

İSTANBUL BİLGİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE DENETİM YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ VE
BİST’TE İŞLEM GÖREN KİMYA SEKTÖRÜNDEKİ ŞİRKETLER
ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Engin AYDIN

116758015

Yrd. Doç. Dr. HALUK YENER

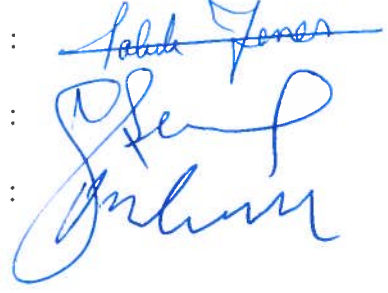
İSTANBUL
2017

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ VE
BİST'TE İŞLEM GÖREN KİMYA SEKTÖRÜNDEKİ ŞİRKETLER ÜZERİNE
BİR UYGULAMA

EQUITY VALUATION WITH THE METHOD OF FUNDAMENTAL
ANALYSIS AND AN APPLICATION ON THE COMPANIES IN CHEMICAL
INDUSTRY WHICH ARE TRADED IN BORSA İSTANBUL

Engin AYDIN
116758015

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Haluk YENER :
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Kerem ŞENEL :
Jüri Üyesi: Doç. Dr. Cenktan ÖZYILDIRIM :



Tezin Onaylandığı Tarih: 11.09.2017

Toplam Sayfa Sayısı: 115

Anahtar Kelimeler (Türkçe)

- 1) Hisse Senedi
- 2) Temel Analiz
- 3) Teknik Analiz
- 4) Hisse Senedi Değerlemesi
- 5) Etkin Piyasalar Hipotezi

Anahtar Kelimeler (İngilizce)

- 1) Stock
- 2) Fundamental Analysis
- 3) Technical Analysis
- 4) Equity Valuation
- 5) Efficient Market Hypothesis

ÖNSÖZ

Tez konusunu seçerken isteklerimi göz önünde bulunduran ve bu zorlu tez sürecinde desteğini ve katkılarını benden esirgemeyerek, yanımda olan değerli hocam ve tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Haluk YENER'e teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2017

Engin AYDIN

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	iv
ŞEKİL LİSTESİ.....	v
TABLO LİSTESİ.....	vi
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	viii
1.GİRİŞ	1
2. HİSSE SENEDİ TANIMI, TÜRLERİ, HAKLAR	3
2.1. Hisse Senedinin Tanımı.....	3
2.2. Hisse Senedini Ekonomik İşlevleri	4
2.3. Hisse Senedi Türleri	4
2.3.1. Hamiline veya Nama Yazılı Hisse Senetleri.....	4
2.3.2. Adi ve İmtiyazlı (Öncelikli) Hisse Senetleri.....	5
2.3.3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	6
2.3.4. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	6
2.3.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	6
2.4. Hisse Senedi Türevleri	7
2.4.1. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri.....	7
2.4.2. Oydan Yoksun Hisse Senetleri	7
2.4.3. Katılma İntifa Senetleri.....	8
2.5. Hisse Senedi Sahiplerinin Hakları.....	8
2.6. Hisse Senetlerinin Gelirleri	10
2.7. Hisse Senedi Değer Tanımları.....	11
2.7.1. Defter Değeri	11
2.7.2. Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)	11
2.7.3. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	11
2.7.4. Net Aktif Değeri	12
2.7.5. Alternatif Gelir Değeri.....	13
2.7.6. Gerçek Değer	13
2.8. Hisse Senedi Fiyat Tanımları	13
2.8.1. Nominal (İtibari) Fiyat.....	13

2.8.2. İhraç (Emisyon) Fiyatı	14
2.8.3. Piyasa Fiyatı.....	14
2.8.3. Borsa Fiyatı.....	14
3. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA ANALİZ YÖNTEMLERİ	15
3.1. Temel Analiz	15
3.1.1. Ekonomi Analizi	16
3.1.2. Sektör Analizi	19
3.1.3. Firma Analizi	23
3.1.4. Finansal Tablolar Analizi.....	24
3.1.4.1.Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz).....	25
3.1.4.2. Yüzde Yöntemi (Dikey Analiz) İle Analiz Tekniği	26
3.1.4.3. Eğilim Yüzdeleri Tekniği (Trend Analizi).....	27
3.1.4.4. Oran Yöntemi ile Analiz	28
3.1.4.4.1. Likidite Oranları	30
3.1.4.4.2. Finansal Yapı ile İlgili Oranlar.....	33
3.1.4.4.3. Faaliyet Oranları:	35
3.1.4.4.4. Karlılık Oranları:	38
3.2. Teknik Analiz	41
3.3. Temel Analiz ve Teknik Analizin Karşılaştırılması.....	42
3.4. Etkin Piyasalar Hipotezi	43
3.5. Rassal Yürüyüş Teorisi.....	45
4. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN MODELLER.....	46
4.1. İndirgenmiş (İskonto Edilmiş) Nakit Akımları Modeli.....	46
4.2. Fiyat/Kazanç Oranı Modeli	49
4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı Modeli	50
4.4. Firma Değeri/ Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) Oranı Modeli	51
4.5. Fiyat/Satış (F/S) Oranı ve Firma Değeri/ Satışlar (FD/Satışlar) Oranı Modelleri	51
4.6. Fiyatın Nakit Akımına (F/NA) Oranı Modeli	52
4.7.Hisse Başına Kazanç Modeli.....	52

4.8. Regresyon Modeli	53
4.9. Tobin'in "q" Modeli	54
4.10. Temettü (Gordon) Modeli	55
4.11. Ekonomik Katma Değer (EVA) Modeli.....	57
4.12. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI) Modeli	58
5. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BIST'TE İŞLEM GÖREN KİMYA SEKTÖRÜNDEKİ ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNE YATIRIM ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....	60
5.1. Araştırmanın Amacı	60
5.2. Araştırmanın Varsayımları	60
5.3. Araştırmanın Kapsamı.....	61
5.3.1. Ekonomi Analizi	61
5.3.1.1. Dünya Ekonomisi Analizi	61
5.3.1.2. 2013-2015 Yılı Türkiye Ekonomisi Analizi ve 2016 ve İlerisine İlişkin Beklentiler.....	63
5.3.2. Kimya Sektörü Analizi	67
5.3.2.1. Dünyada Kimya Sektörü	67
5.3.2.2. Türkiye'de Kimya Sektörü.....	69
5.3.2.3. Türkiye'de Kimya için 2016 yılı ve geleceğe ilişkin beklentiler..	74
5.3.3. Firma Analizi	77
5.3.3.1. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Piyasa Performans Oranlarının Analizi.....	79
5.3.3.2. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Finansal Tablolarının Analizi	81
5.3.3.3. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Kamuoyu Aydınlatma Platformu Açıklamalarının Analizi	86
5.3.4. Firma Analizi Yapılan Şirketlerin Hisse Senetlerinin 28.04.2016-28.04.2017 Tarihleri Arasındaki Fiyat Hareketlerinin Değerlendirilmesi ve BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması	97
5.4. Araştırmanın Sonuçları.....	102
SONUÇ	105
KAYNAKÇA.....	110

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirket
ACSEL	: Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AKSA	: Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.
BİST	: Borsa İstanbul
CFROI	: Cash Flow Return on Investment
DD	: Defter Değeri
Ed.	: Editör
EVA	: Economic Value Added
FD	: Firma Değeri
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IRR	: Internal Rate of Return
KAP	: Kamuoyu Aydınlatma Platformu
KİS	: Katılma İntifa Senedi
KVYK	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak
KZOB	: Kar Zarar Ortaklığı Belgesi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
MRSHL	: Marshall Boya ve Vernik Sanayii A.Ş.
MD	: Madde
OYHS	: Oydan Yoksun Hisse Senetleri
PD	: Piyasa Değeri
SASA	: Sasa Polyester Sanayi A.Ş.
SODA	: Soda Sanayii A.Ş.
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SÜE	: Sanayi Üretim Endeksi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: United States Dollars
UVYK	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Temel Analiz Aşamaları	16
Şekil 2: Sektör Yaşam Seyri	21
Şekil 3: Dünyadaki Kimya Sektörü Satışlarının Bölgesel Dağılımı	68
Şekil 4: SASA Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması	99
Şekil 5: AKSA ve SODA Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması	100
Şekil 6: ACSEL ve MRSHL Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması	101

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: F/K Oranı Hesaplanırken Kullanılan Değerler	50
Tablo 2: Ükelere Göre Kimya Sektörü İhracatımız	70
Tablo 3: Ükelere Göre Kimya Sektörü İhracatımız	71
Tablo 4: BIST'te İşlem Gören Kimya Sektörü Şirketleri	74
Tablo 5: Türkiye’de Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler İmalatı Sanayinin Rekabet Gücü	75
Tablo 6: BIST’te İşlem Gören Kimya Sektörü Şirketleri’nin PD/DD Oranı, F/K Oranı, FD/Satışlar Oranı ve FD/FVAÖK Oranları	77
Tablo 7: Seçilen Şirketlerin Piyasa Performans Oranları	79
Tablo 8: Seçilen Şirketlerin Finansal Tablo Analizi Kapsamında Hesaplanan Oranları	81
Tablo 9: ACSEL’in 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları.....	86
Tablo 10: AKSA’nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları.....	88
Tablo 11: MRSHL’in 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları.....	89
Tablo 12: SASA’nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları.....	90
Tablo 13: SODA’nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları.....	92
Tablo 14: Firma Analizi Yapılan Şirketler Hakkında Yatırım Kararı	98

ÖZET

Sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin gerçekleştiği piyasalardır. Bu nedenle sermaye piyasalarına uzun vadede kazanç beklentisi ile yatırım yapılmalıdır. Sermaye piyasası yatırım araçlarından en önemlisi hisse senetleridir. Hisse senedi yatırımcıları yatırım yaptıkları hisse senedinin uzun vadede değer kazanacağını ve böylece sermaye kazancı elde edeceklerini düşünürler.

Hisse senedi yatırımcılarının kullandıkları temel analiz ve teknik analiz olmak üzere 2 önemli analiz yöntemi bulunmaktadır. Temel analiz yönteminde yatırımcılar genel ekonominin analizini, sektörün analizini ve yatırım yapmayı düşündükleri firmanın analizini yaparak yatırım yapıp yapmamaya karar verirler. Teknik analiz yönteminde ise hisse senedinin geçmiş verileri ve fiyat hareketleri incelenerek, gelecekteki değeri hakkında tahminde bulunulur. Temel analiz yöntemi daha çok uzun vadeli kazanç sağlamak isteyen yatırımcılar tarafından kullanılırken, teknik analiz yöntemi ise hisse senedinin kısa vadeli fiyat hareketlerinden kar etme amacı güden yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre ise, hisse senedinin değerini oluşturan bilgidir ve firmalar hakkındaki bütün bilgilere herkes ulaşabileceğinden normal üstü kazanç sağlanamaz.

Hisse senedi yatırımcıları için önemli bir diğer konu ise hisse senedinin değerinin tespitidir. Hisse senedinin değerlemesinde kullanılan modeller aracılığıyla yatırımcılar hisse senedinin gerçek değerini hesaplarlar. Buldukları bu değeri piyasa fiyatı ile karşılaştırarak yatırım kararı alırlar.

Bu çalışmada hisse senetleri BIST’te işlem gören ve kimya sektöründe faaliyet gösteren şirketler için temel analiz yöntemi uygulanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Hisse Senedi, Temel Analiz, Teknik Analiz, Hisse Senedi Değerlemesi, Etkin Piyasalar Hipotezi, Rassal Yürüyüş Kuramı

ABSTRACT

Capital markets are long term fund supply and demand markets. For this reason, capital markets should be invested with a long-term earnings expectation. The most important instrument for investment to the capital market are stocks. Stocks investors think that the stock they invest in will appreciate in the long run and thus will get capital gains.

There are two important analytical methods, which are the fundamental analysis and the technical analysis used by stock investors. In the fundamental analysis method, the investors decide whether to invest in risky assets after an analysis of the general economy, industry and the company they are considering to invest in. In the technical analysis method, the historical data and price movements of stocks are examined and the future value is estimated. While the fundamental analysis method is mostly used by investors seeking long-term gains, the technical analysis method is preferred by investors who aim to profit from short-term price movements of stocks. According to the efficient market hypothesis, it is the information that constitutes the value of the stock and because all the information regarding the companies can be accessed by everyone, investors are not expected to earn more than the market.

Another important issue for stock investors is the value of the share in the future. Through the models used in the valuation of the stock, investors calculate the real value of the stock. They decide to invest by comparing this value with the market price.

In this study, the fundamental analysis method was applied for the companies whose stocks are traded in BIST and operate in the chemical industry.

Keywords: Stock, Fundamental Analysis, Technical Analysis, Equity Valuation, Efficient Market Hypothesis, Random Walk Theory

1.GİRİŞ

Dünyada uzun yıllardır yatırım yapılan ve gündemde olan sermaye piyasaları Türkiye’de son dönemde ilgi odağı haline gelmiştir. Ancak bu ilgi büyük yatırımcılar seviyesinde kalmakta, küçük yatırımcılar hala bu piyasalara yatırım yapma konusunda çekingen davranmaktadır. Türk küçük yatırımcılar daha çok gayrimenkul, altın, mevduat gibi yatırım araçlarına yatırım yapmakta ve sermaye piyasalarına ilgi göstermemektedir. İlgi gösteren Türk yatırımcılar ise sermaye piyasalarını hızlı bir para kazanma alanları olarak görmekte, işin doğasına aykırı olarak kısa vadeli yatırımlar yapmakta ve çoğunlukla birikimini kaybetmektedir. Sermaye piyasaları doğası gereği uzun vadeli yatırım gerektiren piyasalar olup, özellikle hisse senedi piyasaları uzun vadede kazançlı olabilecek yatırımlardır. Bu tez çalışmasında hisse senedi piyasalarında yatırım kararı verilirken kullanılacak temel analiz yöntemini anlatmayı ve bu yöntemi kullanılarak kazançlı yatırımlar yapılıp yapılamayacağı araştırılacaktır. Böylece birikimlerini bu piyasalarda değerlendirmek isteyen küçük yatırımcılara bakış açısı kazandırmak ve katkı sunmak amaçlanmaktadır.

