax, uydu alıcıları üretmektedir. Şirket bu üretim dallarında gerek teknolojik yatırımları, gerek üretim adetleri gerek satış ve ihracatı ve gerekse pazar payı ile 1991 sonu itibariyle lider durumda bulunmaktadır.

2- Kullanılan üretim veya imalat teknolojisi: Bekoteknik son dört yılda yapmış olduğu çok büyük yatırımlarla üretim teknolojisini çağın standartlarına ulaştırmıştır. Üretim bantları tamamen otomatik robot sistemi ile çalışmaktadır. Kurulmuş olunan laboratuvarlar ve mamul dizayn teknolojisi ve teknik kadrosu bu bakımdan dünya standartlarına erişmiştir. Nitekim Türkiye'de ilk defa şirket uluslararası kalite belgesine sahip olmuştur. Bekoteknik ayrıca ISO . 9000-9001 kalite sertifikasına sahip tek elektronik

kurulustur.

3- Önemli nitelikte yeni ürün ve faaliyetler: Şirket mevcut üretiminin model değişiklikleri yanında yeni mamuller arayışı içerisinde faaliyetlerini de sürdürmektedir. Bunlardan başlıcaları fax cihazları, uydu alıcı sistemleri, telsiz telefon, cep telefonları ve bunların tüm yayın sistemlerini içeren elektronik cihazları üretme çalışmalarını sürdürmektedir.

4- Geçmiş 3 yılda yıllar itibariyle çalışan sayısı ile bunlarda meydana gelen değişiklikler tablo 4'deki gibidir.

Tablo 4: Çalışan Sayısı

Çalışanlar	1989	1990	1991
Memur	222	247	284
İşçi	1.635	2.200	2.022
Toplam	1.857	2.447	2.306

Son yıllarda yapılan teknoloji yoğun yatırımlar nedeniyle çalışan personelde belirli tasarruflar sağlanmıştır.

5- Sahip olunan gayrimenkuller ile ilgili bilgiler: Şirketin binası sözkonusu arazi üzerinde bulunduğundan arazi ve arsaların değeri bina değerleri ile birlikte toplam kıymet olarak gösterilmektedir.

Tablo 5: Gayrimenkuller (Net TL)

	Mevkil	m <sup>2</sup>	Defter Değeri	Vergi Değeri	Kullanım Süresi
Arsa Arazi	B.Çekmece/İst.	131.000	-	-	17 yıl
Bina	B.Çekmece/İst.	44.219	20.280.000.000	31.002.000.000	
Toplam			20.280.000.000	31.002.000.000	

6- Kiralanan veya kiraya verilen gayrimenkuller: Yoktur.

7- Finansal kiralama yoluyla edinilen kıymetler: Yoktur.



8- Hammadde temin koşulları yurtiçi, yurtdışı, satın alınan ülke, gümrük vergi oranı, hammadde satıcısının tekel konumu vs. ve temin koşullarında olası değişiklikler:

Şirketin üretim konusu mamullerinin bünyesine giren hammadde ve malzemeleri iki kaynaktan temin etmektedir. Bunlardan birincisi yurtdışı kaynaklarıdır. Yani ithalat yolu ile sağlanmaktadır. Çeşitli ülkelerden kabul kredili, mal mukabili ithalat yolu ile tedarik edilen ithal malzemeler için Gümrük mevzuatında yazılı tarifelerden Gümrük vergisi ve diğer ithal vergileri ödenmek suretiyle yurda getirilmektedir. Yurtdışı alımlarda serbestçe pazarlık yapılabilmekte, belirli bir firma veya ülkeye bağlı kalınmamaktadır. Yurtiçi piyasadan tedarik edilen hammadde ve malzemelerde ise 500-600 civarında yan sanayi ile çalışılmaktadır. Bu yan sanayiler Bekoteknik dışında diğer elektronik firmalarına da üretim yapmaktadırlar. İç piyasadan tedarikler serbestçe pazarlık suretiyle ve peşin esasına göre yürütülmektedir.

9- Satış koşulları ve son yılda satış politikasında meydana gelen değişiklikler, üretilen malın gümrük vergi oranları, ihracat yapılan ülkeler:

Şirketin üretim konusu mamulleri yurtiçi piyasada üç ana bayi vasıtası ile pazarlanmaktadır. Bu bayilerin yurt çapında yaygın 4000 civarında tali bayileri bulunmaktadır. Satışlar daha çok peşin esasına göredir. Ancak son yıllarda piyasa koşulları nedeniyle 4-5 ay vadeli satışlara yönelme eğilimi vardır. Bu vadeli satışlarda günün faiz koşullarına göre oluşan vade farkı tahakkuk ettirilmektedir. Yurtdışı satışlar peşin akreditif esasına göre yapılmaktadır. İhracatın tamamına yakın kısmı AET ülkelerine satılmaktadır.

10- Patent, lisans, sınai-ticari veya mali anlaşmalar yoktur.

11- Son 3 yıldaki yeni ürünler ve üretim sürecine ilişkin araştırma geliştirme politikası: Son 3 yıl içerisinde mevcut mamul üretimi dışında yeni bir mamul üretimi gerçekleştirilmemiştir. Ancak fax, uydu alıcıları, telsiz telefon ve cep telefonu cihazları üretebilmek için geniş araştırma çalışmaları devam etmektedir. Bunları temin için kurulan modern laboratuvar, araştırma yatırımları bitirilmiş gerekli teknik eleman ve her türlü donanım takviyesi de yapılmıştır.



12- Son 12 ayda mali durumu önemli ölçüde etkilemiş veya etkileyebilecek, işe ara verme haline ilişkin bilgiler ile sendikal faaliyet ve toplu sözleşmeye ilişkin bilgiler:

Son 12 ayda mali durumu önemli ölçüde etkileyen veya etkileyebilecek işe ara verme olayı olmamıştır. Şirkette üretimde çalışan personel Türk Metal Sendikası üyesi bulunmaktadır. Bekoteknik'de MESS (Metal Sanayicileri Sendikası) üyesidir. Şirkette 1.9.1990 yılından geçerli olan ve 31.8.1992 tarihinde sona eren toplu iş sözleşmesi hükümleri uygulanmaktadır. Biten toplu sözleşmenin yerine yeni toplu sözleşme görüşmelerine başlanmış olup, taraf sendikalar arasında sonuçlandırılmak için müzakereler devam etmektedir.

13- Ortaklığın önemli uyuşmazlıkları:

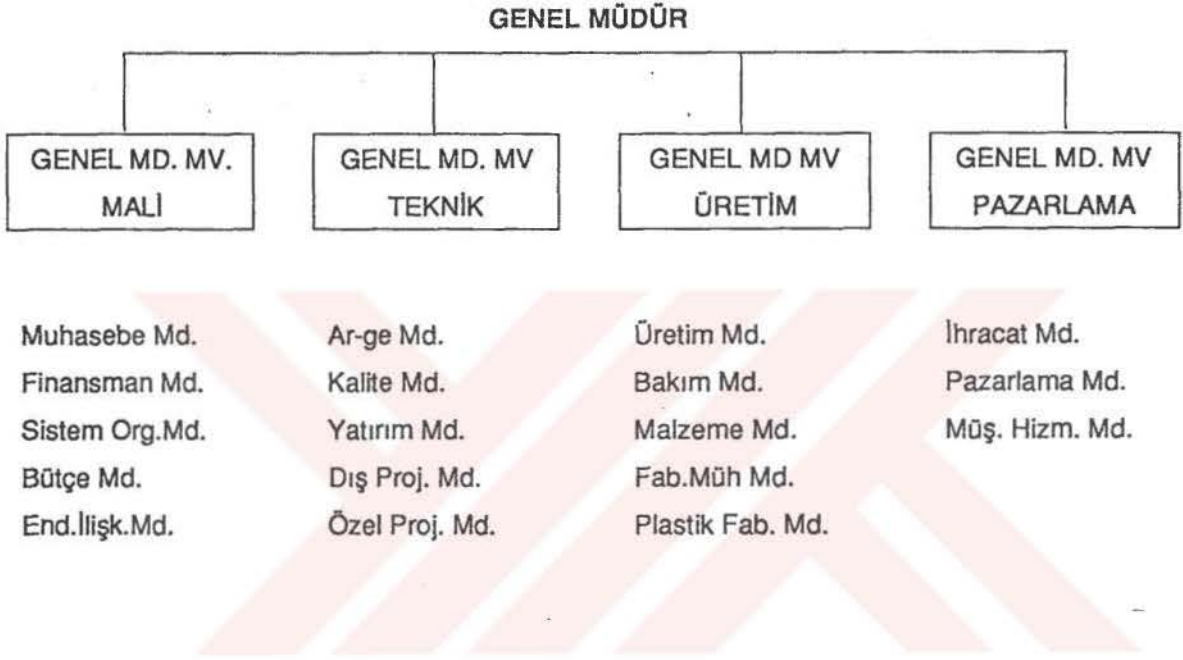
a) Ortaklarla	Yoktur
b) Personelle	Yoktur
c) Vergi İdaresiyle	Yoktur
d) Diğer Resmi Kurum ve Kuruluşlarla	Yoktur
e) Diğer Gerçek ve Tüzel Kişiliklerle	Yoktur