Hisse senedi değeri tespiti ve yatırım kararı konusunu inceleyen birçok tez ve makale bulunmaktadır. Ülgener (1994) hisse senedi değerlendirme yöntemleri ve temel analiz konusunda yüksek lisans tez çalışması yapmış ve o dönemde temel analiz yönteminde kullanılan modelleri incelemiştir. Tufan (2001) temel analiz yaklaşımının uygulamadaki kullanımını test etmeye yönelik bir araştırma yapmıştır. Aktaş (2008) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi getirileri ile finansal oranların ilişkisini araştırmıştır. Horasan (2009) temel analiz yöntemiyle hisse senedi fiyatı belirlenmesinde bir model olan Fiyat/Kazanç oranının hisse senedi getirilerine etkisini incelemiş, İMKB 30 endeksi üzerine bir uygulama çalışması yapmıştır. Büyükşalvarcı (2010) finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmiş ve İMKB İmalat Sektörü üzerine bir araştırma yapmıştır. Öz, Ayriçay ve Kalkan (2011) finansal oranlarla hisse senedi getirilerinin tahmini üzerine bir çalışma yapmış ve bu çalışmasında İMKB 30

endeksi hisse senetleri üzerine diskriminant analizi uygulamıştır. Bayrakdaroğlu (2012) performans ölçütlerinin hisse senedi getirilerini açıklayabilme gücü üzerine ampirik bir çalışma yapmıştır. Ertürk (2012) yüksek lisans tezinde temel analiz yöntemiyle hisse senetlerine yatırım konusunu incelemiş ve İMKB cam sektörü üzerine bir örnek çalışma yapmıştır. Küçük Kaplan (2013) İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören üretim firmalarının piyasa değerini açıklayan içsel değişkenleri incelemiş ve panel verilerle sektörel bir analiz yapmıştır. Ayriçay ve Türk (2014) finansal oranlar ve firma değeri ilişkisini açıklayan çalışmasını BIST'de işlem gören bir firma üzerinde uygulamıştır. Ergin (2015) tez çalışmasında temel analize ilişkin 2008 - 2013 yılları arasında BIST'te işlem gören sigorta şirketleri üzerine bir uygulama yapmıştır.

Literatürde; Temel Analiz Yöntemi ile BIST'de işlem gören ve Kimya Sektörü'nde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin değerlendirilmesi konusunda herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Güncel bir analiz olması açısından bu çalışmada 2015-2016 dönemi incelenecektir. Bu çalışmada sade bir dil ile Temel Analiz yöntemi anlatılacak, bu yöntemde kullanılan modeller incelenecektir. Yapacağımız çalışmanın, küçük yatırımcıların yatırım kararı alırken temel analiz yöntemini uygulamasını teşvik edeceği ve daha bilinçli yatırım kararı almalarına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Yapacağımız çalışmada öncelikle hisse senedi, türleri ve yatırımcıya sağladığı haklar hakkında bilgi verilecek, daha sonra hisse senedi yatırımlarında kullanılan analiz yöntemleri anlatılacak, temel analiz ve teknik analiz karşılaştırması yapılacaktır. Bu kısımda temel analiz yöntemi ayrıntılı bir şekilde anlatılacaktır. Daha sonra hisse senedi değerlemesinde kullanılan modeller hakkında bilgi verilecektir. Çalışmanın son kısmında ise temel analiz yönteminin bir uygulaması yapılacaktır. Bu kapsamda; 2015 yılı için Dünya ekonomisinin analizi ve Türkiye ekonomisinin analizi yapılacaktır. Bu analizlerden sonra Türk Kimya Sektörü'nün analizi ve sektör hakkındaki geleceğe yönelik beklentiler araştırılacaktır. Çalışmanın büyük bir bölümünde Kimya Sektöründe faaliyet gösteren ve BIST'te işlem gören şirketler için firma analizi yapılacak ve bu

şirketler için seeeğimiz hisse senedi değerleme modelleri uygulanacaktır. Sonuç olarak da bu modellere göre yatırım yapılması kararına ulaşılan hisse senetlerinin performansı ile BIST 100 endeksinin performansı karşılaştırılacak, çalışmada yapılan temel analizin ve seçtiğimiz hisse senedi değerlemesi modellerinin başarılı sonuç verip vermediği test edilecektir.

2. HİSSE SENEDİ TANIMI, TÜRLERİ, HAKLAR

2.1. Hisse Senedinin Tanımı

Hisse (pay) senetleri, sahiplerine ortaklık hakkı veren ve bu hak sayesinde şirket karından pay alma olanağı sağlayan finansal varlıklardır. Hisse senedi aracını ortadan kaldırarak şirketlere finansman sağlar. Anonim şirketler ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde her bir pay bu finansal varlıklarla temsil edilir. Ancak finansal piyasalarda genellikle alım satımı yapılan hisse sentleri anonim şirketlerin pay senetleri olduğundan, çoğunlukla hisse senedi ifadesi anonim şirketlerin pay senetleri için kullanılmaktadır. (Poyraz, 2013:451; Canbaş ve Doğukanlı, 2007:32)

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş olan ve karşılığında kıymetli evrak çıkarabilme hakkı olan anonim şirketlerin ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenledikleri kıymetli evrak olup, bu şirketlerin sermayesini belli bir oranda temsil eden ve sahiplerine bu oranda ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir. Kısaca hisse senetleri; sahiplerine ait olduğu şirketin net geliri ve varlıkları üzerinde alacak hakkı doğuran pay senetleridir. Türk Ticaret Kanununa göre; nama ve emre yazılı, adi ve imtiyazlı, primli ve primsiz hisse senetleri gibi bir çok türü bulunmaktadır. (şıklar, 2008:15)

2.2. Hisse Senedini Ekonomik İşlevleri

Hisse senetlerinin ekonomik işlevleri şunlardır. (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası [IMKB], 2011: 202):

a) Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını bir araya getirerek büyük işletmelerin finansman ihtiyacını karşılar ve kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.

b) Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına paylaştırarak, ekonomik refahı tabana yayarlar ve dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

c) Hisse senetleri, halkın ekonomik kararlarda belli bir oranda söz sahibi yaparak demokrasinin ekonomik yanını tamamlar.

d) Hisse senetleri, halkın tasarruflarına değerlendirme imkanı sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla sağlar ve hem yatırımının, hem de gelirinin değerini enflasyona karşı korur.

e) Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracı olduğundan aracılık masraflarını da ortadan kaldırır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle büyük tutarda fonlara ihtiyaç duyduğunda, bu fonları hisse senedi ihracı hariç başka hangi yoldan sağlarsa aracılık maliyetlerine katlanır. Örneğin bir şirket finansman ihtiyacını banka kredisi ile karşılamayı seçerse çok yüksek bir aracılık maliyeti ortaya çıkar. Çünkü bankacılık sektörü karakter itibarıyla masraflı çalışan bir sektör olduğu için; bankalar kredi verirken, mevduat topladığı mevduat sahibine verdikleri faizin çok üstünde bir faiz talep ederler.

2.3. Hisse Senedi Türleri

2.3.1. Hamiline veya Nama Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetleri TTK'nun 409. maddesine göre hamiline veya nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılırlar.

Bu ayırım hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hamiline yazılı hisselerde devir işlemi sadece teslimle tamamlanırken, nama

yazılı hisselerin devir işlemi, hisse senedinin ciro edilmesi, devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile tamamlanmaktadır. (Özerol, 2012:110)

Hamiline yazılı hisse senetlerinin zilyedi, o senedin hukuken sahibi sayılır. Senedin hamili, başka kanıta lüzum kalmadan, şirkete karşı hisse senedinin temin ettiği bütün haklara ve bu hakları kullanma yetkisine sahiptir. Bu haklar, hisse senedine bağlı olarak zilyetlik ile birlikte intikal eder. Dolayısıyla, hamiline yazılı hisse senetlerinin devir ve temlikinde hiçbir şekil ve merasim söz konusu olmayıp, bunlar herhangi bir mal gibi alınıp satılabilir. Bu gibi intikallerden şirketin haberdar edilmesine lüzum yoktur. Hamiline yazılı hisse senedinin mülkiyetinin intikali için, zilyetliğin hüsnüniyetle intikali yeterlidir. Nama yazılı hisse senetlerinin devri, yazılı şekle tâbidir. Nama yazılı hisse senetleri esas sözleşmede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Devir işlemi beyanname veya senet üzerine derc edilen tam bir ciro ve senedin teslimi ile tekemmül eder. Nama yazılı hisse senedinin devir ve ferağının şirkete karşı geçerli olması için, ferağ keyfiyetinin şirkete bildirilmesi ve şirket tarafından pay kütüğüne tescil edilmesi, ayrıca hisse senedi üzerine yeni sahibinin isim ve hüviyeti ile adresinin kaydedilmesini lazımdır. (Karşı, 2004: 426)

2.3.2. Adi ve İmtiyazlı (Öncelikli) Hisse Senetleri

Sahibine ortaklık hakları bakımından eşit statüde haklar tanıyan hisse senetleri adi hisse senedi, ortaklık haklarının bazılarında diğer ortaklara göre imtiyaz sağlayan hisse senetleri ise imtiyazlı hisse senedi olarak tanımlanır. İmtiyazlı hisse senetleri, yönetime katılma, oy kullanma, rüçhan hakkı kullanımında, kardan pay alma açısından v.b. imtiyazlar sağlamaktadır. Şirketler imtiyazlı hisse senedi çıkartacaklarsa, esas sözleşmede şartlarını belirtmeleri gerekmektedir. Yatırım ortaklıklarında ise imtiyazlı hisse senedi çıkartılamaz. Hisse senedinin sahibine sağladığı haklar konusunda verilen imtiyazlar:

- a) Oy hakkından imtiyaz,
- b) Temettü hakkında imtiyaz,
- c) Tasfiye payında imtiyaz

şeklinde olabilir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 423)

2.3.3. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi, şirketin yönetimine katılma hakkı da vermez. Bu durumda, kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere, ana sözleşme hükümleri gereğince şirket kârının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir. İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Şirket kârından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmez, ödenebilecek miktar da kalan karın %10'nunu geçemez. (IMKB, 2011:201)

2.3.4. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Şirketin kuruluş aşamasında veya sermaye artırımında karşılığında bedel talep edilerek artırılan/çıkarılan sermayeyi temsilen çıkartılan hisse senetlerine bedelli hisse senedi denir. Kanuni ve olağanüstü yedeklerin, dağıtılmayan karların, hisse senedi ihraç primlerinin, yeniden değerlendirme değer artışları gibi özkaynak kalemi unsurların özsermayeye eklenmesi sonucunda halihazırdaki ortaklardan herhangi bir bedel talep edilmeden, bu ortaklara payları oranında verilen hisse senetlerine ise bedelsiz hisse senedi denir. Bedelli hisse senedi ihraç edildiğinde işletmeye nakit girişi olurken, bedelsiz hisse senedinde nakit girişi olmamaktadır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013:424)

2.3.5. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Türk Hukuk Sisteminde şirketler itibari (nominal) değeri bulunmayan hisse senedi ihracı yapılamaz veya itibari değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edemezler. Üzerinde yazılı değer ile yani itibari değeri ile ihraç edilen hisse senetlerine "Primsiz Hisse Senedi", itibari değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine "Primli Hisse Senedi" denir. "Primli Hisse Senedi" ihraç edilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması veya şirket genel kurulu

tarafından karar alınması gerekmektedir. Kayıtlı sermaye sisteminde ise, esas sözleşme ile yetkili kılınmış şartıyla, yönetim kurulu kararı ile "Primli Hisse Senedi" ihraç edilebilir. (Ataman ve Kibar, 1999:40; Bolak, 1994:122)

2.4. Hisse Senedi Türevleri

2.4.1. Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

14 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazetede yayımlanıp yürürlüğe giren Tebliğe göre, şirketler kâr ya da zarara ortak olmak üzere, faaliyet alanlarına giren tüm faaliyetlerin getirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere "Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi" (KAB) adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka arz yoluyla satabilirler. Kâr ve zarar ortaklığı belgelerinin hayata geçirilmesindeki temel amaç, sermaye piyasası araçlarını çeşitlendirmektir. Ayrıca kâr ve zarar ortaklığı belgeleri faiz dışı kazanç sağlama niyetine sahip kişilerin talebini karşılamaktadır. KAB, kar veya zarara katılma hakkı vermesine rağmen hisse senedi sayılamazlar. Çünkü kâr ve zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin, şirket yönetiminde oy hakları yoktur ve bu belgeler vadeli olup, vade sonunda anapara ve kar payı ödenmektedir. (Parasız, 2009: 206)

2.4.2. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Geniş çapta halka açık, 50-100 bin ortaklı büyük şirketlerde küçük ortakların coğrafî olarak dağınık yerleşimde olduğundan dolayı şirketin yönetimine katılamayacakları, zaten yönetime katılma hususunda bu ortakların büyük kısmının bir istek taşımadıkları düşünüldükçe; genel kurulda oy hakkı olmayan, ancak belli bir oranda diğer hisse sahiplerinden daha fazla temettü alan veya farklı imtiyazlar tanınan hisseler (preferred stocks) oydan yoksun hisse senedi denilmektedir. Böylece, hem küçük ortaklar temettü bakımından daha fazla tatmin edilmekte, hem de şirket yönetimi amatör genel kurul heveslileri olmadığı için daha verimli çalışabilmektedir. (Karşı, 2004: 448)

2.4.3. Katılma İntifa Senetleri

Nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmadan, sadece kârdan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma ve rüçhan hakkı v.b. hakların bir kısmını veya tamamını sağlayan senetlere katılma intifa senedi denir (KİS). Menkul kıymet niteliğinde olan KİS'ler nakit karşılığı çıkarılmak zorundadır. KİS, esas sözleşmede hüküm bulunması şartı ile veya genel kurul kararıyla; süresiz olarak nama ve hamiline yazılı olarak çıkarılabilmektedir. KİS, nominal değeri, 1.000 Lira ve katları şeklinde üzerinde yazılı olarak çıkarılır ve primli olarak ihraç edilebilir. Satış süresi maksimum 3 ay olup, bu sürede satılmayanlar noter huzurunda iptal edilir. Şirketlerin çıkarabilecekleri KİS tutarı, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok ve bu tutarın 1/6'sından az olamaz. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 428)

2.5. Hisse Senedi Sahiplerinin Hakları

Hisse senedi sahiplerinin sahip olduğu haklar ve yükümlülükler şunlardır: (IMKB, 2011: 195-196)

- **Kâr Payı Hakkı:** Ortağı olduğu şirketin kârından ortaklık oranı doğrultusunda pay alma hakkını ifade eder. Pay sahibinin en önemli mali hakkıdır. Kâr payı, pay sahibinin kazanılmış hakkı olmasına rağmen sınırlandırılabilir. TTK'ya göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça, kar payı dağıtılamaz.

- **Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı):** Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında artırılan sermaye kısmından da aynı oranda pay alma hakkını ifade etmektedir. Bu hak, şirketin SPK'nın belirlediği bir süre içinde, eski hisse senetlerinin şirkete ibraz edilmesi yoluyla kullanılır. Rüçhan hakkı ortak tarafından kar payı alma ve tasfiye payına katılma veya oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Esas sermaye sisteminde genel kurul tarafından, kayıtlı sermaye sisteminde ise esas sözleşmeyle yetkili kılınmak şartıyla yönetim kurulu rüçhan haklarının kullanımını kısıtlayabilir veya kaldırılabilir.

- **Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı:** Şirketin tasfiyesi sonucunda ortada kalan değerlere; her hisse senedi sahibinin ortaklık payı oranında iştirak etme hakkıdır. Tasfiye sonucunda ortada borç kalması durumunda ise, hisse senedi sahibine, ödenmemiş pay bedeli ile sınırlı olarak bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmişse, borç söz konusu olmaz. Hisse senedi değerinde meydana gelen artış nedeniyle kazanılan sermaye kazancı (capital gain) ve kullanılmayan rüçhan hakkı kuponlarının satışından sağlanan gelir de hisse senetlerinin sağladığı diğer mali haklardır.

- **Şirket Yönetimine Katılma Hakkı:** Şirketin yönetim kurulu üyelerini seçme veya bu kurula seçilme hakkını ifade eder. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olup, her konuda yetkilidir. Ancak genel kurulun çoğunluğunu yani şirket sermayesinin %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetimde söz sahibi olabileceklerdir. Bu nedenle gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek kanuni müdahalelerle azınlık durumunda olan pay sahiplerinin yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir.