14- Ortaklığın yapılmakta olan yatırımlarının niteliği ile yararlanmakta olduğu teşvikler ve koşulları: Şirket son üç yıl içerisinde kapasite arttırımı, yenileme ve modernizasyon alanlarında çok büyük yatırımlar gerçekleştirmiştir. Bu yatırımlar halen devam etmektedir. Elektronik sektörü özel teşvik gören sektörler arasında yer almaktadır. Devlet Planlama Teşkilatından alınan ve yatırım süresi halen devam eden 4 adet Teşvik belgesi mevcuttur. Bu belgelerin yatırım tutarı toplam 291.500 milyon TL civarındadır. Şu ana kadar üçte ikilik bölümü gerçekleştirilmiş olup, bakiye yatırımlar 1994 yılında tamamlanacaktır. Yatırımlar için teşvik belgesinde yazılı gümrük muafiyeti (% 100), yatırım indirimi (% 100), kaynak kullanım destekleme primi (% 15) ve düşük faizli yatırım kredisi kullanma gibi teşviklerden istifade edilmektedir.

#### 4.5. Organizasyon ve Yönetim

a) Ortaklığın genel organizasyon şeması

Şema 1: Organizasyon Şeması



b) Ortaklığın yönetim kurulu üyeleri ile ilgili bilgiler

Tablo 6: Yönetim Kurulu

Adı, Soyadı	Görevi	Mesleği	Üstlendiği Görev	Sermaye payı TL	%
Rahmi M.KOÇ	Yön. Kurulu Bşk.	İşadamı	Yön. Kurulu Üyeliği	2.367.230.000	1.18
Uğur EKŞİOĞLU	Yön. Kurulu Bşk. Vek.	Yönetici	Yön. Kurulu Üyeliği	-	-
Suna KIRAÇ	Yön. Kurulu Üyesi	İşadamı	Yön. Kurulu Üyeliği	3.077.380.000	1.54
Hasan SUBAŞI	Yön. Kurulu Üyesi	Yönetici	Yön. Kurulu Üyeliği	-	-
Tunç ULUĞ	Yön. Kurulu Üyesi	Yönetici	Yön. Kurulu Üyeliği	-	-
Servet BİLGİ	Yön. Kurulu Üyesi	Em.General	Yön. Kurulu Üyeliği	-	-
Muvaffak İ.GÖZAYDIN	Yön. Kurulu Yönetici Genel Müdür	Yönetici	Yön. Kurulu Üyeliği	120.170.000	0.06

- c) Yönetim kurulu üyelerinin ortaklık dışında yürüttükleri görevler:  
Koç Topluluğu Şirketlerinde Yöneticilik
- d) Yönetimde söz sahibi olan personel ile ilgili bilgiler Tablo 7'de gösterilmiştir:

Tablo 7: Yönetim

Adı, Soyadı	Görevi	Mesleği	Üstlendiği Görev	Sermaye payı TL	%
Muvaffak İ.GÖZAYDIN	Genel Müdür	Mühendis	Genel Müdür	120.170.000	0.06
Hallî GÜMÜŞ	Genel Md. Mv.	İktisatçı	Genel Müdür Mv.	-	-
Uran TIRYAKIOĞLU	Genel Md. Mv.	Mühendis	Genel Müdür Mv.	-	-
Ali GÜNDÜZ	Genel Md. Mv.	Mühendis	Genel Müdür Mv.	-	-
Zivar SAVER	Genel Md. Mv.	İktisatçı	Genel Müdür Mv.	-	-

#### 4.6. Grup Hakkında Bilgiler

a) Grubun ana faaliyet konusu ve ortaklığın grup içindeki yeri: Her türlü ticari, sınai faaliyetleri kapsayan geniş bir gruptur. Grubun önde gelen 4. şirkettir.

b) Grup içi ortaklıklarla ticari ve ticari olmayan borç-alacak ilişkisi Tablo 8'deki gibidir:

Tablo 8: Grup İçi Ticari Borç-Alacak İlişkisi

	Borç Bakıyesi	Falız Oranı	Alacak Bak.	Falız Oranı
Arçelik A.Ş.	63.203	Cari Hesap		
Beko Tic.A.Ş.	64.596	Cari Hesap		
Aygaz A.Ş.	29.807	Cari Hesap		
Ram Dış Tic.A.Ş.	33.292	Cari Hesap		
Atılım A.Ş.	329	Cari Hesap		
Egemen A.Ş.	200	Cari Hesap		
Gelişim A.Ş.	523	Cari Hesap		
Hamle A.Ş.	196	Cari Hesap		
Temel Tic.A.Ş.			152	Cari Hesap
İzocam A.Ş.			183	Cari Hesap
Koç Unisys A.Ş.			110	Cari Hesap
Turyat A.Ş.			149	Cari Hesap
Simko			126	Cari Hesap
Sur Oto A.Ş.			149	Cari Hesap
Koç Holding A.Ş.			2.865	Cari Hesap



Ticari olmayan ilişkiden kaynaklananlar: Yoktur.

c) Son mali yılda ortaklık tarafından grup içi ortaklıklara ödenen ve alınan, danışmanlık, yönetim vb. hizmet ücretlerinin toplam tutarı: Yoktur.

d) Ortaklık yöneticilerine ortaklık ve grup içi diğer ortaklıklar tarafından verilen kredilerin son durum itibariyle tutarı, uygulanan faiz oranı ve yöneticiler adına verilen, faaliyet konusu ile ilgili olmayan garantiler: Yoktur.

e) Ortaklığın grup içi ortaklıkların yöneticilerine verdiği kredilerin son durum itibariyle tutarı, uygulanan faiz oranı ve yöneticiler adına verilen faaliyet konusu ile ilgili olmayan garantiler: Yoktur.

f) Herhangi bir grup üyesi ortaklığa özkaynak ve/veya yabancı kaynak transferine yönelik projeler hakkında özet bilgi: Yoktur.

g) Ortaklığın son üç yılda, diğer grup ortaklıklarıyla yaptığı, iştirak hissesi ve/veya gayrimenkul alım satımına ilişkin bilgi: 1991 yılında iştiraklerden Eko A.Ş.'ne ait 195 milyon TL.lık iştirak hissesi, Temel Ticaret ve Yatırım A.Ş.'ne 200 Milyon TL.na satılmıştır.

#### 4.7. Geçmiş Dönem Finans Tabloları ve Rasyo Analizi

Tablo 9: Geçmiş Dönem Bilançoları

	1988	1989	1990	1991 (270 gün)
Kasa, Banka vb.	1.536	2.219	48.352	1.972
K.v. Tic.Alacak	81.912	158.738	261.744	572.474
Akreditifler	27.907	22.800	39.630	75.643
Hammadde	7.233	17.433	37.706	115.188
Yarı Mamul	2.731	9.096	14.926	45.980
Mamul	4.826	5.417	7.925	80.639
Toplam Stok.	14.790	31.946	60.557	241.806
Teşvik Alacak	0	0	0	0
Top.Dön.Aktif	126.145	215.703	410.284	891.895
Arazi				
Bina mak. ve teçh.	37.640	79.714	170.834	254.406
Birik.Amort.	29.760	62.649	130.398	237.820
Net.Sab.Kıymet.	7.880	17.064	40.437	16.587
İştirakler	1.310	977	977	5.210
Yap. olan işler	594	3.011	8.314	61.376
Diğer aktifler	5.892	4.985	24.297	10.125
Top. Dur.Aktif	15.676	26.036	74.024	93.298
Toplam Aktifler	141.821	241.739	484.308	985.193