- **Oy Hakkı:** Pay sahibinin kazanılmış hakkı olup, her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Buna aykırılık teşkil etmemek üzere, hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile belirlenebilir. Oyda imtiyaz sağlanabilir ancak her pay sahibine ait oylar sınırlandırılmaz. Buna ek olarak Sermaye Piyasası Kanununa göre anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, kâr payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir.

- **Bilgi Alma Hakkı:** TTK'ya göre her pay sahibi bilgi alma hakkına sahiptir ve bu hak esas sözleşme ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Diğer taraftan pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda denetçilerden gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup, genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle de kar ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler. Bununla birlikte bu haklar gerçek ve tam anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve

belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenme hakkına sahip değildir.

- **Sır Saklama Borcu:** Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da, şirket sırlarını saklamak zorundadır.

- **Sermaye Borcu:** Gerek kuruluş aşamasında, gerekse sermaye artırımında, iştirak etme taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunun tesbit ettiği tarihlerde ödemek zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyen pay sahiplerinden temerrüt faizi talep edilebilirler, ortaklıktan çıkarılabilirler, ödedikleri miktarın üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara karşılaşabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

2.6. Hisse Senetlerinin Gelirleri

Hisse senedi sahiplerinin elde ettiği başlıca üç çeşit getiri türü vardır: (Parasız, 2009: 264)

- Temettü (kar payı, dividend) geliri,
- Hisse senedinin değerinde meydana gelen artış (sermaye kazancı)
- Rüçhan hakkı kuponunun satışından elde edilen gelir (Rüçhan hakkı, hisse senedinin mülkiyetinden ayrı olarak alınıp satılabilir. SPK yeni pay alma hakkını kullanmak istemeyen hisse senedi sahiplerinin, rüçhan hakkı kuponunu, rüçhan hakkı pazarında belirlenen süre içerisinde satabileceğini belirtmiştir. Bu satış sonucu elde edilen gelir, üçüncü bir getiri olarak düşünülebilir.)

Hisse senedi yatırımcısına hem dönem karından temettü geliri sağlarken, hem de hisse senedi değerinin artışlarından dolayı ortaya çıkan (sermaye kazancı) gelir de sağlamaktadır. Diğer taraftan şirketin sermaye artırımlarında rüçhan hakkını kullanmak istemeyen ya da kullanacak yeterli fona sahip olmayan hisse senedi sahipleri, bu hakkı başka yatırımcılara satarak rüçhan hakkı satışından gelir de elde edebilirler. Türkiye'de temettü gelirleri çok düşük düzeylerde kalmakta olduğu için hisse senedi yatırımcıları genellikle sermaye kazancı elde etmeyi

beklemektedirler. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 422, Canbaş ve Doğukanlı, 2007: 27)

2.7. Hisse Senedi Değer Tanımları

2.7.1. Defter Değeri

Bir işletmenin muhasebe değeri olarak da isimlendirilen defter değeri; işletmenin özsermayesinin bilanço değeri ile değerlendirilmesini ifade eder.

Defter Değeri = Toplam Aktifler - Borçlar

Yukarıdaki eşitlikten de anlaşılacağı üzere defter değeri işletmenin özsermayesine eşittir. Defter değeri aynı zamanda "net defter değeri" (net book value), "net değer" (net worth) gibi ifadelerle de kullanılmaktadır. Defter değeri, firmanın tarihi muhasebe verilerinden hareket ettiği için şirketin geleceği ile ilgili bilgi ifade etmemektedir. Bir işletmenin yaşadığı kayıplar sebebiyle defter değerinin düşmesi durumunda, işletmeye olan güven azalır ve işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri düşer. Aslında hem yatırımcılar hem de firma yöneticileri açısından firmanın defter değeri önem taşımamaktadır. (Ercan ve Ban, 2014: 118)

2.7.2. Tasfiye Değeri (Likidasyon Değeri)

Şirketin tüm malvarlığının kısa bir süre içinde zorunlu satışı ile elde edilebilecek fondan tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, toplam hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değere tasfiye değeri denir. Hisse senedi sahipleri için tasfiye değeri piyasa değerinin alt sınırını oluşturmaktadır. Çünkü hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düşerse o işletmeyi likide çevirmek en rasyonel karar olacaktır. (IMKB, 2011: 199)

2.7.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşletmeler çalışır durumda iken bir bütün olarak, maddi varlığının üstünde bir değere sahiptir. Bu değer şirketin gelecekteki gelişme potansiyeli ve buna bağlı olarak kazanç artışını yansıtmaktadır. İşleyen teşebbüs değeri; bir işletmenin faaliyet halindeyken bir bütün olarak satışı veya devredilmesi halinde, elde edilen

satış gelirinden, işletmenin bütün borçlarının çıkarılmasıyla ve bu değer hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu değer (işleyen teşebbüs değeri) piyasa değerinin üst sınırını oluşturmaktadır. Normal koşullarda bir işletmenin piyasa değeri işleyen teşebbüs değeri ile tasfiye değeri arasında oluşmaktadır. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 91)

2.7.4. Net Aktif Değeri

Net aktif değer, işletmenin varlıklarını cari piyasa şartlarında satmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarıdır. Varlıkların normal şartlar altında satılmaları halinde elde edilecek gelirlerden, bu satışlar için yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutara net aktif değeri denilmektedir. Net aktif değer bulunurken varlıkların değeri yeniden değerlemeye tabi tutularak hesaplanır. (Babuşcu, Hazar, Yenice, Ceylan ve Bektaş, 2011: 148)

Net Aktif Değeri; varlıkların cari değerinden borçların cari değerinin çıkarılması sonucu kalan net değer hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilen değerdir: (Aksoy ve Tanrıöven 2013: 433)

$$\text{Net Aktif Değeri} = \frac{\text{Varlıkların Cari Değeri} - \text{Borçların Cari Değeri}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Net aktif değeri çoğunlukla aşağıdaki durumlarda kullanılmaktadır: (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 433; Yazıcı, 1997)

- a) Şirketin mali durumu kötüyse ve zarar etmekteyse,
- b) Şirket yükümlülüklerini yerine getiremeyecek kadar nakit yaratamıyorsa,
- c) Şirket faaliyetlerini durdurmuşsa,
- d) Şirketin varlıkları çok değerli ise,
- e) Şirketin knowhow, patent gibi değerli maddi olmayan duran varlıkları varsa.

Net aktif değeri tasfiye değeri karıştırılmamalıdır. Tasfiye değeri firmanın faaliyetine son vermesi halinde varlıkların tek tek nakde çevrilmesi ve borçların ödenmesi sonucunda kalan değer iken, varlıkların bir bütün halinde cari piyasa

değerinde satılması ile borçların hemen ödenmesi sonucunda kalan değer net aktif değerini ifade etmektedir.

2.7.5. Alternatif Gelir Değeri

Alternatif gelir değeri; ortaklar tarafından işletmeye konulan sermayenin şirket için kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması durumunda, elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklamaktadır. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlenirken, çoğunlukla banka faizi, devlet tahvili gelirleri baz alınmaktadır. (Parasız, 2009: 265)

2.7.6. Gerçek Değer

Bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu şirketin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı v.b. değişkenlerin belirlediği değerdir. Gerçek değer, yatırımcıların, işletmenin gelecekteki gelişme ve kazanç yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden kazanç beklentileri kapsamında, şirketin hisse senedine belirledikleri ve cari şartlar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir. (Özerol, 2012:113)

2.8. Hisse Senedi Fiyat Tanımları

2.8.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Nominal değer hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan değerdir. Şirketin ortakları sahip oldukları hisse senetlerinin nominal değerlerine göre yönetime katılma ve kar payı hakkına sahip olurlar. Nominal değer sabit bir değer olduğu için şirket ile ilgili gelişmeleri yansıtmamakta ve hisse senedinin gerçek değerini göstermesi açısından yetersiz kalmaktadır. İtibari değer veya kayıtlı değer olarak da ifade edilen nominal değer 1 Kuruş ve katları şeklinde belirlenebilmektedir. Ancak pratikte 1 TL olarak uygulanmaktadır. Nominal değer 1 TL olarak hisse senedi çıkarıldıysa, bilançoda yer alan ödenmiş sermaye toplam hisse senedi adetine eşit olmaktadır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 431)

2.8.2. İhraç (Emisyon) Fiyatı

İşletmenin hisse senetlerinin çıkarılış (ihraç) aşamasında, birincil piyasada satışa sunduğu fiyata ihraç ya da emisyon fiyatı denir. Genellikle şirketler ihraç ettikleri yeni hisse senetlerini nominal fiyata satarlar. Ancak bazı şirketler yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra kalan yeni hisse senetlerinin halka arz edilmesinde, ihraç fiyatını nominal fiyatın üzerinde satabilmektedirler. Örneğin 1 TL nominal değerli bir hisse senedinin birincil piyasada yatırımcılara 2,5 TL den satılması durumunda, bu hisse senedinin ihraç değeri 2,5 TL olmaktadır. Hisse senedinin ihraç değeri ile nominal değer arasındaki farka ise hisse senedi ihraç primi denmektedir. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 89)

2.8.3. Piyasa Fiyatı

Bir hisse senedinin sermaye piyasasında, arz ve talebe göre belirlenen, alınıp satıldığı fiyat, o hisse senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin verimliliğinde ve potansiyelinde herhangi bir değişme olamasa dahi, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak hisse senedinin piyasa fiyatında değişimler olabilir ve piyasada hisse senedi gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyatlamaya olabilir. Eğer hisse senedi borsaya kote ve borsada işlem görüyorsa; piyasa fiyatı borsa fiyatı ile aynı anlama gelmektedir. (IMKB, 2011: 199)

2.8.3. Borsa Fiyatı

Borsa fiyatı; borsada işlem gören hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına bağlı olarak oluşan fiyatıdır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenmektedir. Borsa fiyatı; açılış, kapanış, en düşük, en yüksek ve ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılmaktadır. (Parasız, 2009: 265)

3. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARINDA ANALİZ YÖNTEMLERİ

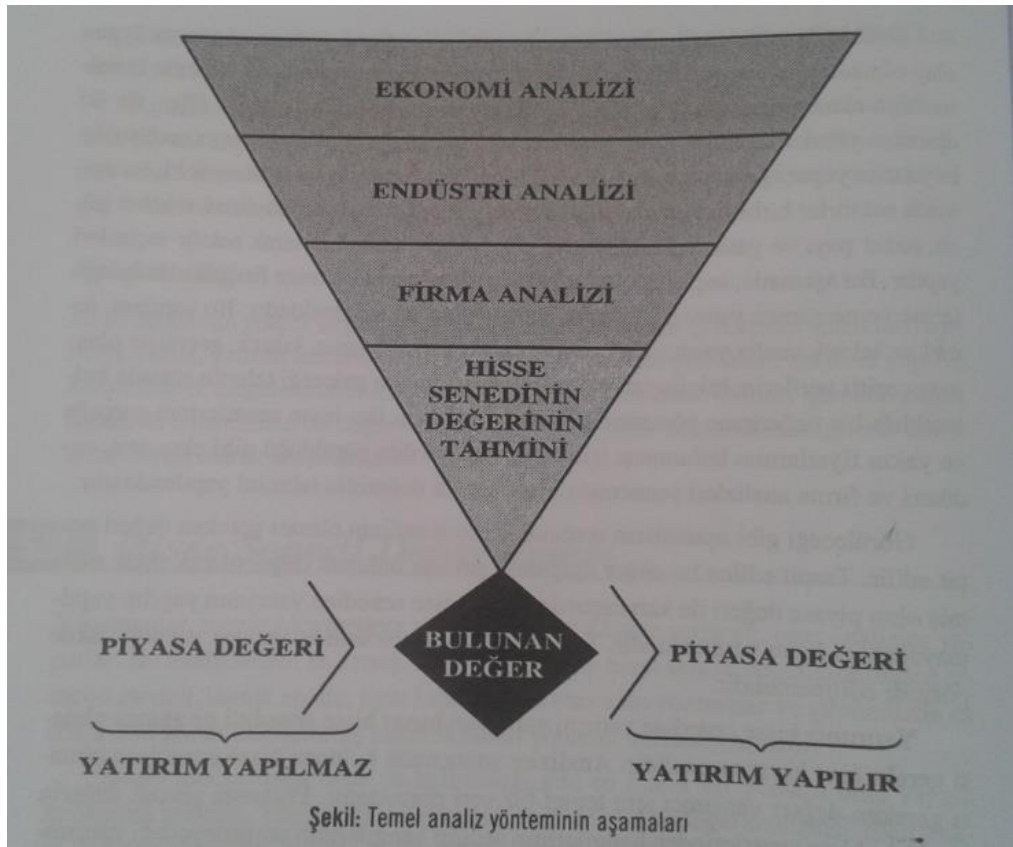
3.1. Temel Analiz

Temel analiz (fundamental analysis), hisse senetlerinin belirli piyasa şartlarına göre gerçeğe en yakın değerinin hesaplanmasına yönelik bir analiz yöntemidir. Bu yöntemle, hisse senetleriyle ilgili her türlü bilgi araştırılır, toplanır, analiz edilir, yorumlanır ve bu işlemlerin sonucuna göre geleceğe dönük tahmin yapılır. Hisse senetlerinin değerini etkileyen genel ekonomik faktörler, sektör sorunları, rekabet şartları, şirketlerin finansal durumları, etkinlik, kârlılık, ihracat potansiyeli, kurumsal yönetim kalitesi v.b. olgular tahlil edilir. Bu olguların hisse senetlerinin değerlerini nasıl etkilediği detaylı bir şekilde incelenerek, hisse senetlerinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin tespit edilmesi amaçlanır. Temel analiz savunucuları, bir hisse senedine yatırım yapılmaya değer olup olmadığına, temel analiz sonucunda belirlediği değerle piyasa fiyatını karşılaştırarak karar verir. Eğer analiz sonucu ulaştığı gerçek değer piyasa fiyatından yüksek ise yatırım yapma kararı, piyasa fiyatından düşükse bu hisse senedine yatırım yapmama kararı alır. (Karslı, 2004: 478)

Temel analiz bir hisse senedi gerçek değerinin; dünyada gelişen çeşitli ekonomik, sosyal ve siyasal olaylardan başlayarak, faaliyet gösterdiği ulusal ekonomideki gelişmelere, hisse senedinin ait olduğu işletmenin içinde bulunduğu sektörün potansiyeline, özelliklerine işletmenin mali yapısı, pazar payı, rekabet durumu ve yönetim becerisi gibi faktörlere bağlı olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle yatırım yapmak için araştırılan hisse senedinin gerçek değerini tespit etmek için; dünya ekonomisinin, ülke ekonomisinin, sermaye hareketlerinin, ülkenin para politikasının, şirketin faaliyette bulunduğu sektörün durumunun, potansiyelinin, şirketin piyasadaki payının, finansal yapısının, güçlü ve zayıf yönlerinin detaylı olarak analiz edilmesi gerekmektedir. Bu analiz sonucunda bulunan hisse senedinin gerçek değeri, piyasa değeri ile karşılaştırılır. Gerçek değer piyasa fiyatının üzerinde ise bu hisse senedinin piyasada düşük değerlendirilmiş ve yatırımcı açısından yatırım yapılabilir olduğu; gerçek değer

piyasa fiyatının altında çıkması durumunda ise, bu hisse senedinin piyasada aşırı değerlenmiş olduğu ve yatırımdan vazgeçilmesi gerektiği, eğer bu hisse senedi yatırımcının elinde olan bir hisse senedi ise satması gerektiği sonucuna ulaşılır. Hisse senetlerinin gerçek değerinin hesaplanmasına yönelik olan temel analiz; ekonomi, sektör ve firma analizi olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 192)

Şekil 1: Temel Analiz Aşamaları



Kaynak: Ercan ve Ban, 2014: 122

3.1.1. Ekonomi Analizi

Şirketlerin başarılı performansı, içinde bulundukları ekonomiyle sıkı sıkıya bağlıdır. Bazı şirketler faaliyet alanları sebebiyle sadece ülkenin ekonomik konjonktüründen değil dünya konjonktüründen de etkilenebilmektedir. Hisse senetlerinin değerlemesinde ana faktör hisse başına temettüleri olduğundan,

şirketlerin kârlı olması ve dağıttıkları kar paylarının artması faaliyet gösterdikleri ekonominin seyriyle yakından ilişkilidir. Ekonomi büyüme trendinde ise, şirketler de bu büyümeden faydalanacaklar ve hisse senedi değerlerinde artış gözlenecektir. Ekonomi durgunluk içindeyse, şirketlerde bu durgunluktan etkilenecek ve hisse senetlerinin değerinde azalma olacaktır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 641)

Genel ekonomik durumun araştırılması ile ilgili olarak aşağıdaki göstergeler ve parametreler ile bunlarda meydana gelen değişimler fikir vermektedirler: (Karaşin, 1986:4-5)

- a) Gayri safi milli hâsıla,
- b) Kişi başına harcanabilir gelir,
- c) Para arzı,
- d) Faiz oranları,
- e) Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları,
- f) Kamu kesimi harcamaları,
- g) Enflasyon,
- h) İşsizlik,
- ı) Sabit yatırım harcamaları,
- i) İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- j) Para ve maliye politikaları

Ekonomik gelişme ve ekonomik daralma, işletmenin stok, finansman, fiyatlandırma ve yatırım politikasını, alacak ve borçlarının yönetimini vd. etkiler, bu sebeplerle de genel ekonomideki gidişatın tahmin edilmesi ve incelenmesi yatırımcı açısından çok önemlidir.

Ekonomi analizi yapılırken genel ekonomi ile ilgili öncü, eş zamanlı ve geciken göstergeler olarak bilinen değişkenler incelenir ve ekonominin yönü tahmin edilir. Öncü göstergeler genel ekonominin tavan veya taban seviyelerine gelmeden birkaç ay önce en yüksek veya en düşük seviyelerine gelen para arzı, istihdam, dış ticaret açığı ve kamu harcamaları gibi göstergelerdir. Öncü gösterge niteliğindeki yukarıda sayılan göstergelerin iyi olması veya olumlu beklentiler yaratması genel ekonomiyi, dolayısıyla işletmeleri etkileyecektir. Genel ekonomi

ile eş zamanlı olarak en yüksek veya en düşük seviyelerine gelen sanayi üretim endeksi, faiz oranları gibi ekonomiyle aynı anda hareket eden göstergelere ise eş zamanlı göstergeler denilmektedir. Bu göstergeler ekonomi ile aynı zamanlı olarak değişim gösterdiğinden önceden tahmin edilmeli ve ona göre karar verilmelidir. Aksi takdirde değişim olduğunda zaten alınan pozisyon için yapılacak bir şey kalmayacaktır. Son olarak da genel ekonomik değişimlerden birkaç ay sonra ortaya çıkan enflasyon oranları ve uzun süreli işsizlik gibi geciken göstergeler, sadece ilerideki yatırım kararlarını alırken etkili olabilecek göstergelerdir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 642)

Ekonomik analiz yapılırken kullanılan temel ekonomik göstergeler aşağıda özetlenmiştir: (Berk, 2010: 63-64)

- **GSMH:** Temel ekonomik konjoktürle ilgili olarak kullanılan göstergelerin başında GSMH ve GSMH'deki değişim gelmektedir. Normal şartlar altında, ekonomi reel büyüme varsa yani sabit fiyatlarla GSMH artışı pozitifse, hisse senedi fiyatları da bu artıştan olumlu etkilenmektedir. Diğer taraftan ekonomik beklentiler enflasyon oranında GSMH artışından daha hızlı bir artış olacağı yönünde ise, reel büyüme olmayacağından, hisse senedi fiyatları olumsuz etkilenir ve düşme trendine girer.

- **Yatırımlar:** Kamu ve özel sektör yatırımları ve stok yatırımlarındaki değişimler ekonomik durumla ilgili diğer göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların ve teşvik belgelerinin sektörel dağılımı, sektörlerin büyüme potansiyeline ilişkin bilgi verir. Bu sayede büyüme ve gelişme yönünde tahmin edilen sektörlerin hisse senetlerine yatırım yapılması beklenir. Ayrıca ülke bazında veya sektör bazında yatırım malları ithalatı da yatırım eğilimi konusunda fikir verir.

- **İstihdam:** Genel ekonomik koşullar iyi gittiği, ekonomi büyüme sürecinde olduğu sürece istihdam artırıcı emek yoğun yatırımlar yapılır ve bu da işsizliği azaltır. Buna karşı ekonomik durgunluk dönemlerinde işsizlikte artış eğilimi gözlenir.

- **Enflasyon ve Faiz Oranları:** Yüksek enflasyon oranı, ekonomik dengeleri ve sosyal yapıyı olumsuz etkilemektedir. Enflasyon oranındaki artış, maliyetleri arttırır ve sonuç olarak yatırım eğiliminin azalmasına neden olur. Enflasyon kişilerin tüketim ve tasarruf kararlarını etkiler. Örneğin, beslenme giderlerinin artması, otomobil ve beyaz eşya gibi dayanıklı tüketim mallarına olan talebi azaltabilir. (fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu eğilimin tamamen tersini görmek de mümkündür). Enflasyon artışı da faiz oranlarını arttır, dolayısıyla firmaların finansman maliyeti artar. Bu sonuç da işletmelerin, bazı yatırım planlarından vazgeçip, daha muhafazakar davranmalarına ve küçülme eğilimine girmelerine yol açabilir.

- **Bütçe açığı, ihracat-ithalat (cari açık):** Bütçe açıkları ve bunun giderek artışı ekonomik gidişatın kötüye gittiğinin belirtisidir. Bütçe açığının emisyon hacmi arttırılarak kapatılması ya da iç borçlanma yolu ile kapatılması da piyasa faiz oranlarının yükselmesine yol açmaktadır. Bu da yukarıda belirttiğimiz gibi firmaların finansman maliyetini arttırarak yatırımların azalmasına sebep olur. Ekonominin darboğaza girmeden, büyümenin sürdürülmesi için dış ticaret açığının eğilimi oldukça önemlidir. Ekonominin performansının sürekliliği için ithalat ve ihracatta herhangi bir darboğaz ile karşılaşılması ve dış ticaret açığının dengeli finanse edilmesi önem taşır.

- **Parasal göstergeler:** Para arzındaki (emisyon hacmindeki) artış, başlangıçta şiddetli fiyat artışlarına yol açtığından menkul kıymet yatırımları açısından olumlu karşılanmakta ancak daha sonrası için enflasyon tehlikesi ortaya çıkarmaktadır.

3.1.2. Sektör Analizi

Sektör analizi temel analizin ikinci aşamasıdır. Daha önce yapılan ekonomik analizde, faaliyet gösterilen ülkedeki ekonomik durumun hisse senedi yatırımı için uygun olduğuna karar verildikten sonra sektör analizi aşamasına geçilir. Bu aşamada ekonomideki çeşitli sektörlerden hangisi ya da hangilerine

yatırım yapılabileceğine dair karar vermek için araştırma ve analiz yapılır. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 196)

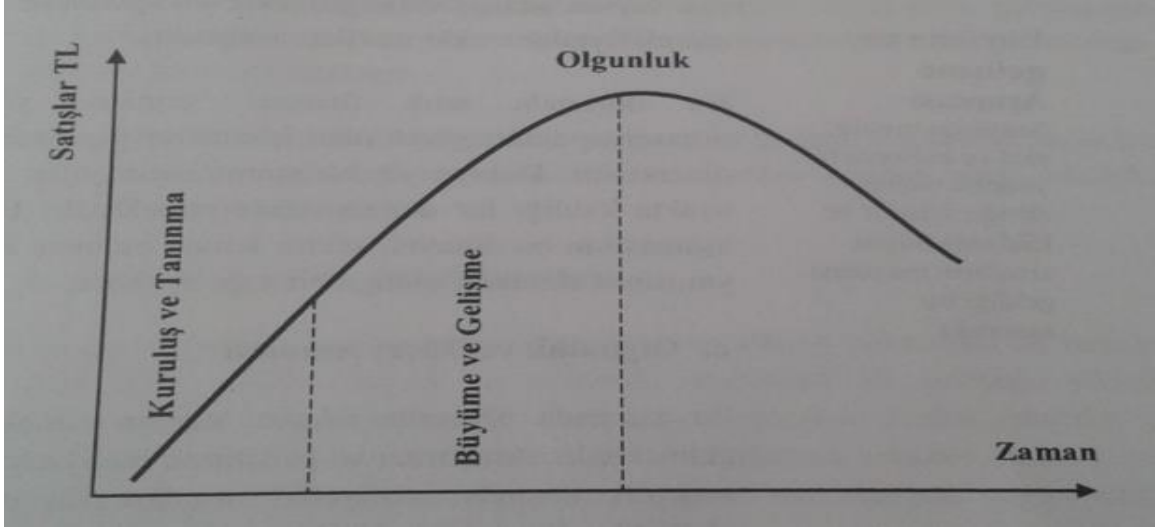
Genel ekonomik faktörler kadar, şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörün konjonktüre karşı duyarlılığı da önem arz etmektedir. Ekonominin geneli durgunluk içindeyken bazı sektörler büyüme gösteriyor, ya da tersine genel ekonomi canlılık gösteriyorken bazı sektörler ise durgunluk içinde olabilirler. Ekonomik durgunluktan diğer sektörlerle göre daha hızlı ve daha çok etkilenen sektörler; inşaat, inşaat malzemesi, tekstil ve otomotiv endüstrileri olmaktadır. Hisse senedi yatırımcısı, genel ekonomik koşulların yatırıma elverişli olduğuna kanaat getirdikten sonra sektör verilerini incelemesi ve çeşitli sektörler arasında yatırım yapacağı sektörü seçmesi gerekecektir. Sektör, benzer teknolojilerle benzer ürünler üreten, aynı pazara birbirini ikame eden ürünler arz eden, benzer girdiler kullanan, benzer tüketici gruplarına hitap eden sınai veya ticari faaliyet alanlarıdır. Bir şirketin büyümesi genellikle, faaliyette bulunduğu sektörün büyümesine bağlı ve paraleldir. (Karşlı, 2004: 482)

Sektör analizi yapılırken sektörün ekonomik dalgalanmalar karşısında durumu incelenmelidir. Örneğin, bilgisayar ve elektronik sektörleri konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme gösteren, büyüyen sektörlerdir. Gıda, ilaç gibi sektörler ise ekonomik dalgalanmalardan en az etkilenen sektörlerdir. Bunlar dışındaki birçok sektör ekonomik dalgalanmalarla ilişkili olarak hareket etmektedirler. Bu nedenle mikro ekonomik yaklaşımlar, bu tür sektörlerde ekonomik analiz yapılırken incelenen makro büyüklükler ile beraber değerlendirilmelidir. (Apak ve Demirel, 2009: 183)

Sektör analizi yapılırken diğer önemli husus sektörün hayat devresi ve bu hayat devresi içinde hangi aşamada bulunduğunun tespit edilmesidir. Ürünlerin hayat devreleri olduğu gibi sektörlerin de hayat devreleri bulunmaktadır. Bu anlamda bazı sektörler kuruluş ve tanınma aşamasında, bazı sektörler büyüme ve gelişme aşamasında, bazı sektörler ise olgunluk ve düşüş aşamasında bulunabilirler. Sektörün hangi yaşam devresi içinde bulunduğu, o sektörde faaliyet gösteren işletmelerin gelecekteki başarısı üzerinde tahmin yapmayı

kolaylaştırmaktadır. Böylece işletmelerin ihraç ettiği hisse senetlerinin getiri beklentisinin yönü sektörün yaşam devresindeki hangi aşamada bulunduğu ile ilişkilidir. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 196-197)

Şekil 2: Sektör Yaşam Seyri



Kaynak: Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 197

Sektör yaşam seyrinin ilk aşaması olan tanınma aşaması ilerledikçe, sektörün ürünlerine talep artar, ancak yeni firmaların piyasaya girmesiyle arz da artış gözlenir ve bir süre sonra piyasada arz talep dengesi kurulur. Artık bu aşamanın son evresinde sektöre yatırım yapmak risk taşımaktadır. Büyüme ve gelişme aşamasında ise, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonları daha güçlü olan şirketler piyasaya hakim olurlar, ürünlere olan talebin artmasıyla yükselen üretim ve satış miktarları bu sektördeki diğer şirketlerinde kârlılığını artırır. Olgunluk ve doyum aşamasında ise büyüme durur, firmalar artık maksimum büyüklüğe ulaşmışlardır. Şirketler teknolojilerini ve ürünlerini yenileyemezlerse, durgunluk hali gerileme aşamasına dönüşür. Gerileme aşamasında, sektörün hisse senetleri artık yatırımcı için cazibesini kaybetmiştir. (Karşlı, 2004: 483)

Amaç, büyüyen ve gelişme aşamasındaki endüstrileri tespit edip, bu sektörlere yatırım yapmaktır. Analistin endüstri analizinde dikkate alacağı anahtar

özellikler şöyle sıralanabilir: (Karaşin, 1986:13-15; Fischer and Jordan, 1975: 169-176, Latane and Tuttle,1970: 385-393, Johnson,1983:322-325)

a) Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve karlar: Geçmişteki satış hasılatında ve karlardaki büyüme endüstrinin ürünlerine olan talepteki artışı göstermekte olup, zaman içinde sektördeki faaliyet kârı/net satış hasılatı oranındaki değişme sektördeki firmaların işletme giderlerini ne ölçüde kontrol edebildiğini göstermektedir.

b) Süreklilik: Endüstrinin ürünlerine olan talebin ve kullandığı teknolojinin sürekliliği veya bir başka endüstrinin o endüstriyi kısa dönemde ikame etmesinin mümkün olmaması bir endüstrinin yatırım yapılabilir olması için aranan özelliklerdir.

c) Rekabet koşulları: Analist ayrıca endüstri içi rekabet koşulları, piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derece korunduğu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı ile de ilgilenmelidir. Piyasaya girişi engelleyici etkenler arasında, piyasaya rakiplerin girmesini önleyecek sayıda ürün çeşidi ile doldurmak, maliyet etkinliği ve ölçek ekonomilerinin sağladığı avantajlar sayılabilir.

d) İşgücü durumu: İşgücünün üretim sürecinin önemli bir kısmını oluşturduğundan, yani endüstride çok fazla işgücü yoğun veya tam tersi vasıflı işçilik gerektiren aşırı mekanik, sermaye yoğun üretim süreçlerinin kullanıldığı durumlarda grev olasılığı dikkate alınması gereken önemli bir etkidir.

e) Hükümet politikaları: Analizci hükümetin incelenen endüstri ile ilgili politikalarını araştırmalıdır. Çünkü hükümetin o sektör için ürettiği politikalarla o endüstriyi olumlu yönde etkileyebileceği gibi o endüstriyi olgunluk ve gerileme aşamasına da sokabilir. Burada hükümet politikalarına örnek olarak; iç ve dış rekabete karşı koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, yerli imal belgesi, gümrük muafiyeti v.b, koruyucu politikalar ile o endüstrinin gelişmesini engelleyici bir mevzuatın da yürürlüğe konulması gösterilebilir.

f) O endüstride faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının endüstrinin kazançlarına oranı: Yatırımcı yukarıda sayılan bütün özellikleri olumlu bulsa dahi eğer o endüstriye faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri aşırı değerlenmişle bu sektördeki şirketlere yatırım yapmak doğru değildir. Bunun tersine, geleceği pek parlak görülmemekle birlikte, eğer o endüstriye faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri düşük değerlenmişle bu sektördeki şirketlere yatırıma değer görülebilir.