Tablo 9: (Devamı)

	1988	1989	1990	1991 (270 gün)
K.v.banka borcu	38.193	14.554	54.225	295.648
U.v. borç taksit	1.053	1.706	4.076	7.996
Tahv. geri öd.	9.500	25.000	0	0
K.v. tic. borçlar	25.538	17.722	19.512	65.845
Ödenecek vergi	2.190	11.801	51.936	64.511
Ödenecek temettü	7.510	22.930	100.063	0
Tahak. etmiş faiz	0	2.719	4.013	0
Diğer borçlar	11.135	71.984	104.452	138.002
Toplam K.v. borçlar	95.118	168.417	338.277	572.002
U.v. bank. borcu	6.403	20.548	30.282	41.454
Tahviller	10.000	0	0	50.000
Kıdem taz.karş.	0	3.998	13.496	24.379
Top. u.v. borçlar	16.403	24.546	43.778	115.833
Toplam Borçlar	111.521	192.962	382.055	687.835
Maddi olm. var	(1.105)	(607)	(854)	(371)
Sermaye	15.000	22.500	40.000	100.000
Kanuni ihtiyatlar	3.444	8.156	24.561	21.461
Fev. ihtiyatlar	8.342	11.970	28.152	29.645
Yen Değ.Fonu	4.619	6.759	10.394	18.678
Dön.kârı	-	-	-	127.945
Top. Özkaynaklar	30.300	48.777	102.253	297.358
Toplam Pasifler	141.821	241.739	484.308	985.193

Tablo 10: Geçmiş Dönem Gelir-Gider Tabloları (Milyon TL)

	1988	1989	1990	1991 (270 gün)
Satışlar	186.464	362.621	820.011	1.211.267
- Sat. Mal.Maliyeti	128.539	223.565	531.275	778.380
= Brüt Satış Kârı	57.925	139.056	288.736	432.887
- Satış Giderleri	4.238	18.240	44.911	63.233
- Genel ve İdari Gid.	4.015	8.514	22.901	32.351
- Amortisman	7.684	12.096	35.179	49.219
- Kıdem Tazminatı	0	3.998	9.498	10.883
= Faaliyet Kârı	41.988	96.208	176.247	277.202
- Finansman Gid.	21.875	43.627	22.250	87.353
+ Diğer Gelirler	212	(1.577)	30.589	(5.722)
= Vergi Öncesi, Kâr	20.325	51.004	184.586	184.127
- Vergi	7.443	18.299	51.936	56.182
= Net Kâr	12.883	32.705	132.650	127.945



Tablo 11: Rasyo Analizi

	1988	1989	1990	1991
<b>Kârlılık rasyoları</b>				
Net Kâr/Özvarlık	% 42.5	% 67.1	% 129.7	% 57.4
Net kâr/Top.Aktifler	% 9.1	% 13.5	% 27.4	% 17.3
N.Aktif Geri Dönüş Oranı	% 22.5	% 43.5	% 55.0	% 26.5
Net Kâr Marjı	% 6.9	% 9.0	% 16.2	% 14.1
Vergi Ön.Kâr/Satışlar	% 10.9	% 14.1	% 22.5	% 20.3
Faaliyet Kâr Marjı	% 22.5	% 26.5	% 21.5	% 30.5
Brüt Kâr Marjı	% 31.1	% 38.3	% 35.2	% 35.7
Fin Gider/Faaliyet Kârı	% 52.1	% 45.3	% 12.6	% 31.5
Satış Gid/Satışlar	% 2.3	% 5.0	% 5.5	% 5.2
Gen ve İd.Gid/Satışlar	% 2.2	% 2.3	% 2.8	% 2.7
<b>Kontrol Rasyoları</b>				
Aktif Devir Hızı	1.31	1.50	1.69	1.64
Hammadde gün	20	28	26	40
Y.mamul gün	8	15	10	16
Mamul gün	14	9	5	28
Stok gün	41	51	41	84
Tahsilat süresi	158	158	115	128
Ödeme süresi	72	29	13	23
Sabit Kıy.Devir Hızı	23.7	21.3	20.3	97.4
Nakit/gün, satış	3.0	2.2	21.2	0.4
<b>Likidite ve kaldıraç rasyoları</b>				
Toplam Aktifler/Özvarlık	4.7	5.0	4.7	3.3
Top Borç/Top.Aktifler	78.6	79.8	78.9	69.8
Top Borç/Özvarlık	368.1	395.6	373.6	231.3
Carı Oran	1.33	1.28	1.21	1.56
Likidite Oranı	0.88	0.96	0.92	1.00
F.V.ÖK/Faiz Gideri	1.93	2.17	9.30	3.11

#### 4.8. Şirket Değerlemesi

##### A) Düzeltilmiş Defter Değeri Metodu

Rayiç değer olarak sabit kıymetlerin brüt defter değerleri kullanılmaktadır.

##### B) İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi

	1991	
Toplam Cari Aktifler	958.793	
- Toplam Cari Pasifler	597.315	(*)
= İşletme Sermayesi	361.478	
+ Sabit Kıymet rayiç bedeli	303.515	
+ İştirakler	5.015	
+ Diğer Aktifler	62.823	
= Aktif Rayiç değeri	732.831	
- U.v. banka borcu	72.439	
- Tahvil borcu	50.000	
- Kıdem tazminatı yükümlülüğü	31.370	
= Düzeltilmiş Defter Değeri	579.022	Milyon TL
Kayıtlı Defter Değeri	358.305	Milyon TL
/ Hisse adedi	100.000	Milyon
= Hisse değeri		
Düzeltilmiş bazda	5.790	TL
Kayıtlı bazda	3.583	TL

(\*) Dağıtılacak temettü u.v. borç tak. ve tahvil anapara ödemeleri hariç

- Rakamlar 1991 bilançosu bazındadır

1993 ve sonrası için net satışların % 6'sı kadar yatırım öngörülmüştür.

Tablo 12: Ekonomik Varsayımlar

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Varsayımlar</b>							
Ti enflasyon		% 70	% 50	% 40	% 35	% 30	% 30
\$ TL değer art.		% 70	% 50	% 40	% 35	% 30	% 20
\$ - TL	2.625	4.463	6.694	9.371	12.651	16.447	19.736

Tablo 13: Satışlar (adet)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Renkli TV</b>							
Kapasite	1.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
İç piyasa	373.000	525.000	550.000	600.000	650.000	750.000	850.000
İhracat	261.000	317.000	300.000	400.000	500.000	600.000	700.000
Toplam	634.000	842.000	850.000	1.000.000	1.150.000	1.350.000	1.550.000
Kapasite Kul.	%63.4	% 28.1	% 28.3	% 33.3	% 38.3	% 45.0	% 51.7
<b>Video</b>							
Kapasite	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
İç piyasa	37.000	33.500	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
Kapasite kul.	% 74.0	% 67.0	% 80.0	% 80.0	% 80.0	% 80.0	% 80.0
<b>Audio</b>							
İç piyasa	77.000	144.000	180.000	200.000	230.000	230.000	300.000
İhracat	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	77.000	144.000	180.000	200.000	230.000	230.000	300.000
<b>Yazar Kasa</b>							
İç piyasa	53.000	47.600	40.000	30.000	20.000	20.000	20.000
İhracat	0	1.000	0	0	0	0	0
Toplam	53.000	48.600	40.000	30.000	20.000	20.000	20.000
<b>Hesap mak.</b>							
İç piyasa	9.000	0	0	0	0	0	0



Tablo 14: Fiyatlar (TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Renkli TV</b>							
İç piyasa	1.422.815	2.275.594	3.413.391	5.120.087	7.680.131	11.520.196	17.280.294
İhracat	524.556	954.804	1.539.563	2.249.100	3.162.797	4.276.101	5.328.680
<b>Video</b>							
İç piyasa	1.162.081	1.661.164	2.491.746	3.737.619	5.606.429	8.409.644	12.614.465
<b>Audio</b>							
İç piyasa	584.610	1.088.118	1.632.177	2.448.266	3.672.398	5.508.598	8.262.896
İhracat	0	0	0	0	0	0	0
<b>Yazar Kasa</b>							
İç piyasa	811.509	1.292.836	1.939.254	2.908.881	4.363.322	6.544.983	9.817.474
İhracat	0	0	0	0	0	0	0
<b>Hesap mak.</b>							
İç piyasa	0	0	0	0	0	0	0