3.1.3. Firma Analizi

Genel ekonomi ve ilgili sektör hakkındaki analizden sonra üçüncü aşama şirket analizini oluşturur. Buradaki amaç, seçilen şirketin gelecek dönemlerdeki performansının tahmin edilmesi ve hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesidir. Şirketin gelecek dönemlerdeki kazanç elde etme ve bu kazancı arttırma olanağı; sektördeki rekabet gücü, satış hacmi ve mali yapısı ve şirketin yönetiminin verimliliği ile doğrudan ilişkilidir. Sektör içinde rekabet gücü fazla olan ve yüksek pazar payına sahip olan şirketler sektördeki fiyat düzeyine ilişkin söz sahibi olacağı için satış ve karlarını arttırma potansiyeline sahiptirler. (Apak ve Demirel, 2009: 184)

Şirket bazında yapılacak analiz ve incelemelerde öncelikle şirket ve şirketin ticarî, malî, idarî ve teknik özellikleriyle ilgili genel bir değerlendirme yapılır. Değerlemede dikkat edilecek hususlar şunlardır: (Karşlı, 2004: 484)

- Şirketin unvanı, büyük ortakları, varsa bağlı olduğu grup veya holding, geçmişi ve bilinirliği,
- Sermayesi, ihtiyatları, sermaye yedekleri, kayıtlı sermaye sisteminde olup olmadığı, yönetim sorumluluğunu taşıyan başlıca hissedarları,
- Personel sayısı, işçi işveren ilişkileri, sendikanın karakteri, geçmişteki grevler, toplu sözleşme tarihinin yakınlığı, grev ihtimali,
- Yöneticilerin kimliği, yetenekleri, geçmiş tecrübeleri,
- Üretim konusu, ürünün özelliği, üretim kapasitesi, ürünün talep esnekliği, yıllar içinde üretim artışı, sektördeki pazar payı,

- Üretim maliyetleri, rakiplerine nazaran verimlilik ve karlılık durumu.
- Hammadde ve yan mamullerde dışa bağımlılık, stok zorunluğu ve stok politikası,
- İhracat miktarı, sektör ihracatındaki payı, yeni ihracat imkânları, dış piyasalarda rekabet gücü, yıllar içinde ihracat artışı,
- Faydalandığı teşvikler, patent ve isim hakları, marka değeri,
- Kredi imkânları, kredi kullanımı,
- Yeni yatırım projeleri, sermaye artırım imkânları ve ihtimali,
- Yeniden değerlendirme fonu,
- Yıllar boyunca temettü dağıtımı ve dağıtım politikası,
- Halka açıklık oranı ve halka açılma politikası,
- İştirakleri, ihtiyaç fazlası arsa ve diğer gayrimenkulleri

Yukarıdaki temel veriler üzerinde yapılan öninceleme sonucunda şirketin faaliyetlerinde bir büyüme olup olmadığı, şirketin gelecekteki potansiyeli ve yapılacak yatırımın risk düzeyi hakkında bir hükme varılabilir. Ancak bir şirkete yatırım yapma konusunda karar vermeden önce firma analizi kapsamında; şirketin finansal tabloları analiz edilmeli ve şirketin kamuoyuna yaptığı açıklamalar incelenmelidir.

3.1.4. Finansal Tablolar Analizi

Tahlil, analiz ya da çözümleme ve bir şeyi ayrıntılı olarak incelemek üzere parçalarına ayırma anlamında kullanılmaktadır. Mali tablolar tahlili ise; analiz yöntemlerinin uygulanarak tahlil sonuçlarının bulunması, eleştirilmesi, yorumlanması ve değerlendirilmesi ve tahlili yapılan kurumun çalışma, gelişme durumu ile kârlılık ve borç ödeme durumunun araştırılması, herhangi bir sorunu varsa ortaya çıkarılması ve giderilmesi için alınması gereken önlemlerin raporlanması kapsayan bir çalışmadır. Kısaca mali tahlil, finansal tablolardaki verilerin önemini ve anlamını saptamak için yapılan çalışmanın bütünüdür. (Durmuş, 1981: 103)

Finansal tablolar analizi; analizi yapacak işletme ile ilişkide olanların ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla bir veya birkaç döneme ait finansal tablolarda yer alan kalemlerin, gerek kendi aralarındaki gerekse bütünle olan etkileşimlerinin, analiz tekniklerinden yararlanılarak incelenmesi, yorumlanması ve işletmenin içinde bulunduğu koşulların da hesaba katılarak değerlendirilmesi işlemlerinin bütünüdür. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 515)

Uygulamada, mali tablolar analizinde kullanılan teknikler dört grupta toplanmaktadır. (Akgüç, 1995: 312)

- Karşılaştırmalı (Mukayeseli) Analiz
- Yüzde Metodu ile Analiz (Ortak esasa indirgenmiş tablo« Yüzdelere ifade olunan tablolar-Dikey analiz)
- Eğilim (Trend) Yüzdelere Analizi
- Oran Analizi

3.1.4.1.Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)

Karşılaştırmalı tablolar analizi bir işletmenin iki veya daha fazla faaliyet dönemine ilişkin finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak oluşturulması ve bu tablolarda yer alan kalemlerin bu dönemler içindeki değişiminin incelenmesidir. Karşılaştırmalı tablolar analizi yöntemi, dinamik bir analizdir. Böylece bu analiz tekniği ile işletmenin karşılaştırılan dönemler içindeki gelişme ayrıntılı olarak görülebilmektedir. Finansal tabloların karşılaştırılmasıyla; işletmenin geçmişteki ve şimdiki finansal durumu görülerek aradaki farklar ortaya çıkarılmakta ve bu bilgiler geleceğe ışık tutmaktadır. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 519)

Karşılaştırmalı analizin en önemli avantajı, incelenen işletmenin gelişme yönü hakkında fikir vermesidir. Gerçekten mali tablolarda yer alan kalemlerdeki dönemsel değişimlerin incelenmesi, işletmenin mali karakteristiklerinin hangi yönde gelişmekte olduğunu göstermektedir. Ayrıca karşılaştırmalı analiz, işletmenin geleceği hakkında tahminde bulunmayı kolaylaştırır. Şartlarda anormal

bir değişiklik olmadığı sürece, işletmenin, geçmişteki eğilime benzer bir gelişme göstereceği düşünülebilir. (Akgüç, 1995: 31)

Karşılaştırmalı tablolar hazırlandıktan sonra kalemler içinde dikkat çekici değişme gösterenler tespit edilir. Azalma veya artma şeklinde tespit edilecek bu değişimlerin incelenip, nedenlerinin araştırılması ve tahminler yürütülmesi «analiz ve yorum» aşamasını oluşturur. Değişikliklerin analizi mutlak farklara ve yüzde değişmelere bir arada bakılarak yapılmalıdır. Karşılaştırmalı tabloların analiz ve yorumu incelenen kalemdeki değişimin sebepleri araştırılarak gerçekleştirilir. Sebeplerle değişimler birlikte değerlendirilerek bu değişimin olumlu mu olumsuz mu olduğuna karar verilir. Yapılan analiz ve yorumda kalem veya gruplar tek başlarına ele alınacakları gibi, bir kalemin grup içindeki önemi ve aynı tablodan veya diğer tablodaki kalem veya kalemlerle olan ilişkisi de göz önünde bulundurularak bütüncül bir değerlendirme yapmak gerekmektedir. (Bektöre ve Çömlekçi, 1980:44)

3.1.4.2. Yüzde Yöntemi (Dikey Analiz) İle Analiz Tekniği

Dikey yüzde yöntemi, finansal tablodaki bir bütünün 100 kabul edilip, o bütün içindeki bölüm ya da kalemlerin yüzde payının hesaplanmasıdır. Bilançonun dikey yüzde yöntemiyle analizinde, aktif toplamı veya pasif toplamı 100 kabul edilmekte ve aktif veya pasifi oluşturan hesapların veya hesap grupları aktif toplamına oranlanarak yüzdesi hesaplanmaktadır. Gelir tablosunun dikey yüzde yöntemiyle analizinde ise, net satış hasılatı toplamı 100 alınır ve gelir tablosunu oluşturan kalemlerin satış hasılatı içindeki payı yüzde olarak gösterilir. (Arat, 2005: 83; Yazıcı, 1976: 78)

Bu analiz tekniğine müşterek esasa indirgenmiş tablolar da denilmektedir. Yüzde tekniğinin uygulanmasıyla, mali tabloların anlaşılması daha kolay hale gelmekte, mali tablolardaki büyük rakamlarla boğulmamayı ve sade bir şekilde mali tabloları okumayı ve anlamayı sağlamaktadır. (Bektöre ve Çömlekçi, 1980: 55)

Yüzdeye indirgenmiş tablolar hazırlandıktan sonra, her kalanın gerek grup toplamı gerekse genel toplamı içindeki ağırlığının normal olup olmadığı incelenmektedir. Hesaplanan yüzdelerin değerlendirmesi; geçmiş dönem verileri, planlanan veriler ve rakip işletmelerin verileri ile karşılaştırılarak yorum yapılabilir. Geçmiş dönemin benzer yüzdelere ile karşılaştırılma sonucunda ortaya çıkan değişiklikler incelenerek işletmenin gelişme yönü ortaya konabilmektedir. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 565)

3.1.4.3. Eğilim Yüzdeleri Tekniği (Trend Analizi)

Eğilim yüzdeleri metodu, işletme için koşulların normal kabul edildiği bir yılı temel alarak, ilerleyen yıllarda mali tablolarda yer alan hesap ve hesap gruplarının görece değişimini gösteren bir endeks olarak da düşünülebilir. Eğilim yüzdeleri metodu, dönemler arasında mali tablolardaki kalemlerde meydana gelen artış veya azalışları ve bu değişimin temel yıla oranla görece farklarını ortaya koyan bir dinamik analizdir. Mali analistler, bu yöntemle, finansal tablolardaki kalemlerin göstermiş oldukları eğilimleri karşılaştırarak, inceleme dönemindeki olumlu veya olumsuz durumları tespit edebilmektedirler. Eğilim yüzdeleri tekniğinin uygulanabilmesi için, inceleme döneminin uzun olman gerekir. (Akgüç, 1995: 314)

Trend yönteminin uygulanmasında ilk olarak trend hesaplamada temel alınacak dönem seçilir. Temel dönem tutarları 100 kabul edilir. Daha sonra bunu takip eden yılların bu temel yıla göre oranı hesaplanır. Bu işlem, mali tablolardaki her kalem için ayrı ayrı yapılmaktadır. Trendin hesaplanmasında, şu formül kullanılmaktadır: (Durmuş, 1981: 157)

$$\frac{\text{Trendi Bulunacak Tutar} \times 100}{\text{Temel Dönem Tutarı}}$$

Eğilim yüzdelere göre hazırlanmış bilançoların analiz ve yorumunda, birbiriyle ilişkili olan kalemlerin göstermiş oldukları eğilimlerin karşılaştırılarak birlikte değerlendirilir. Örneğin dönen varlıklardaki trend analiz edilirken kısa vadeli borçlardaki trend ile ilişkilendirilmelidir. Aynı şekilde, stoklardaki eğilim

yorumlanırken, satışlardaki eğilimde incelenmelidir. Yine öz kaynaklardaki değişme incelenirken, duran varlıklardaki, yabancı kaynaklardaki eğilimde incelenmeli ve değerlendirme birlikte yapılmalıdır. Böylece kalemlerin eğilimlerinin tek tek yorumlanmasından çok birbirleriyle ilişkilendirilerek yorumlanması, daha sağlıklı sonuçlara ulaşmayı sağlayacaktır. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 588)

3.1.4.4. Oran Yöntemi ile Analiz

Rasyo yöntemi ile analiz şeklinde de isimlendirilen bu yöntemde, hesap veya hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurularak, işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile karlılık, faaliyet durumu hakkında bilgi edinilmeye çalışılmaktadır. Oran analizi, her biri aynı anlamdaki homojen değerler arasındaki oransal ilişkiyi tespit etmektir. Başka bir ifadeyle oran, iki kalem arasındaki ilişkinin matematiksel ifadesidir. Oran analizinde amaç hesaplanın oranların, işletmenin amaçları birleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 606)

Aralarında ilişki kurulan kalemlerin tamamı bir mali tabloda yer alabileceği gibi (bilânçoda veya gelir tablosunda), ayrı ayrı tablolarda da yer alabilir (biri bilânçoda diğeri gelir tablosunda). Rasyolar oran veya yüzde olarak belirtilebilirler. Mali tablolardaki kalemler arasında birden çok ilişki olacağı için birçok rasyo hesaplanmaktadır. Rasyolar hesaplanırken kalemler arasındaki ilişkiler doğru tespit edilmeli ve böylece mantıklı ve yorumlanabilir rasyolar oluşturulabilmelidir. (Bektöre ve Çömlekçi, 1980: 107)

İncelenen işletmenin hesaplanan oranlarının değerlendirilmesinde ve yorumlanmasında aşağıdaki yollardan yararlanılabilmektedir: (Akgüç, 1995: 317-318, 345-346)

- Anlamlı olduğu genel kabul görmüş, deneyimler sonucu bulunmuş ve analizciler tarafından yeterli olarak kabul edilmiş oranlarla karşılaştırma;

Örneğin, genel kanaate göre cari oranın 2 olması, işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünün yeterli olduğu ve kısa vadede finansal sıkıntı yaşamayacağı

şeklinde yorumlanmaktadır. Analiz edilen işletmenin cari oranının, bu genel ölçünün altında veya üstünde olmasına göre, yorumlama yapılabilir.

- Birbiriyle ilgili çeşitli oranların birlikte değerlendirilmesi;

Bu yorum biçiminde oranlar, diğer oranlar ile birlikte değerlendirilerek daha anlamlı hale getirilmektedir. Örneğin analiz edilen işletmenin cari oranının 2.4 olması, mali analist için tek başına anlam ifade etmeyebilir. Ancak işletmenin likidite oranı, stok devir hızı, alacak devir hızı, alacakların ortalama tahsil süresi ve her bir dönen varlık kaleminin dönen varlıklar toplamı içindeki payı hesaplanarak, cari oran daha anlamlı bir hal alır.