Tablo 15: Toplam Satışlar (Milyon TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Renkli TV</b>							
İç piyasa	530.710	1.194.687	1.877.365	3.072.052	4.992.085	8.640.147	14.688.250
İhracat	136.909	302.673	461.869	899.640	1.581.398	2.565.661	3.730.076
<b>Video</b>							
İç piyasa	42.997	55.649	99.670	149.505	224.257	336.386	504.579
<b>Audio</b>							
İç piyasa	45.015	156.689	293.792	489.653	844.852	1.266.977	2.478.869
İhracat	0	0	0	0	0	0	0
<b>Yazar Kasa</b>							
İç piyasa	43.010	61.539	77.570	87.266	87.266	130.900	196.349
İhracat	0	1.252	0	0	0	0	0
<b>Hesap mak.</b>							
İç piyasa	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	21.370	139.471					
<b>TOPLAM</b>	820.011	1.911.960	2.810.266	4.698.117	7.729.659	12.940.071	21.598.123
<b>NET SATIŞLAR</b>	820.011	1.861.960	2.740.009	4.580.664	7.536.417	12.616.569	21.058.170

Tablo 16: Yatırımlar (Milyon TL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Toplam	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887

Tablo 17: Sermaye Arttırmaları ve Yeni Uzun Vadeli Borçlar (Milyon TL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Yeni nakit girişi	48.000	80.000	0	0	0	0
Fev. ihtiyatlardan artış	1.606	0	0	0	0	0
Y.Değ. fonundan artış	10.394	20.000	0	0	0	0
Toplam sermaye arttırımı	60.000	100.000	0	0	0	0
Uzun Vadeli Borç	0	0	70.000	0	0	0

Tablo 18: Yeni Uzun Vadeli Borç Planı (Milyon TL)

	1992	1993	1994	1995	1996
Faiz oranı	% 57.0				
Kredi tutarı	0				
Anapara ödemeleri			0	0	0
Bakiye	0	0	0	0	0
Faiz gideri	0	0	0	0	0
	1993	1994	1995	1996	1997
Faiz oranı	% 35.1				
Kredi tutarı	70.000				
Anapara ödemeleri			23.333	23.333	23.333
Bakiye	70.000	70.000	46.667	23.333	0
Faiz gideri	24.561	24.561	16.374	8.187	0

Tablo 18: (Devamı)

	1994	1995	1996	1997	1998
Faiz oranı	% 30.7				
Kredi tutarı	0				
Anapara ödemeleri			0	0	0
Bakiye	0	0	0	0	0
Faiz gideri	0	0	0	0	0
	1995	1996	1997	1998	1999
Faiz oranı	% 26.3				
Kredi tutarı	0				
Anapara ödemeleri			0	0	0
Bakiye	0	0	0	0	0
Faiz gideri	0	0	0	0	0
	1996	1997	1998	1999	2000
Faiz oranı	% 17.5				
Kredi tutarı	0				
Anapara ödemeleri			0	0	0
Bakiye	0	0	0	0	0
Faiz gideri	0	0	0	0	0



Tablo 19: Toplam Uzun Vadeli Borç Tablosu

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Banka Borçları</b>							
Anapara ödemesi	0	5.440	10.053	43.276	4.045	28.230	32.866
Yeni borç		36.704	0	70.000	0	0	0
Döviz krd.deval.		6.817	29.502	32.296	36.934	59.094	28.030
Bakiye	34.358	72.439	91.888	150.908	183.797	214.661	209.825
Tah.etmiş faiz	0	0	0	0	0	0	0
Faiz gideri	12.081	11.532	54.511	50.206	55.136	80.880	48.193
<b>Tahviller</b>	80.% faiz						
Anapara ödemeleri		0	0	50.000	0	0	0
Bakiye	0	50.000	50.000	0	0	0	0
Tah. etmiş faiz	0	13.333	13.333	0	0	0	0
Faiz gideri	0	13.333	40.000	26.667	0	0	0
<b>Toplam</b>							
Tah. etmiş faiz	0	13.333	13.333	0	0	0	0
Faiz gideri	12.081	24.865	94.511	76.873	55.136	80.880	48.193

Tablo 20: Teşvikler (Milyon TL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Yatırım İndirimi:</b> 100.0 %						
Devir	0					
Yeni	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Toplam	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
İhracat istisnası	% 12	% 12	% 10	% 8	% 6	% 4
Devir	0					
Yeni	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Toplam	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Kaynak Kul.Dest.Pr. % 0	0	0	0	0	0	0

Tablo 21: Sabit Kıymetler, Amortismanlar ve Yeniden Değerleme

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Yeniden Değerleme</b>							
Sabit Kıymet		174.534	455.272	863.869	1.546.770	2.613.714	4.407.154
Yeni.Sabit Kıymet		128.981	161.777	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Top.Sabit Kıymet	170.834	303.515	617.049	1.145.756	2.010.550	3.390.119	5.703.042
Birik.Amort.		156.284	331.077	632.947	1.159.125	2.049.967	3.542.269
Amortis.Masraf.		64.434	121.028	225.663	417.773	674.855	1.142.652
Top.Bir.Amort.	130.398	220.718	452.105	858.611	1.576.898	2.724.822	4.684.920
Yeni.Değ.Fonu	10.394	32.702	63.707	109.684	210.185	340.820	539.869
Sermaye artırımını (Y.değ.fonundan)		10.394	20.000	0	0	0	0

Tablo 22: Kıdem Tazminatı Karşılıkları

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ort.kıdem yıl	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5
Ort.ay.maaş	1700	3000	4.500	6300	8505	11.056	14.373
Çalışan sayısı	2.447	2.317	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Kıd.taz.yüküm	14.614	31.370	54.579	90.270	140.576	207.073	300.816
Kıd.taz.karşı	9.498	17.070	23.581	38.967	50.306	66.497	93.743
Küm.kd.taz.kar.	13.496	30.566	54.147	90.212	140.517	207.014	300.758
Kıd.taz.ödeme			2.903	0	0	0	0

**Tablo 23:** Proforma Gelir-Gider Tabloları (Milyon TL)  
Temettü oranı: 50.0%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Brüt kâr marjı		33.7%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
Satış gid./satışlar		4.4%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Genel gid./satışlar		2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Ort.k.v.borç faizi		78.0%	55.7%	44.6%	39.0%	33.4%	33.4%
Satışlar	820.011	1.861.960	2.740.009	4.580.664	7.536.417	12.616.569	21.058.170
S.mal maliyeti	531.275	1.234.514	1.794.706	3.000.335	4.936.353	8.263.853	13.793.101
Brüt satış kârı	288.736	627.446	945.303	1.580.329	2600.064	4.352.716	7.265.069
Satış giderleri	44.911	81.436	123.300	206.130	339.139	567.746	947.618
Genel ve idari	22.901	49.526	73.980	123.678	203.483	340.647	568.571
Amortisman	35.179	64.434	121.028	225.663	417.773	674.855	1.142.652
Kıdem tazm.	9.498	17.070	23.581	38.967	50.306	66.497	93.743
Fin.gid.							
Kısa vad.borç	10.169	119.007	70.445	52.450	35.363	3.448	3.448
Uzun vad.borç	12.081	24.865	94.511	76.873	55.136	80.880	48.193
Diğer gelirler	30.589	(17.130)	3.552	0	12.980	11.126	120.904
Vergi öncesi kâr	184.586	253.978	442.008	856.569	1.511.844	2.629.770	4.581.749
Vergi	51.936	68.284	168.983	296.802	540.329	966.873	1.741.738
Net kâr	132.650	185.694	273.025	559.767	971.515	1.662.896	2.840.010
I. Tertip Temettü		5.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
II. Tertip temettü		120.000	126.513	269.883	475.757	821.448	1.410.005
Dağıt. toplam temettü		125.000	136.513	279.883	485.757	831.448	1.420.005



Tablo 24: Vergi Hesaplaması

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
İhracat istisna tavanı	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Kullanılan ihr.istisna	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Kalan ihracat istisna	0	0	0	0	0	0
Yatırım indirimi tavanı	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Kullanılan yatırım indirimi	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Kalan yatırım indirimi	0	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kâr	253.978	442.008	856.569	1.511.844	2.629.770	4.581.749
+ Kıdem tazminatı	17.070	23.581	38.967	50.306	66.497	93.743
- İhracat istisnası	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
- Yatırım indirimi	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
- Diğer istisnalar	11.460	0				
= Kurumlar vergi matrahı	104.143	310.165	523.684	971.858	1.765.923	3.230.402
Ödenecek kurumlar vergisi	51.259	152.663	257.757	478.349	869.187	1.590.004
+ Ödenecek stopaj	17.025	16.320	39.044	61.981	97.686	151.734
Toplam Vergi	68.284	168.983	296.802	540.329	966.873	1.741.738