- İşletmenin geçmiş yıllar oranları ile karşılaştırma;

Bu yorum, değerlendirme şeklinde, belli bir oran veya bir grup oran belirli bir süre içinde incelenir ve bu yolla söz konusu oranlarda yükseliş düşüş veya kararlılığı gösteren anlamlı eğilimlerin saptanması mümkün olabilir. Başka bir deyişle, bir veya bir grup oran, geçmişteki değerleri ile karşılaştırmak suretiyle değerlendirilir. Örneğin bir işletmenin cari oranının halen yeterli görülmesine karşılık, son yıllarda devamlı bir düşüş göstermesi, mali analistin, incelenmelerinde önemle duracağı bir noktadır. Net kârın öz sermayeye; öz sermayenin borçlara oranının devamlı yükseliş eğilimi göstermesi de, incelenen işletme için olumlu gelişmelerdir.

- Aynı endüstri kolunda benzer işletmelerin oranları ile karşılaştırma veya endüstri kolundaki tipik (standard) oranlarla mukayese;

İşletmenin faaliyet gösterdiği endüstri kolundaki işletmelerin hesaplanan oranlarının aritmetik ortalaması alınarak veya medyan yönteminden yararlanılarak hesaplanır. Endüstri oranları bu endüstri kolu için önemli bilgiler verir. Endüstri oranlarının analizciler için önemi ise analiz edilen işletmenin durumu değerlendirirken, oranlarının, iş kolundaki ortalamayla karşılaştırılabilmesi ve işletmenin durumunun içinde bulunduğu endüstriye göre yorumlanabilmesidir. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 607)

Oran analizi kapsamında hesaplanan oranlar işlevleri açısından aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır: (Arat, 2005: 91; Walsh, 1998: 38)

- Likidite analizi ile ilgili oranlar,
- Finansal yapı analizi ile ilgili oranlar,
- Faaliyet analizi ile ilgili oranlar,
- Karlılık analizi ile ilgili oranlar,
- İşletme değeri analizi ile ilgili oranlar,
- Diğer oranlar.

3.1.4.4.1. Likidite Oranları

İşletmenin cari durumunun, diğer bir ifadeyle, likidite durumunun analizinde kullanılan oranlara likidite oranları denilmektedir. Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterliliğinin belirlenmesinde kullanılır. Ödeme gücünün belirlenmesinde, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlar (kısa vadeli yabancı kaynakları) arasındaki ilişkiler analiz edilmektedir. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 610)

Likidite oranları, döner borçları vadelerinde ödeyebilme bakımından döner aktiflerin kalite ve yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Likidite oranlarından en çok kullanılanlar şunlardır: (Bektöre ve Çömlekçi, 1980: 109)

- Cari Oran,
- Likidite (Asit-Test) Oranı,
- Hazır Değerler (Nakit) Oranı,
- Stok Bağımlılık Oranı.

Cari Oran:

İkinci derecede likidite, çalışma sermayesi olarak da adlandırılan cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır. İşletmenin 1 TL'lik kısa vadeli yabancı kaynağına karşılık kaç TL'lik dönen varlığa sahip olduğunu gösterir. (Arat, 2005: 93)

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Cari oran, cari aktiflerle, (kısa vadeli alacaklar) cari pasifler (kısa vadeli borçlar) arasındaki ilişkiyi gösteren, şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını yorumlanmasını sağlayan orandır. (Samin, 1979:40)

Cari oran matematiksel olarak:

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Cari Aktifler}}{\text{Cari Pasifler}}$$

olarak gösterilmektedir. Oranda yer alan cari aktifler, net değerleriyle hesaplanmalıdır:

- Alacıklardan, şüpheli alacak karşılıkları çıkarılır.
- Stoklardan, stok değer düşüş karşılıkları çıkarılır.
- Menkul kıymetlerden, menkul kıymet değer düşüşü karşılıkları indirgenir.
- Bankalarda bloke mevduat varsa bu miktarı banka hesabından düşülür.

Cari oranın payını oluşturan dönen varlıkların, paydada yer alan kısa vadeli yabancı kaynaklardan fazla olması gerekir. Bu durum işletmenin net çalışma sermayesi pozitif ve yeterli olduğunu gösterir. Bu sebeple cari oranın mutlaka birden büyük olması beklenir. Ancak genel bir kural olarak cari oranın 2 olmasıdır. Kısa vadeli borçların veya beklenmedik yükümlülüklerin vadesinde ödenebilmesi için, dönen varlıklarda ortaya çıkabilecek değer kayıpları veya paraya çevrilmede karşılaşılabilecek zorluklara tedbir olarak, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakların iki katı olması uygun görülmektedir. (Akdoğan ve Tenker, 2001: 612)

Likidite (Asit- Test) Oranı:

Likidite durumunun ölçülmesinde kullanılan oranlardan bir diğeri de, asit-test oranıdır. Bu oran cari oran ile birlikte kullanılarak onu daha anlamlı bir hale getirmektedir. Asit-test oranı; işletmenin her 1 TL borcu için ne kadar paraya çevrilebilen likit dönen varlığı olduğunu gösterir. Dönen varlıklar arasında yer alan stoklar kaleminin paraya çevrilmesi diğer dönen varlıklara göre daha uzun bir zaman gerektirdiğinden likidite durumunun analizinde dönen varlık toplamından

stokların çıkartılması uygun görülmektedir. Asit-test oranı aşağıdaki biçimde formüle edilebilir: (Akdoğan ve Tenker, 2001: 613)

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

veya;

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Hazır değerler} + \text{Süratli paraya çevrilebilir değerler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Genellikle bu oranın 1 olması yeterli kabul edilmektedir. Gerçekten söz konusu oranın 1 olması, işletmenin kısa süreli borçlarının tamamını, para mevcudu ve hızla paraya çevrilebilir kıymetlerle ödenebileceğini göstermektedir. Ancak bunu kesin bir kural olarak görmemek gerekir. Bir işletmenin likidite oranı 1 olduğu halde alacaklarını tahsilde güçlük çekiyorsa, borç ödeme gücünün iyi olduğunu söylemek mümkün olmaz. Diğer taraftan işletmenin likidite oranı 1'den daha düşük olduğu halde, söz konusu işletme stoklarını çok hızlı paraya çevirip, bunları kısa vadeli borçların ödenmesinde kullanabiliyorsa, bu işletmenin de borç ödeme gücünün kötü olduğunu söyleyemeyiz. Bu yüzden bu oranı stok ve alacak devir hızları ile karşılaştırarak yorumlamak gerekir. (Akgüç, 1995: 354)

Nakit Oranı:

Bu oran, para ve benzeri değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır. İşletmenin elindeki mevcut hazır değerleri ile kısa vadeli borçların ne kadarını karşıladığını gösteren bir orandır. Nakit oranı gerek cari orana gerekse asit-test orana göre, daha duyarlıdır. Bu sebeple, birinci derece likidite oranı ismiyle de anılmaktadır. Nakit oranı, faaliyetlerden sağlanan fon girişlerinin durması ve alacakların tahsil edilmemesi durumunda, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü göstermektedir. Nakit oranının formülü şöyle gösterilir: (Akdoğan ve Tenker, 2001: 614-615)

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır değerler}(\text{Kasa} + \text{Bankalar ve Nakde Eşdeğer Varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Likidite oranı hesaplanırken, oranın payına stoklar, akreditifler, satıcılara verilen avanslar ve diğer dönen varlıklar dâhil edilmediği halde, nakit oranında alacaklar da payda yer almamaktadır. Bu sebeple nakit oranı, likidite oranına kıyasla daha duyarlı ve keskin bir ölçüdür. Nakit oranının 1 olması, işletmenin kısa vadeli borçlarının tamamını para ve para benzerleri ile karşılayabildiği ifade eder. Bu kadar yüksek likidite işletmeler için gerekli olmadığı gibi alternatif maliyeti de çok yüksektir. Çünkü bu durumda fazla nakit verimli alanlarda kullanılarak işletmeye daha fazla gelir getirebilecek iken, atıl olarak bekletilmektedir. Ancak genel kabule göre bu oranın % 20'nin altına düşmemesi gerekmektedir. (Akgüç, 1995: 355)

3.1.4.4.2. Finansal Yapı ile İlgili Oranlar

Firma dengeli bir şekilde finanse edilmiş midir? Firmaya kredi verenlerin emniyet payı yeterli midir? Firma, uzun vadeli yükümlülüklerini karşılayabilir mi? Bu ve benzeri soruları yanıtlamak için genellikle firmanın kullandığı yabancı kaynaklarla (borçlarla), öz sermaye arasında hesaplanan oranlardan faydalanılmaktadır. Bu oranlara mali bünye (finansal yapı) oranları denilmektedir. Firmanın faaliyetlerinden zarar etmesi sonucunda, aktiflerinin değerinin düşmesi veya tahmin edilen kadar nakit yaratamaması durumunda, firmanın orta ve uzun vadeli borçlarını ödeyip ödeyemeyeceği hakkında bu oranlar bize fikir vermektedir. (Akgüç 1994: 30)

Borç Oranı (Finansal Kaldıraç Oranı):

Aktiflerin ne kadarının borçlarla finanse edildiğini gösteren orana finansal kaldıraç ya da borç oranı denir. İşletmeye kredi verenler bu oranın düşük olmasını isterler. Çünkü oran ne kadar düşük olursa kendi alacakları için emniyet payı o kadar yüksek olacaktır. Buna karşılık ortaklar ise oranın yüksek olmasını ve bu sayede öz sermayenin getiri oranının yükselmesini ve borcun kaldıraç etkisinden yararlanmayı isterler. Firmanın borç oranı yükseldikçe finansal riskliliği artar. Finansal kaldıraç oranının sektör ortalamasından yüksek olmaması tavsiye edilmektedir. (Okka, 2010: 118)

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Borç/ Özsermaye Oranı (Borçlanma Katsayısı):

Borçlanma katsayısı; borçlar toplamının öz sermayesine bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır:

$$\text{Borçlanma Katsayısı} = \frac{\text{Borçlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Borç/Öz sermaye oranı, firmanın borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynakla firma sahip veya sahiplerinin kattığı sermaye arasındaki ilişkiyi gösterir. Batı ülkelerinde, söz konusu oranın, orta büyüklükteki sınai işletmeler için 1'i aşmaması genel kanaattir. Bu oranın 1'den büyük olması, firmaya kredi verenlerin, firmanın ortaklarına kıyasla o firmaya daha fazla yatırımda bulunduğu göstermektedir. Bu oranın yüksekliği, firmanın yüklü bir faiz ödemeleri altında olduğunu, alacaklılar ve kredi verenler için emniyet payının düşük olduğunu gösterir. (Akgüç 1994: 34)

Pratikte genelde bu oranın tam tersi olan (Özsermaye/ Borçlar) Finansman Oranı kullanılmakta ve kullanılan bu oranın 1'den büyük olması istenmektedir.

Maddi Duran Varlıkların Uzun Vadeli Borçlara Oranı:

Daha çok sınai işletmelerin değerlendirilmesinde yararlanılan bu oranın 1'den büyük olması arzulanmaktadır. Çünkü uzun vadeli yükümlülüklerle teminat oluşturan maddi duran varlıkların uzun vadeli yükümlülüklerden büyük olması verilen kredinin, firmanın başarısız olması halinde dahi, teminatların paraya çevrilerek karşılanmasını sağlamaktadır. Bu oran hesaplanırken maddi duran varlıkların, bilançoda görünüş biçimine dikkat edilmelidir. Yeniden değerlendirilerek bilançoaya alınan duran varlıkların olduğundan fazla görülmesi veya değerlemenin eksik yapılmış olması oranı etkilemektedir. (Berk, 2002: 39)

Pratikte bu orana yakın ancak daha kapsamlı değerlendirmeye imkân tanıyan Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye oranı kullanılmaktadır. Bu oranın temel mantığı duran varlıkların uzun vadeli borçlar ile öz sermaye ile finanse edilmesi gerektiğidir. Bu nedenle duran varlıklar ile öz sermaye ve uzun vadeli borçların toplamı (devamlı sermaye) arasında ilişki kurmak daha anlamlı olmaktadır.

3.1.4.4.3. Faaliyet Oranları:

Faaliyet oranları, bilanço kalemleri ile gelir tablosu kalemleri arasında ilişki kurar. Likidite oranlarının tek başına incelenmesi, işletmenin gerçek nakit yaratma gücü hakkında yeterli bilgi vermez. Faaliyet oranlarının analiz edilmesi ile müşterilerin kendilerine tanınan ödeme sürelerine uyup uymadıkları, yatırım kapasitesinden yeterince yararlanılıp yararlanılmadığı ve stoklara yapılan yatırımın uygunluğu gibi durumlar ortaya konmaktadır. Bu amaçla faaliyet oranları alacaklar, stoklar ve toplam varlıklarla ilgili çeşitli oranlardan oluşmaktadır. (Berk, 2002: 39)

Alacak Devir Hızı:

Alacak devir hızı; firmanın alacaklarını ne kadar verimli yönettiğini, diğer bir ifadeyle, yılda alacakların kaç defa tahsil edildiklerini gösterir. Alacak devir hızı kredili satışların ticari alacaklara bölünmesiyle hesaplanır. Eğer kredili satış rakamları verilmemişse bunun yerine net satışlar kullanılabilir: (Okka, 2010: 113)

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızının yüksek oluşu, firmanın alacaklarını tahsil kabiliyeti yüksek olduğunu gösterdiği gibi firmanın verimli bir tahsilat politikası uygulamasının da sonucu olabilir. Alacak devir hızındaki artış, firmanın aynı düzeydeki bir faaliyet hacmi için daha az finansman ihtiyacı duyduğunu, yani çalışma sermayesinin daha az bir kısmının alacaklara yatırıldığını gösterdiği için, devir hızındaki artış firma için olumlu yorumlanır. Alacak devir hızı alacakların ne kadar likit olduğunu gösterir. Bir firmanın alacak devir hızının düşük olması:

- Firmanın alacaklarını tahsilde zorlandığının,
- Rekabet gücünün zayıfladığının,
- Etkili bir tahsilat politikası izlemediğinin,
- Firmanın bazı alacaklarının vadesinde tahsil edilemediğinin ve bunların ileride şüpheli alacak haline gelme ihtimali olduğunun,

göstergeleri olabilmektedir. (Ercan ve Ban, 2005: 42)

Alacakların tahsil süresi ise yılın gün sayısının (365) alacak dönme çabukluğuna (alacak evir hızına) bölünmesi ile hesaplanabileceği gibi, doğrudan aşağıdaki formülle de hesaplanabilir:

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{\text{Ticari alacaklar} \times 365}{\text{Yıllık kredili satış tutarı (net)}}$$

Batıdaki analistlerin deneyimlerine göre alacakların ortalama tahsil süresinin, kredili satışların süresine yapılacak ilave 1/3'lük süreyi aşmaması gerekir. Diğer taraftan bir işletmenin alacak dönüşüm hızının yüksek olması, standarttan daha düşük bir likidite oranı ile çalışabileceğini gösterdiğinden, o işletmeye daha yüksek tutarda borçlanabilme kabiliyeti sağlar. (Berk, 2002: 40)

Stok Devir Hızı:

Stok devir hızı, stokların ne kadar zamanda nakde dönüştüğünü, yılda kaç defa satıldığını ifade eder. Stok devir hızının yüksek olması işletmenin verimli çalıştığını gösterir. Stok devir hızının ne olacağı hususunda bir standart yoktur. Firmanın geçmiş yıllardaki stok devir hızları veya aynı sektördeki diğer firmaların stok devir hızları ile karşılaştırılarak bir yorum yapılabilir. Stok devir hızının yüksek olması, firmanın daha, fazla kazanç elde etmek için stoklara daha az para bağladığını ve böylece işletmenin daha rekabetçi bir yapıya sahip olduğunu gösterir. Firmanın stokları, dönem içerisinde büyük dalgalanmalar gösteriyorsa dönemin ortalama stok tutarı ile bu hesaplama yapılır: (Ercan ve Ban, 2005: 41)

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

Stok devir hızının artması genellikle firmanın stok yönetiminin daha çok verimli hale geldiğini gösterir. Stok devir hızının göreceli olarak düşüklüğü, stokların yavaş satıldığını, ya da işletmenin bazı mallarının modasının geçtiğini gösterir. Stok devir hızı arttırılabilirse ortalama stok süresi azalacağı için, işletme sermayesine gereksinim azalmaktadır. Stok devir hızı düşükse stoklara gereğinden fazla para bağlandığı anlamına gelir ve bu fon başka alanlara yeterince yatırım yapılmamasına ve kârlı yatırım fırsatlarının kaçırılmasına neden olmaktadır. Stok dönüşüm hızının (stok devir hızının) bilinmesi halinde, yılın gün sayısı söz konusu orana bölünerek stok devir süresi kolayca hesaplanabileceği gibi stok devir süresi doğrudan aşağıdaki formülle de hesaplanabilir: (Berk, 2002: 42)

$$\text{Stok Devir Süresi} = \frac{\text{Ortalama Stoklar} \times 365}{\text{Satışların Maliyeti}}$$

Aktif Devir Hızı:

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, genellikle, bir işletmenin aktif yapısı içinde duran varlıkların göreceli büyüklüğünü yansıtır. Bir endüstride veya işletmede duran varlıklar (sabit değerler), aktif toplamı içerisinde büyük bir yer tutuyorsa, bu endüstri kolunda veya işletmede aktif devir hızı yavaştır. Aksine aktif toplamı içerisinde sabit değerlerin nisbeten önemsiz olduğu endüstri dallarında, aktif devir hızı yüksek olmaktadır. Aktif devir hızı, bir firmanın kârlılığını belirleme açısından önemlidir. Bir firma, diğer şartlar sabit kalmak üzere, aktif devir hızını arttırmayı başarabilirse öz kaynak kârlılığını arttırabilir. Diğer taraftan bir işletmede aktif devir hızının yavaşlaması, işletmenin kaynakların atıl kullandığını ve veriminin düşük olduğunu gösterir. (Akgüç, 1994: 57)

Finansal analizde varlıkların kullanım etkinliği, satışların varlıklara oranlanmasıyla ölçülür ve bu orana varlık dönme çabukluğu (aktif devir hızı) adı verilir: (Gürsoy, 2014: 105-106)

$$\text{Varlıkların Dönme Çabukluğu} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Toplam Varlıklar}}$$

Firmanın varlıklarının kârlılığı, satışların kârlılığı ile varlık dönme çabukluğu tarafından birlikte belirlenir. Bunu göstermek için;

$$\text{Varlık Kârlılık Oranı} = \frac{\text{VSNK}}{\text{Satışlar}} \times \frac{\text{Satışlar}}{\text{Varlıklar}}$$

formülü kullanılır. Formülden net olarak görüldüğü gibi varlıkların dönme çabukluğu (ya da varlık kullanım etkinliği veya aktif devir hızı) ne kadar fazla ise varlık kârlılığı da o kadar yüksek olacaktır.

3.1.4.4.4. Karlılık Oranları:

Bu rasyolar, işletmeye gerek ortaklar tarafından getirilen fonların (özsermayenin), gerekse dış kaynaklardan borçlanma yoluyla elde edilerek yatırımlara tahsis edilen fonların (yatırımların) ne derecede verimli kullanıldığını yorumlamada yararlanılan rasyolardır. (Usta, 2008: 127)

Firmanın kârlılık durumunun yorumlanmasında bu oranlar sektör ile karşılaştırılarak işin niteliğine uygun bir karlılığa sahip olup olunmadığı ortaya konur. Buna ek olarak; kar oranlarının, öz sermaye koyan ortakların beklentilerine uygun olup olmadığı incelenir. Bu incelemede özellikle şu noktalar üzerinde durulmaktadır: (Berk, 2002: 45)

- Satışların kârlılığının (brüt ve net kâr marjının) sektör ortalamasına uygunluğu,
- Satışlarda ve kârlardaki değişimin nedenleri, artışın satış miktarlarından mı yoksa fiyat artışından mı kaynaklandığı,
- Satılan mal maliyetinin gösterdiği eğilim,
- Yönetim ve satış giderlerindeki değişikliğim nedenleri,
- Vergiden önceki ve sonraki kârın karşılaştırılması,
- Pay başına kârın gösterdiği eğilim.

Net Kar Marjı:

Net kar marjı; satılan her 1 liralık malın yüzde kaçının net kâr olduğunu gösterir. Bu kar bütün giderlerden sonraki kar olduğu için şirkete net katkıyı gösterir.

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}}$$

Burada dikkat edilmesi gereken; iki şirketin faizden ve vergiden önceki kârları (FVÖK) eşit olmasına rağmen net kârları eşit olmayabilir. Mesela A şirketi finansal politika olarak öz sermayeye ağırlık verdiği için düşük tutarda faiz ödediği için net kârı yüksek, buna karşılık B şirketi daha yüksek bir finansal kaldıraç kullandığı için yüksek miktarda faiz ödediğinden net kârı düşük çıkabilir. Bu sebeplerle karlılık analizi yapılırken sadece net kar oranı kullanılmaz, özkaynak karlılığı gibi diğer karlılık oranlarını da değerlendirmek gerekir. (Okka, 2010: 122)

Mali Rantabilite Oranı (Özkaynak Karlılığı veya Özsermayenin Kazanma Gücü):

Finansta, hissedarlar açısından firma değerinin artırılması temel amaç olduğu için firmanın 1 TL' lik öz sermayesinin ilgili dönemde yüzde kaç getiri sağladığı önemli bir gösterge olmaktadır. İşte mali rantabilite oranı; hissedarların yatırdıkları sermayenin yüzde kaç getiri sağladığını ortaya koymaktadır. (Ercan ve Ban, 2005: 47)

$$\text{Özsermayenin Kazanma Gücü} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

Öz sermaye kârlılık oranı; ortaklarca firmaya yapılan yatırımın verimli kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Bu oranın aktif kârlılık oranından farkı, finansal kaldıraç seviyesinin etkisini göstermektedir. Borcun kaldıraç etkisi iyi kullanılmışsa öz sermaye kârlılık oranı yüksek olmaktadır. (Okka, 2010: 123)

Ekonomik Rantabilite Oranı (Özkaynak Karlılığı veya Özsermayenin Kazanma Gücü):

Bu oran, bir firmanın kaynaklarını ne ölçüde karlı kullandığını göstermektedir. Ekonomik Rantabilite Oranın kullanılmasıyla, firmanın finansman politikası değerlendirme dışı kalmakta ve karla yatırım arasındaki gerçek ilişki ortaya çıkmaktadır. Göreli olarak ucuz kaynak sağlayan bir firma, diğer şartlar aynıyken daha pahalı kredi temin eden firmaya kıyasla daha kârlı görülebilecektir. Ancak gerçekte, daha az karlı gözüken firma, kaynakları daha verimli kullanmış, yatırımlarında daha çok kar elde etmiş olabilir. Bu nedenle firmaların finansman politikaları saf dışı bırakılıp, gerçek verimlilikleri ölçülmek istendiğinde "FVÖK/Toplam Kaynaklar" oranı "Net Kâr/ Net Aktif Toplamı" oranına kıyasla daha anlamlı olmaktadır. (Akgüç, 1994: 68)

Ekonomik rantabilite oranı faiz ve vergi öncesi kârın pasif toplamına oranlanması ile hesaplanır:

$$\text{Ekonomik Rantabilite Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergiden Önceki Kar (FVÖK)}}{\text{Kaynaklar Toplamı}}$$

Aktif Karlılık Oranı (Varlık Karlılık Oranı, Varlıkların Kazanma Gücü):

Aktif kârlılık oranı; aktife yapılan toplam yatırımın ne oranda net kâr sağladığını, aktiflerin verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren orandır. (Okka, 2010: 122)

$$\text{Aktif Karlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Firmanın net karının yine firmanın toplam varlıklarına bölünmesi ile hesaplanan bu oran, her 1 TL'lik varlığın yüzde kaç kar elde ettiğini belirtmektedir. Bu oran, aktiflerin işletme tarafından etkin olarak kullanılma başarısını ölçer. (Ercan ve Ban, 2005: 46)

3.2. Teknik Analiz

Hisse senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekte tekrarlanacağını varsayan teknik analiz, fiyatların gelecekteki düzeyini, geçmişteki hareketleri inceleyerek analiz ve tahmin etmeye çalışır. Böylece hisse senedinden kazanç sağlamak için, geçmişteki fiyat hareketleri analiz edilerek fiyatların seyri ile ilgili ilişkiler bulmak, bunları temel alarak gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etmek ve bu tahminleri baz alarak alım-satım yapmak gerekir. Teknik analiz yönteminde gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etmek için kullandığı araçlar hisse senedinin fiyat-miktar grafikleri ile fiyat ortalamaları ve endekslerdir. (Berk, 2010: 68; Perşembe, 2001)

Teknik analiz, geçmiş fiyat hareketlerinin değişme nedenlerine irdelenmez, hisse senetleri bu fiyat değişmelerden faydalanarak menkul kıymetlerin analizini yapar. Teknik analiz insanların geçmişte yapmış oldukları hataları tekrar tekrar yapmaya devam edecekleri ve geçmişin gelecekte de aynı şekilde devam edeceği varsayımına dayanır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 567; Martin, 1980: 2)

Teknik analizciler bunun nedenini; fiyatlardaki değişmelerin farklı milyonlarca yatırımcının menkul kıymetler üzerindeki görüşlerini yansıtmış olduğunu ve menkul kıymetlere ilişkin iç ve dış bilgilerin araştırılması ve incelenmesi ihtimali olmakla beraber, pek çok ilişkinin açıklanamaz türden olduğunu savunarak açıklarlar. Teknik analistler fiyatların sadece piyasadaki arz ve talep koşulları ile belirlendiğini, arz ve talebin ise hisse senedinin değerini etkileyen somut değişkenlerin yanı sıra, tahmini zor olan soyut (ruh hali v.b.) değişkenlerden de etkilendiğini düşünmektedirler. Teknik analistler pek çok olayın niçin ve neden ilişkilerine bakmaksızın karar verirler. Bu durum bir doktorun pek çok ilacın hangi nedenle tedaviye cevap verdiğini bilmeksizin reçetelerinde kullanılmasına benzetilmektedir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 567; Zeikel, Cohen and Edward, 1982: 294)

Teknik analizin felsefesini oluşturan varsayımlar şunlardır: (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 208-209)

- Hisse senetlerinin piyasa fiyatı yalnızca arz ve talebin karşılaşması ile belirlenir.
- Arz ve talep birçok değişken tarafından etkilenir. Bu değişkenler arasında temel analizin de dikkate aldığı rasyonel faktörler yanında duygu, düşünce ve psikoloji gibi irrasyonel faktörler de bulunmaktadır.
- Hisse senetleri fiyatları ve pazarın genel eğilimini gösteren endeksler trendler halinde hareket ederler. Bu trendler, küçük dalgalanmalarla karşılaşsa da uzun dönemde devam eder.
- Arz ve talep ilişkilerinde meydana gelen değişimler er ya da geç trendleri de değiştirir ve bu değişim grafiklerle izlenebilir.
- Grafiklerde görülen ve fiyat değişimlerine bağlı olarak ortaya çıkan oluşumlar (formasyonlar) zaman içinde sürekli kendini tekrarlar.
- Teknik analizin başarıya ulaşabilmesi için piyasa göstergelerini ve formasyonları oluşturmaya yetecek kadar süreye ve bu süre boyunca sürekli, istikrarlı ve yatırımcılara güven verecek şekilde çalışan ve yeteri kadar derinliği bulunan bir borsaya ihtiyaç vardır.

3.3. Temel Analiz ve Teknik Analizin Karşılaştırılması

Temel analiz firmaların finansal verileri, piyasadaki yeri v.b. bilgileri araştırarak, hisse senedinin gerçek değerini tespit etmeye çalışırken, teknik analiz sadece fiyat hareketlerini inceler ve nedenlerle ilgilenmez. Kısaca, temel analiz fiyatların aşağı ya da yukarı yönlü hareketine yol açan arz ve talebin ekonomik gücünün ve sebeplerinin incelenmesi üzerine odaklanırken, teknik analiz sadece piyasa hareketinin incelenmesi üzerinde yoğunlaşır. (Berk, 2010: 73)

Teknik analiz uygulayıcıları piyasanın, şirketlerin hisse senetlerinin yatırım değerlerinden tamamen bağımsız olarak kendine has bir yaşam tarzı olduğunu savunurlar ve temel analiz uygulayıcılarını piyasanın söz konusu en önemli belirleyicisi olan yatırımcıların duygularını dikkate almadığı gerekçesi ile eleştirirler. (Karaşin, 1986: 91)

Temel analizde hisse senedinin gerçek değeri tespit edilmeye çalışılırken, teknik analiz hisse senedinin gerçek değeriyle ilgilenmez, sadece fiyat hareketlerine ve ne zaman alınıp satılması gerektiği sorusuna odaklanır. (Apak ve Demirel, 2009: 199; Konuralp, 2005: 138)

Teknik analizci, bilmesi gerekenlerin yalnızca sonuçlar olduğuna inanır ve bu sonuçları ortaya çıkaran sebeplerin bilmesine gerek olmadığını söyler. Temel analizci ise her zaman nedenleri bilmek ve incelemek zorundadır. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 234)

3.4. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasa, çok fazla sayıda alıcı ve satıcının var olduğu ve piyasadaki menkul kıymetler hakkındaki bilgilerin fiyatlara tam olarak yansıdığı ve menkul kıymetler hakkında yeni bilgiler ortaya çıktığında fiyatların bu yeni bilgilere göre yeniden oluştuğu piyasalardır. Başka bir ifadeyle, etkin bir sermaye piyasasında menkul kıymet fiyatları menkul kıymetlere ilişkin her türlü bilgiyi tam olarak yansıtmaktadır. Fiyatların değişmesi, piyasaya yeni bilgilerin gelmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Etkin bir piyasada fiyat hareketleri tamamen rassaldır. Etkin bir piyasada eğer her türlü bilgi piyasaya ulaşmış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise, herhangi bir andaki hisse senedinin fiyatı, o hisse senedinin gerçek değerine eşit olacaktır. Etkin piyasalar hipotezi, temel analiz ve teknik analiz yaklaşımların geçersiz olduğunu, piyasadaki menkul kıymet fiyatlarının tamamen tesadüfen oluştuğunu ifade etmektedir. Etkin piyasalar hipotezine fiyat hareketleri daha önceki bir fiyat hareketleri ile ilişkili değildir ve fiyatlar tesadüfi olarak oluşur. Bu nedenle teknik analiz yaklaşımı geçerli değildir. Etkin piyasalar hipotezine göre piyasaya yeni bilgiler geldikçe bu yeni bilgiler ışığında hisse senedi fiyatları değişecek ve hisse senetleri fiyatları her zaman gerçek değerlerini yansıtacaktırlar. Böylece piyasada gerçek değerinden farklı olarak fiyatlandırılmış hisse senedi bulunmayacaktır. Bu sebeple de temel analiz varsayımı geçersiz olacaktır. (Apak ve Demirel, 2009: 330)

Etkin piyasada;

- Hisse senedi fiyatları gerçek değerden sapamaz. Böyle bir sapma olursa bu sapmalar rastlantısaldır.(tesadüfi, random)

- Herhangi bir zaman diliminde hiçbir yatırımcı piyasadan fazla, aşırı kazanç elde edemez. Ancak, olasılık kanununa göre yatırımcıların yaklaşık yarısı piyasadan daha fazla kar edebilir. Fakat bunun nedeni yatırımcıların stratejileri değil tamamen şanslı olmalarından kaynaklanır. (Öztürk, 2009: 18, Damodaran, 2002: 113-114)

Etkin piyasalar hipotezinin varsayımları şunlardır: (Apak ve Demirel, 2009: 330)

a) Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır. Hiç bir alıcı ve satıcı piyasayı etkileyecek bir paya sahip değildir.

b) Menkul kıymetlerle ilgili bilgiler düşük maliyetle ve yatırımcılara en kısa zamanda sağlanmaktadır.

c) Etkin piyasalarda işlem giderleri oldukça düşüktür.

d) Piyasaların kuramsal yapısı çok gelişmiştir. Düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

e) Vergi ile ilgili düzenlemeler yoktur.

f) Tüm finansal varlıklar tamamen bölünebilir.