Tablo 25: Proforma Bilançolar (Milyon TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Kasa ve Banka	48.352	18.574	3.000	4.200	92.207	7.371	949.948
K.v.Tic.Alacak	261.744	642.185	989.448	1.654.129	2.721.484	4.555.983	7.604.339
Akreditifler	39.630	144.693	130.994	218.991	360.299	603.169	1.006.743
Hammadde	37.706	82.402	124.632	208.357	342.802	573.879	957.854
Yarı mamul	14.926	27.202	54.838	91.677	150.833	252.507	421.456
Mamul	7.925	43.737	49.853	83.343	137.121	229.551	383.142
Toplam stok	60.557	153.341	229.324	383.376	630.756	1.055.937	1.762.452
Teşvik alacak	0	0	0	0	0	0	0
Top.Dön.Aktif.	410.284	958.793	1.352.765	2.260.696	3.804.746	6.222.460	11.323.482
Arazi	0	0	0	0			
Bina. mak. ve teç.	170.834	303.515	617.049	1.145.756	2.010.550	3.390.119	5.703.042
Birik.amort.	130.398	220.718	452.105	858.611	1.576.898	2.724.822	4.684.920
Net.Sab.Kıymet	40.437	82.797	164.944	287.145	433.652	665.297	1.018.121
İştirakler	977	5.015	5.015	5.015	5.015	5.015	5.015
Yap.olan işler	8.314	61.777	0	0	0	0	0
Diğer aktifler	24.297	1.046	80.427	134.836	224.128	364.062	652.122
Top.Duran Aktif	74.024	150.635	250.386	426.996	662.795	1.034.373	1.675.259
Toplam Aktif	484.308	1.109.428	1.603.151	2.687.692	4.467.540	7.256.834	12.998.741

Tablo 25: (Devamı)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
K.v. banka borcu	54.225	198.878	54.002	181.349	0	20.629	0
U.v. borç taksit	4.076	10.053	43.276	4.045	28.230	32.866	0
Tahvil geri öd.	0	0	50.000	0	0	0	0
K. v. tic. borçlar	19.512	160.548	199.412	333.371	548.484	918.206	1.532.567
Ödenecek vergi	51.936	68.284	168.983	296.802	540.329	966.873	1.741.738
Ödenecek temettü	100.063	125.000	136.513	279.883	485.757	831.448	1.420.005
Tah. etmiş faiz	4.013	13.333	13.333	0	0	0	0
Diğer borçlar	104.452	156.271	345.756	517.288	1.144.518	1.712.321	3.788.572
<b>Top.K.v. borçlar</b>	<b>338.277</b>	<b>732.368</b>	<b>1.011.275</b>	<b>1.612.737</b>	<b>2.747.318</b>	<b>4.482.343</b>	<b>8.482.882</b>
U.v.bank.borcu	30.282	62.386	48.612	146.863	155.567	181.795	209.825
Tahviller	0	50.000	0	0	0	0	0
Kıdem tazm.karş.	13.496	30.566	51.245	90.212	140.517	207.014	300.758
<b>Top. u.v. borçlar</b>	<b>43.778</b>	<b>142.952</b>	<b>99.857</b>	<b>237.074</b>	<b>296.084</b>	<b>388.809</b>	<b>510.582</b>
<b>Top.Borçlar</b>	<b>382.055</b>	<b>875.319</b>	<b>1.111.131</b>	<b>1.849.812</b>	<b>3.043.402</b>	<b>4.871.152</b>	<b>8.993.465</b>
Maddi olm.var.	(854)	0	0	0	0	0	0
Sermaye	40.000	100.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
I Kanun. ihtiyat	4.500	20.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
II. Kanun ihtiyat	20.061	25.641	39.518	69.505	122.367	213.639	370.306
Fev. ihtiyatlar	28.152	66.339	168.795	418.691	851.587	1.591.763	2.855.101
Yen Değ.fonu	10.394	22.308	43.707	109.684	210.185	340.280	539.869
<b>Top.özkaynaklar</b>	<b>102.253</b>	<b>234.108</b>	<b>492.019</b>	<b>837.880</b>	<b>1.424.138</b>	<b>2.385.682</b>	<b>4.005.276</b>
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>484.308</b>	<b>1.109.428</b>	<b>1.603.151</b>	<b>2.687.692</b>	<b>4.467.540</b>	<b>7.256.834</b>	<b>12.998.741</b>



Tablo 26: Bilanço Kalemlerindeki Değişimler

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Kasa ve banka	(29.778)	(15.574)	1.200	88.007	(84.836)	942.577
K.v. tic.alacak	380.441	347.263	664.681	1.067.355	1.834.499	3.048.356
Akreditifler	105.063	(13.699)	87.997	141.308	242.870	403.574
Hammadde	44.696	42.230	83.724	134.446	231.076	383.976
Yarı mamul	12.276	27.636	36.839	59.156	101.674	168.949
Mamul	35.812	6.116	33.490	53.778	92.431	153.590
Toplam stok	92.784	75.983	154.053	247.380	425.180	706.515
Teşvik alacak	0	0	0	0	0	0
Top.Dön.Aktif	548.509	393.972	907.931	1.544.050	2.417.715	5.101.022
Arazi	0	0	0	0	0	0
Bina, mak. ve tech.	132.681	313.534	528.707	864.794	1.379.569	2.312.923
Birik.Amort.	90.320	231.387	406.505	718.287	1.147.924	1.960.098
Net.Sab.Kıymet.	42.360	82.147	122.201	146.507	231.645	352.825
İştirakler	4.039	0	0	0	0	0
Yap.olan işler	53.463	(61.777)	0	0	0	0
Diğer aktifler	(23.251)	79.381	54.409	89.292	139.934	288.061
Top.Dur.Aktif	76.611	99.751	176.611	235.798	371.579	640.885
Toplam Aktifler	625.120	493.723	1.084.541	1.779.848	2.789.293	5.741.907

Tablo 26: (Devamı)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
K.v. banka borcu	144.653	(144.876)	127.347	(181.349)	20.629	(20.629)
U.v. borç taksit	5.977	33.223	39.231	24.185	4.636	(32.866)
Tahvil geri öd.	0	50.000	(50.000)	0	0	0
Kv. tic. borçlar	141.036	38.864	133.959	215.113	369.722	614.361
Ödenecek vergi	16.348	100.699	127.819	243.528	426.544	774.865
Ödenecek temettü	24.938	11.513	143.371	205.874	345.691	588.557
Tah.etmiş faiz	9.320	0	(13.333)	0	0	0
Diğer borçlar	51.819	189.485	171.532	627.230	567.803	2.076.252
Top.kv.borçlar	394.090	278.907	601.463	1.134.581	1.735.024	4.000.540
U.v.bank.borcu	32.104	(13.774)	98.251	8.704	26.228	28.030
Tahviller	50.000	(50.000)	0	0	0	0
Kıdem taz.karş.	17.070	20.679	38.967	50.306	66.497	93.743
Top.u.v. borçlar	99.174	(43.095)	137.218	59.010	92.725	121.773
Toplam Borçlar	493.265	235.812	738.680	1.193.590	1.827.749	4.122.313
Sermaye	60.000	100.000	0	0	0	0
I. Kanun ihtiyat	15.500	20.000	0	0	0	0
II. Kanun ihtiyat	5.400	14.057	29.987	52.862	91.272	156.667
Fev. ihtiyatlar	38.187	102.456	249.896	432.896	740.176	1.263.338
Yen.değe.fonu	11.915	21.398	65.977	100.501	130.095	199.589
Top.öz kaynaklar	131.856	257.911	345.861	586.258	961.544	1.619.594
Toplam Pasifler	625.121	493.723	1.084.541	1.779.848	2.789.293	5.741.907

Tablo 27: Nakit Akımları (Milyon TL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Net Kâr		273.025	559.767	971.515	1.662.896	2.840.010
+ Amortisman		121.028	225.663	417.773	674.855	1.142.652
+ Kıdem taz.karş.		23.581	38.967	50.306	66.497	93.743
+ Vergi provizyonu		168.983	296.802	540.329	966.873	1.741.738
- Teşvikler		0	0	0	0	0
= Faaliyet Top.Kaynak		586.618	1.121.199	1.979.923	3.371.122	5.818.144
+ Ödenen u.v. banka borcu		(10.053)	(43.276)	(4.045)	(28.230)	(32.866)
+ Öd.tahvil anapara		0	(50.000)	0	0	0
+ Ödenen vergi		(68.284)	(168.983)	(296.802)	(540.329)	(966.873)
+ Ödenen kıd.taz.		(2.903)	0	0	0	0
= Borç ve vergi son.kaynak		505.378	858.940	1.679.077	2.802.562	4.818.404
- Sabit kıymet yat.		100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
- İştirakler		0	0	0	0	0
- K.v. tic.alacak		347.263	664.681	1.067.355	1.834.499	3.048.356
- Akreditifler		(13.699)	87.997	141.308	242.870	403.574
- Stoklar		75.983	154.053	247.380	425.180	706.515
+ K.v. tic.borçlar		38.864	133.959	215.113	369.722	614.361
+ Tah. etmiş faiz		0	(13.333)	0	0	0
- Geçmiş yıl temettüsü		125.000	136.513	279.883	485.757	831.448
- Diğer aktifler		79.381	54.409	89.292	139.934	288.061
+ Diğer borçlar		189.485	171.532	627.230	567.803	2.076.252
= Finansman önce.kaynaklar		19.800	(228.443)	232.422	(164.558)	935.176
+ Yeni u.v. borç		29.502	102.296	36.934	59.094	28.030
+ Yeni tahvil ihraç.		0	0	0	0	0
+ Yeni nakit girişi		80.000	0	0	0	0
+ K.v. banka borcu		(144.876)	127.347	(181.349)	20.629	(20.629)
= Net Nakit Akımı	(29.778)	(15.574)	1200	88.007	(84.836)	942.577



**Tablo 28: Özkaynak Maliyetinin Hesaplanması**

Özkaynak Maliyeti: Alfa + Beta (Net geri dönüş beklentisi - Alfa)

Alfa : Risksiz geri dönüş oranı (Devlet tahvili faizi)

Beta : Bekoteknik A.Ş.'nin risk katsayısı

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Devlet tahvili faizi	% 60.0	% 42.9	% 34.3	% 30.0	% 25.7	% 25.7
N.geri dönüş beklentisi	% 80.0	% 57.1	% 45.7	% 40.0	% 34.3	% 34.3
Beta	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
Özkaynak maliyeti	% 81.0	% 57.9	% 46.3	% 40.5	% 34.7	% 34.7

**Tablo 29: Borç Maliyetinin Hesaplanması**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
U.v. banka borcu	34.358	72.439	91.888	150.908	183.797	214.661	209.825
Tahviller	0	50.000	50.000	0	0	0	0
K.v. banka borcu	54.225	198.878	54.002	181.349	0	20.629	0
Toplam borç	88.583	321.317	195.890	332.257	183.797	235.289	209.825
Faiz yükü		143.872	164.956	129.322	90.499	84.328	51.641
Borç maliyeti I			% 63.8	% 49.0	% 35.1	% 40.2	% 23.2
Vergi son.borç mal. II			% 32.4	% 24.9	% 17.8	% 20.4	% 11.8

Tablo 30: Kaynak Maliyetinin Hesaplanması

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Toplam borç	88.583	321.317	195.890	332.257	183.797	235.289	209.825
Özkaynak	102.253	234.108	492.019	837.880	1.424.138	2.385.682	4.005.276
Borç finansmanı	% 46.4	% 57.9	% 28.5	% 28.4	% 11.4	% 9.0	% 5.0
Özkaynak finansmanı	% 53.6	% 42.1	% 71.5	% 71.6	% 88.6	% 91.0	% 95.0
Borç maliyeti I			% 63.8	% 49.0	% 35.1	% 40.2	% 23.2
Vergi son.borç maliyeti II			% 32.4	% 24.9	% 17.8	% 20.4	% 11.8
Özkaynak maliyeti			% 57.9	% 46.3	% 40.5	% 34.7	% 34.7
Ağırlıklı toplam							
Kaynak maliyeti I			% 59.5	% 47.0	% 39.9	% 35.2	% 34.1
Ağırlıklı toplam							
Kaynak maliyeti I			% 50.6	% 40.2	% 37.9	% 33.4	% 33.6

Tablo 31: İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi I

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Net Kâr	185.694	273.025	559.767	971.515	1.662.896	2.840.010
+ Amortisman	64.434	121.028	225.663	417.773	674.855	1.142.652
+ Nak.olm.kıd.taz.gid.	17.070	20.679	38.967	50.306	66.497	93.743
- Bekleyen teşvikler	0	0	0	0	0	0
+ Vergi provizyonu	16.348	100.699	127.819	243.528	426.544	774.865
- Sabit yat.harcamaları	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
- Ek işletme serm.	352.861	260.579	668.983	702.992	1.704.959	1.755.893
Borç hareketleri						
+ U.v. borç değişimleri	38.081	19.449	59.020	32.889	30.864	(4.836)
+ K.v. borç değişimleri	144.653	(144.876)	127.347	(181.349)	20.629	(20.629)
+ Tahvil hareketleri	50.000	0	(50.000)	0	0	0
= Nakit akımı	42.751	29.426	137.713	367.890	400.922	1.774.025
Residual değer						10.110.202*
Ağırlıklı toplam						
Kaynak maliyeti I		% 59.5	% 47.0	% 39.9	% 35.2	% 34.1
İndirgenmiş nakit akımları		18.444	58.699	112.603	90.354	298.048
= Kümülatif toplam	577.647					
+ İnd.residual değer	1.717.078					
+ İştirakler	5.015					
= Şirket değeri	2.299.740					
/ Hisse adedi	100.000	milyon				
= Hisse değeri	22.997	TL				

(\*) Residual değer şirketin 1996 sonu özkaynak toplamına ödenecek temettülerin eklenmesiyle bulunmuştur. Özkaynak değeri hesaplanırken brüt sabit kıymet değeri kullanılmıştır. Residual değer özkaynak maliyetiyle indirgenmiştir.



**Tablo 32: Faaliyet Kârı Bazında Vergi Hesaplaması**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
İhr.ist.tavanı	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Kullanılan ihr.ist.	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
Kalan ihr.ist.	0	0	0	0	0	0
Yatırım ind.tavanı	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Kull.yat.indirimi	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
Kalan yat.ind.	0	0	0	0	0	0
Faaliyet kârı	414.980	603.413	985.891	1.589.363	2.702.972	4.512.485
+ Kıdem tazm.	17.070	23.581	38.967	50.306	66.497	93.743
- İhracat istis.	34.778	55.424	89.964	126.512	153.940	149.203
- Yatırım ind.	120.667	100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
- Diğer istisnalar	11.460	0	0	0	0	0
= Kur.ver.matrahı	265.145	471.570	653.007	1.049.377	1.839.125	3.161.138
Ödenecek kur.ver.	130.504	232.107	321.410	516.503	905.217	1.555.912
+ Ödenecek stopaj	16.322	16.320	39.044	61.981	97.686	151.734
= Toplam vergi	146.826	248.426	360.454	578.484	1.002.903	1.707.647

Tablo 33: İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları Analizi II

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Faaliyet Kârı		603.413	985.891	1.589.363	2.702.972	4.512.485
+ Teşvikler		0	0	0	0	0
+ Amortisman		121.028	225.663	417.773	674.855	1.142.652
+ Kıd.Tazm.		20.679	38.967	50.306	66.497	93.743
- Nakit Vergi		146.826	248.426	360.454	578.484	1.002.903
= Yat.önce nakit akımı		598.294	1.002.095	1.696.988	2.865.839	4.745.977
- Sabit Kıy.Yat.		100.000	281.887	463.780	776.404	1.295.887
- Ek.İşl.Ser.Yat.		260.579	655.650	702.992	1.704.959	1.755.893
= Serbest Nakit Akımı		237.715	64.558	530.216	384.476	1.694.197
Residual değer						10.110.202
Ağırlıklı Toplam		% 50.6	% 40.2	% 37.9	% 33.4	% 33.6
Kaynak Maliyeti II		157.840	30.574	182.082	98.951	326.436
İndirgenmiş nakit akımları						
Küm.indir.nak.akımları		795.883				
+ İndir.residual değer		1.717.078				
+ Menkul kıy. ve diğer yat.		5.015				
= Kurum değeri		2.517.976				
- U.v. borçlar		72.439				
- Tahviller		50.000				
- K.v. borçlar		198.878				
= Hissedar şirket değeri		2.196.659				Milyon TL
/ Hisse adedi		100.000				Milyon
= Hisse değeri		21.967				TL

### C) Temettü Getirisi Metodu

1996 sonrası temettü büyüme oranı (g) : % 15.0

1996 sonrası özkaynak maliyeti (r) : % 34.7

1996 sonrası enflasyon beklentisi : % 30.0

(Milyon TL)	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Özkaynak maliyeti	% 81.0	% 57.9	% 46.3	% 40.5	% 34.7	% 34.7
Net kâr	185.694	273.025	559.767	971.515	1.662.896	2.840.010
Dağ.temettü		136.513	279.883	485.757	831.448	1.420.008
Residual değer						8.283.364(*)
İskonto ed.temettü		86.479	121.202	149.719	190.230	241.168
= Kümülatif toplam	788.798					
+ İndirg.residual değer	1.406.815					
= Şirket değeri	2.195.613	Milyon TL				
/ Hisse adedi	100.000	Milyon				
= Hisse değeri	21.956	TL				

\* Residual değer "limit" formülü ile hesaplanmıştır.

$$1.420.005 \times \frac{(1+q)}{(r-q)}$$

- 1996 sonrası temettü büyüme oranının % 15 olarak alınmasının sebebi gelişen teknolojiler paralelinde 1996 yılından sonra artan yatırım harcamaları dolayısıyla dağıtılacak temettü-nün reel bazda azalacağı beklentisidir.



#### D) Fiyat/Kazanç Oranı Metodu

Borsaya kote olan şirketlerden Bekoteknik A.Ş. ile en çok benzerlik taşıyabilecek olan şirket Vestel'dir. Ancak mukayese yelpazesini geniş tutmak amacıyla Arçelik ve Peg Profilo'da aşağıdaki tabloya dahil edilmiştir.

	Fiyat/Kazanç Oranları			Ortalama
	1989	1990	1991	
Vestel	-	5.8	9.9	7.9
Peg Profilo		9.9	7.1	8.5
Arçelik	13.2	6.4	7.9	9.2
Ortalama	13.2	7.4	8.3	

Bekoteknik için tahmini,

Fiyat/Kazanç oranı	10.0 (Vestel esas alınmıştır)
1991 sonu net kâr	185.694 milyon TL
Hisse adedi	100.000 milyon
Hisse başına net kâr	1.857 TL
Hisse fiyatı	18.569 TL

#### 4.9. Uygulamanın Değerlendirilmesi

Bekoteknik Sanayi A.Ş.'nin değeri altı ayrı yolla hesaplanmıştır:

- 1- Kayıtlı defter değeri metodu
- 2- Düzeltilmiş defter değeri metodu
- 3- İskonto edilmiş net nakit akımları analizi I
- 4- İskonto edilmiş net nakit akımları analizi II
- 5- Temettü getirisi metodu
- 6- Fiyat/Kazanç oranı metodu

1991 yılı sonu bazında altı ayrı metodla hesaplanan şirket ve 1.000 TL'lik nominal hisse değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

	Kayıtlı Def.Değ.	Düzeltilmiş Def.Değ.	Nakit Akım 1	Nakit Akım 2	Temettü Getirisi	Fiyat/Kazanç Oranı
Şirket değeri	358.305	579.022	2.299.740	2.196.659	2.195.613	1.856.940
Hisse adedi (000)	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Hisse değeri (TL)	3.583	5.790	22.997	21.967	21.956	18.569

Kayıtlı defter değeri şirket özkaynaklarının (dağıtılacak temettülerde özkaynak olarak değerlendirilmektedir) hisse adedine bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu yolla hesaplanan 3.583 TL hisse değeri için kesin bir alt sınır oluşturmaktadır.

Düzeltilmiş defter değeri metodu sabit kıymetlerin defter değerlerinin rayiç bedellere göre ayarlanması sonucunda düzeltilmiş bir defter değeri bulmaktadır. Bekoteknik hisse senedi değerlendirme çalışmasında sabit kıymetlerin rayiç bedeli olarak brüt defter değerleri kullanılmıştır. Bu metodla hesaplanan hisse değeri 5.790 TL olup şirketin likidasyon değeri olarak düşünülmelidir. Bu yöntemle elde edilen sonucun daha sağlıklı olması için teknik ekspertiz değerlendirme çalışmalarının yapılması gerekmektedir.

İskonto edilmiş net nakit akımları analizi metodu gerek kapsam gerekse gelecekteki beklentilerin bu iyi yansıtıldığı yol olması ve dünyaca kabul görmesi açısından en çok güvenilen yöntemlerden bir tanesidir. İskonto edilmiş net nakit akımları analizinde şirketin yaratacağı nakit akımlarının indirgenmiş değerleri toplamı şirket değeri olarak kabul edilmektedir. Fakat sonsuza kadar bu nakit akımlarının tahminlemesi yapılamayacağı için bir tahminleme süresi seçilmekte ve bu sürenin sonunda residual değer tespit edilmektedir. Residual değer hesaplamasında 1996 yılı sonundaki özkaynak değeri (sabit kıymetlerin brüt değeri esas alınarak hesaplanmıştır) residual değer olarak kabul edilmiştir. Bu uygulamada iki ayrı nakit akımları analizinden faydalanılmıştır. İki ayrı yöntem arasındaki fark borçların değerlendirmeye katılma yollarından kaynaklanmaktadır. Birinci yöntemde borç değerlendirmesi de nakit akımının bir parçası olarak kabul edilmekte, ikinci yöntemde ise 1991

yılı sonu toplam borcu iskonto edilen nakit akımları ve residual değer toplamından düşülmektedir. Dolayısıyla birinci yöntemde şirketin iskonto oranının altında veya üzerinde borçlanması değeri etkilememekte, ikinci yöntemde ise değer etkilenmemektedir. Dikkat edilmesi gereken diğer bir nokta iki yöntemde kullanılan iskonto oranlarının ağırlıklı toplam kaynak maliyeti olmasına rağmen hesaplanış tarzlarının farklılığıdır. Birinci yöntemde ağırlıklı toplam kaynak maliyeti hesaplanırken borç maliyeti, ikinci yöntemde ise vergi sonrası borç maliyeti kullanılmaktadır. Sebebi birinci yöntemde borçlar nakit akımına dahil edildiği ve nakit akımı net kâr rakamıyla başladığı için borcun vergi avantajı zaten değerlendirilmeye dahil edilmektedir. Ancak ikinci yöntemde borçlar nakit akımlarının dışında tutulmakta ve nakit akımları faaliyet kârı ile başlamakta, vergi faaliyet kârı bazında hesaplanmaktadır; sonuç olarak borcun vergi avantajı ancak iskonto oranına yansıtılarak değerlendirilmeye girebilmektedir.

Yukarıda bahsedilen farklılıklara rağmen her iki yöntemde teori ve kapsam olarak tüm metodlar arasında en sağlıklı olanlarıdır. Birinci yöntem 1.000 TL nominal değerdeki hisse fiyatını 22.997 TL, ikinci yöntem ise 21.967 TL olarak hesaplamaktadır.

Temettü getirisi metodu ise gelecek beklentilerinin yansıtılması açısından iskonto edilmiş nakit akımları analizine benzerlik göstermektedir. Bu metodun ana mantığı hisse senedi değerinin temettü getirilerinin indirgenmiş toplamı olduğudur. Fakat sonsuza kadar tahminleme yapılması mümkün olmadığı için 1996 yılından sonraki temettü gelirleri için bir büyüme oranı tahminlemesi yapılmaktadır. Bu metodun en zayıf yanı sonucun seçilen büyüme oranından fazlasıyla etkilenmesidir, % 15 büyüme oranı tahminlemesiyle hisse fiyatı 21.956 TL olarak saptanmıştır.

Fiyat/Kazanç oranı metodu ise Bekoteknik için bir oran tahminlemesi yapılmasına ve 1991 sonu hisse başına düşen net kârla tahminlenen oranın çarpımı sonucu birim hisse fiyatına ulaşmaktadır. Uygulamada Bekoteknik Sanayi A.Ş.'nin fiyat/kazanç oranı olarak 10 kullanılmıştır. Sırasıyla Vestel, Peg Profilo ve Arçelik için 1991 sonu itibarıyla beklenen oranlar 9.9, 7.1 ve 7.9 olduğu düşünülürse tahminlerin makul olduğu ortaya çıkmaktadır. Fakat gözardı edilmemesi gereken husus bu metodun muhasebe yaklaşımlarından fazlasıyla etkilenebilir olmasıdır. Amortisman (Sabit ve hızlandırılmış) veya stok kontrol yöntemleri (LIFO veya FIFO) net kârı dolayısıyla şirket değerini doğrudan etkileyebilmektedir. Bu metodla elde edilen sonuç 18.569 TL'dir.



Bu yöntemler içerisinde iskonto edilmiş net nakit akımları yöntemi ileriye dönük beklentilerin, üretim ve pazarlama stratejilerinin yansıtılması sebebiyle uygulanması en mantıklı olan metod olmaktadır. Dolayısıyla Bekoteknik Sanayi A.Ş. değerinin yapılan analizler sonucu 2.200.000.000 TL ve 1.000 TL'lik beher nominal hisse değerinin 22.000 olduğu ortaya çıkmaktadır.



## SONUÇ

Yatırımcıların hisse senedine yatırım yaparken karşılaştıkları iki ana sorun ortaya çıkmaktadır. Birincisi yatırımcının hangi hisse senedine yatırım yapması gerektiği, ikincisi ise yatırım için en uygun zamanın belirlenmesidir. İşte yatırımcının karşılaşacağı bu iki sorun geniş bir hisse senedi değerlemesi ve temel analizle çözüm bulacaktır. Hangi hisse senedine yatırım yapılacağı o hisse senedinin gerçek değerinin saptanması yani senedin piyasada aşırı değerlendirilmiş olup olmadığı veya değerinin çok düşük kalıp kalmadığı gibi olgularla birlikte o senedin taşıdığı riskler ve bunun yanında ileriki yıllarda sağlayacağı kârlılık gibi çok çeşitli faktörlere bağlıdır. İkinci sorun yatırım için en uygun zamanın belirlenmesi ise o hisse senedini satın alırken alımın en düşük fiyattan yapılması, satışın ise en yüksek fiyattan gerçekleştirilmesidir.

Temel analiz yapmaktaki amaç, hisse senetlerine yatırım yapılacağı dönemde olması gereken değerlerini hesaplamak ve bu değerleri aynı dönemdeki piyasa değerleri ile karşılaştırmak, böylece yatırım yapılacak hisse senetlerini belirlemektir. Temel analiz, yatırım analizi sürecine en makro düzeyden yani genel ekonomi analizinden başlayıp, firmanın içinde bulunduğu endüstri analizinin gerçekleştirilmesi ve son olarak da firmanın kendisinin sistemli bir şekilde analiz edilmesi sebebiyle oldukça tutarlı bir analiz yöntemidir.

Yatırım için en uygun zamanın belirlenmesi ve yatırımcının en iyi hisse senedine yönelmesi o hisse senedinin gerçek değerinin saptanması ile mümkün olmaktadır. İşte hisse senedi yatırımlarında en iyi senedin en uygun zamanda alınıp satılması o hisselerin gerçek değerinin belirlenmesine bağlı olmakta ve bu da oldukça kapsamlı bir analizle ortaya çıkarılabilmektedir. Bu analiz süreci de Temel Analiz olarak adlandırılmaktadır.

## TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1- Ödenmiş Sermayenin Ortaklar Arasında Dağılımı	50
Tablo 2- Sermayeyi Temsil Eden Paylar	51
Tablo 3- İştirakler Hakkında Bilgi	51
Tablo 4- Çalışan Sayısı	53
Tablo 5- Gayrimenkuller	53
Tablo 6- Yönetim Kurulu	56
Tablo 7- Yönetim	57
Tablo 8- Grup İçi Ticari Borç-Alacak İlişkisi	57
Tablo 9- Geçmiş Dönem Bilançoları	58
Tablo 10- Geçmiş Dönem Gelir-Gider Tabloları	60
Tablo 11- Rasyo Analizi	61
Tablo 12- Ekonomik Varsayımlar	63
Tablo 13- Satışlar (Adet)	63
Tablo 14- Fiyatlar (TL)	64
Tablo 15- Toplam Satışlar	64
Tablo 16- Yatırımlar	65
Tablo 17- Sermaye Arttırmaları ve Yeni Uzun Vadeli Borçlar	65
Tablo 18- Yeni Uzun Vadeli Borç Planı	65
Tablo 19- Toplam Uzun Vadeli Borç Tablosu	67
Tablo 20- Teşvikler	68
Tablo 21- Sabit Kıymetler, Amortisman ve Yeniden Değerleme	68
Tablo 22- Kıdem Tazminatı Karşılıkları	68
Tablo 23- Proforma Gelir-Gider Tablosu	69
Tablo 24- Vergi Hesaplaması	70
Tablo 25- Proforma Bilançolar	71
Tablo 26- Bilanço Kalemlerindeki Değişimler	73
Tablo 27- Nakit Akımları	75



	Sayfa
Tablo 28- Özkaynak Maliyetinin Hesaplanması	76
Tablo 29- Borç Maliyetinin Hesaplanması	76
Tablo 30- Kaynak Maliyetinin Hesaplanması	77
Tablo 31- İskonto Edilmiş Net-Nakit Akımları Analizi I	78
Tablo 32- Faaliyet Kârı Bazında Vergi Hesaplaması	79
Tablo 33- İskonto Edilmiş Net-Nakit Akımları Analizi II	80

## ŞEMALAR LİSTESİ

Şema 1- Organizasyon Şeması	56
-----------------------------	----

## **KAYNAKÇA**

AKGÜÇ, Öztin: **Finansal Yönetim**, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 8, İstanbul, 1989.

AKGÜÇ, Öztin: **Mali Tablolar Analizi**, 6.basım, İ.Ü. İşletme Fak. Yayını, İstanbul, 1985.

ALBAYRAK, Cemil: **Hisse Senedi Fiyatlarının Belirlenmesi**, Orhim Eğitim Kültür Merkezi Yayınları, İstanbul, 1992.

AYTAÇ, Zühtü: **Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri**, T. İş Bankası Vakfı Yayınları, Ankara, 1988.

BOLAK, Mehmet: **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul, 1991.

BOZKURT, Ünal: **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, İstanbul, 1988.

DORNBUSCH, Rudiger and FISCHER, Stanley: **Macro-Economics**, Fifth Edition, McGraw-Hill Company, 1990.

DRT Denetim A.Ş.: **Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği**, İstanbul, 1993.

ERTUNA, Özcan: **Finansal Kurumlar**, 2.basım, Teori Yayınları, Ankara, 1986.

INGRAM, James C.: **International Economics**, Second Edition, John Wiley & Sons, New York, 1989.

KARAŞİN, Gültekin: **Sermaye Piyasası Analizleri**, İkinci Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.4, Ankara, 1987.

KARSLI, Muharrem: **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul, 1989.

- PEKER, Alparslan: **Modern Yönetim Muhasebesi**, 4.basım, İ.Ü. İşletme Fak. Yayını, İstanbul, 1988.
- ROSE, Peter S.: **Money and Capital Markets**, Business Publications Inc., Texas, 1983.
- REILLY, Frank K.: **Investments**, Third Edition, Virginia, 1992.
- SAĞCAN, Mustafa: **Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri**, İzmir, 1987.
- SERMAYE Piyasası Kurulu: **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, İkinci Baskı, Ankara, 1988.
- UĞUZ, Murat: **Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi**, Mali ve Ekonomik Yayınlar, İstanbul, 1990.
- ÜNAL, Oğuz Kürşat: **Menkul Kıymetler**, T. İş Bankası Vakfı Yayınları, Hukuk Fak., Ankara, 1988.
- ÜNAY, VECDİ: **Bankalarca Dış Ticaretin Finanse Edilmesi Usulleri**, Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. Yayın No:6, İstanbul, 1989.
- ÜSTÜNEL, Besim: **Makroekonomi**, Dördüncü Basım, İstanbul, 1983.
- TUNCER, Selahattin: **Türkiye'de Sermaye Piyasası**, İstanbul, 1985.
- WESTON, Fred J. and BRIGHAM, Eugene F.: **Essentials of Managerial Finance**, Ninth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1990.