Chicago Üniversitesi'nden Eugene Fama (1965), piyasalardaki bilgi etkinliğini zayıf, yan güçlü ve güçlü formda olmak üzere üç tipe ayırmıştır: (Berk, 2010: 399-400)

- **Zayıf formda etkinlik (weak form efficiency):** Bu tür piyasalarda, hisse senedinin geçmiş fiyatlarına ilişkin bilgiler yatırımcılar tarafından kolayca elde edilebilmektedir. Ancak bu bilgilerle aşırı kazanç sağlanamaz. Çünkü hisse senetlerinin, geçmiş fiyat bilgileri herkes tarafından biliniyor ve cari fiyat geçmiş fiyat bilgilerini de yansıtmaktadır. Bütün yatırımcılar kamuya açıklanan bu tür bilgilere ulaşabildiği için hiçbir yatırımcı bu bilgilere dayalı avantaj sağlayarak kazanç sağlayamaz. Eğer piyasada geçmiş fiyat hareketlerine ilişkin bilgi setine dayalı aşırı kazanç fırsatları oluşuyorsa, piyasa zayıf formda etkin bile değildir.

- **Yarı güçlü formda etkinlik (semi-strong form efficiency):** Yarı güçlü etkinlik, kamuya açıklanan tüm bilgilerin hiçbir yatırımcıya avantaj sağlamadığı piyasalardır. Bunun nedeni, cari fiyatların kamuya açıklanan tüm bilgileri doğru, tam ve zamanında yansıtmasıdır. Kamuya açıklanan bilgilerden şirketin gidişatı hakkında olumlu sonuç çıkarılıyorsa, şirketin hisse senedi yükselir, tersine şirketin gidişatı hakkında olumsuz sonuç çıkarılıyorsa yatırımcılar, ilgili firmanın hisse senetlerini satarlar, böylece fiyat düşer.

- **Güçlü formda etkinlik (strong form efficiency):** Fiyatlar kamuya açıklanmış veya açıklanmamış olan tüm bilgileri yansıtıyorsa, pazar güçlü formda etkindir. Bu tür pazarlarda hiçbir yatırımcı, şirketin içsel bilgilerinden yararlanarak, aşırı kazanç sağlayamaz. Çünkü güçlü formda etkin piyasalarda kamuya açıklanmış veya henüz açıklanmamış bütün bilgiler piyasa tarafından fiyatlanmıştır.

3.5. Rassal Yürüyüş Teorisi

1953 yılında M. Kendall tarafından önerilip Fama'nın geliştirdiği "rassal yürüyüş teorisi (random walk theory)" etkin piyasalar varsayımının özel bir halidir. Rassal yürüyüş teorisi, bir hisse senedinin piyasada oluşan fiyatlarının amaçsız yani rassal bir yürüyüşe benzetir ve etkin bir piyasada birbirini izleyen fiyat ve getirilerdeki değişmelerin birbirinden bağımsız olduğunu ve yeknesak dağıldığını savunmaktadır. Birbirini izleyen fiyatların bağımsızlığı; herhangi bir anda hisse senedinin piyasa fiyatının, gerçek değerine eşit ya da bu değere çok yakın olduğunu ifade etmektedir (Temel analiz kısa dönemde başarılı sonuç vermemektedir). Piyasada arada sırada gerçek değerden sapmalar olması farklı yatırımcıların aynı bilgileri farklı yorumlamalarından kaynaklanmaktadır. Rassal yürüyüş teorisini savunanlar, yukarıdakilere ek olarak bir hisse senedinin geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekteki fiyat performansını etkilemeyeceğine de inanırlar (Teknik analiz başarılı sonuç vermemektedir). Rassal yürüyüş teorisine göre menkul kıymetin gerçek değerinden kısa dönemli (günlük ya da haftalık) sapmaların tesadüfi olduğunu, ancak kısa dönemde rastgele yürüyen hisse senedi fiyatının uzun dönemde yukarıya yada aşağıya hareket edeceğine

inanmak mümkündür. Yani rassal yürüyüş teorisi uzun dönemdeki fiyat düzeyi hakkında yorum yapmamakta, sadece kısa dönem fiyat hareketlerinin bağımsız olduğunu savunmaktadır. (Karaşin, 1986:108-109; Fama, 1965: 34-105)

4. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN MODELLER

4.1. İndirgenmiş (İskonto Edilmiş) Nakit Akımları Modeli

İşletmenin gelecekteki kazanma gücünü dikkate alan bu yaklaşım uygulanması zor olmasına rağmen firma değerinin belirlenmesinde sağlıklı sonuç vermektedir. Bu yaklaşımda Firma değeri; gelecekte firmaya girişi olacağı tahmin edilen net nakit akımlarının ortalama kaynak maliyeti ile iskonto edilmesi sonucu bulunan değerdir. Bu yöntemde firma değeri;

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{NNA_t}{(1 + k_e)^t}$$

NNA_t : İlgili yıla ait Net Nakit Akımı

k_e : Ağırlıklı ortalama kaynak maliyeti

şeklinde bulunmakta, ve bulunan değer toplam hisse senedi sayısına bölünerek tek bir hisse senedinin değeri tahmin edilebilmektedir. Net nakit akışlarının hesaplanmasında fon çıkışına neden olmayan giderler ile fon girişine neden olmayan gelirlerin dikkate alınır:

Net Nakit Akımı=Net Kar+Fon Çıkışına Neden Olmayan Giderler- (İşletme Sermayesi İhtiyacı + Sabit Varlık Yatırım İhtiyacı)

Eşitlikteki sabit varlık yatırım ihtiyacı yenileme yatırımları için her yıl gelirlerden ayrılması gereken tutarı göstermektedir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 440-441)

Firma değeri bulunurken kullanılan indirgenmiş nakit akımları modeli 2 farklı yöntemle kullanılmaktadır: (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 442-443; Ercan ve Ban, 2014: 341-351)

- **Öz sermayeye Serbest Nakit Akışlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı;**

Bu yöntemde firma gelirlerinden ortaklara ait olan yani öz sermaye açısından gerçekleşen nakit akımları öz sermaye maliyeti ile iskonto edilerek, öz sermayenin değeri belirlenir ve belirlene bu değer toplam hisse senedi sayısına bölünerek tek bir hisse senedinin değeri bulunur. Öz sermayeye serbest nakit akışları (FCFE) aşağıdaki gibi belirlenmektedir.

FCFE = Net Kar-(Sermaye Harcamaları-Amortismanlar)-Nakit Dışı İşleme Sermayedeki Değişim-Borç Ana Para Ödemesi+Yeni Borçlar

Burada; Sermaye harcamaları borç rasyosuna (λ) göre belirlendiğinden eşitlik;

FCFE = Net Kar-(Sermaye Harcamaları-Amortismanlar) $\times(1-\lambda)$ - Nakit Dışı İşletme Sermayesindeki Değişim $\times(1-\lambda)$

şeklinde de ifade edilebilir. Öz sermayeye serbest nakit akışları hesaplandıktan sonra öz sermaye maliyeti ile iskonto edilerek bugünkü özsermaye değeri bulunmaktadır. Buna göre;

Eğer FCFE de sabit büyüme varsa;

$$CD = \frac{FCFE_1}{k_e - b}$$

CD : Firma Değeri

FCFE₁ : 1. yıla ait özsermayeye serbest nakit akışı

k_e : Özsermaye maliyeti

b : Tahmini büyüme oranı

Farklı FCFE'ler beklenmesi durumunda da;

$$CD = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n}$$

CD : Firma Değeri

$FCFE_t$: İlgili yıla ait özsermayeye serbest nakit akışı

k_e : Özsermaye maliyeti

P_n : n tarihindeki özsermaye değeri

formülleri kullanılarak özsermayenin bugünkü değeri bulunur ve bu değer hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına değere ulaşılmaktadır.

- **Firmaya Serbest Nakit Akışlarının İskonto Edilmesi Yaklaşımı;**

Bu yaklaşımda ise işletmenin bir bütün olarak elde edeceği gelirler iskonto edildikten sonra bulunan değerden borçlar için yapılacak ödemeler çıkartılmakta ve firma değerine ulaşılmaktadır. Bulunan firma değeri hisse senedi sayısına bölünmek suretiyle hisse başına değer hesaplanmaktadır. Firmaya serbest nakit akışı hem ortakların hakkı olan hem de borç verenlerin hakkı olan toplam geliri içermektedir. Firmaya serbest nakit akışı (FCFF) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır;

$$FCFF = FCFE + \text{Faiz Giderleri} (1 - \text{Vergi Oranı}) + \text{Ana Para Geri Ödemeleri} - \text{Yeni Borçlar} + \text{İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payları}$$

Firmaya serbest nakit akışları, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılarak iskonto edilmekte ve bulunan değerden toplam borçlar çıkartılıp hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına değere ulaşılmaktadır. Buna göre;

Eğer FCFF' de sabit büyüme varsa;

$$CD = \frac{FCFF_1}{AOSM - b}$$

CD : Firma Değeri

$FCFF_1$: 1. yıla ait firmaya serbest nakit akışı

AOSM : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

b : Tahmini büyüme oranı

Farklı FCFF'ler beklenmesi durumunda da;

$$CD = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + AOSM)^t}$$

CD : Firma Değeri

FCFF_t : İlgili yıla ait firmaya serbest nakit akışı

AOSM : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

formülleri kullanılarak bulunan tutardan borçlar çıkartıldıktan sonra hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına değer hesaplanabilecektir.

4.2. Fiyat/Kazanç Oranı Modeli

Finansal piyasalarda hisse senedi değerlemesinde kullanılan bir başka yöntem Fiyat Kazanç Oranı (F/K) yaklaşımıdır. Bu model çok basit olması sebebiye, hisse senedi değerlemesinde çokça kullanılmaktadır. Bu modele göre hisse senetlerinin değeri, kendilerinden sağlanacak kazanç ile ilişkilendirilmektedir. Bu kapsamda Fiyat/Kazanç (F/K) oranı; şirketin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye hazır olduğunu göstermektedir. Fiyat/Kazanç Oranı (F/K); hisse senedinin cari piyasa fiyatının, hisse başına kazanç değerine bölünmesi ile bulunan değerdir ve aşağıdaki gibi formüle edilir;

$$(F/K) \text{ Oranı} = \frac{\text{Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

Formülde kullanılan hisse başına kazanç, hisse senedi başına kar payı demektir. Burada kullanılan kazanç, tüm giderlerin ve vergilerin ödenmesinden sonra hissedarlara kalan hisse başına net kardır. Firmanın hisse senedinin değeri ise şu formülle bulunabilir;

$$\text{Hisse Değeri} = \text{Hisse Başına Net Kar} \times \text{Ortalama (F/K) Oranı}$$

Ortalama F/K Oranı: Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen hisse senetlerinin (F/K) oranları ortalaması veya bütün piyasanın(Örneğin BIST) (F/K) oranı ortalaması ya da yurtdışındaki benzer şirketlerin (F/K) oranı ortalaması olarak kullanılabilir. (Afşar, M. ve Afşar, A., 2010: 175-177)

Fiyat/kazanç oranı, hisse senedi piyasa fiyatı/pay başına kazanç olarak tanımlanır. F/K oranı hesaplanırken pratikte kullanılan değerler aşağıda gösterilmektedir: (Tevfik, 2005: 222-223)

Tablo 1: F/K Oranı Hesaplanırken Kullanılan Değerler

Fiyat:	Güncel fiyat Yılın ortalama fiyatı
Pay Başına Kazanç:	En son yılın finansal tablolarındaki pay başına kâr Geçmiş 12 aylık pay başına kâr Gelecek yıla ilişkin pay başına kâr Gelecek 12 aya ilişkin pay başına kâr

Kaynak: Tevfik, 2005: 223

4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı Modeli

Hisse senedinin piyasa değeri ile defter (bilanço) değerinin oranlanması ile elde edilen orandır (çarpan). Bu oranın hesaplanması oldukça kolaydır. Ancak defter değerinin gerçeği yansıtmaması (kuruluşu eskilere dayanan firmalarda) ve piyasa değerinin de yapay arz ve taleple etkilendiği durumlarda doğru sonuç vermeyebilir. Bu sebeplerle bu model sonuçlarına göre yorum yapılırken işletmenin yaşı, varlıkları ve sektör ortalamaları göz önünde bulundurulmalıdır. Hisse senedinin gerçek değeri; ya geçmiş yıllar dikkate alınarak ortalama PD/DD oranı ya da işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün ortalama PD/ DD oranı ile işletmenin defter değerinin çarpılması ile belirlenir. Bulunan gerçek değer piyasa değerinden yüksekse alışı, düşükse satış kararı verilir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 444)

PD / DD oranı;

$$(PD/DD) \text{ Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

şeklinde hesaplanır. Hisse senedinin gerçek değeri ise aşağıdaki eşitliğe göre bulunur:

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = \text{Ortalama Sektör PD/DD Oranı} \times \text{Hisse Senedinin Defter Değeri}$$

4.4. Firma Değeri/ Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) Oranı Modeli

FD/FVAÖK oranı (FV/EBITDA), analizciler tarafından özellikle uluslararası alanda çokça kullanılmaktadır. Şirket değeri faiz, vergi, amortisman öncesi kârâ bölünerek bu çarpan hesaplanır. Formül ile ifade edersek:

$$FD/FVAÖK = \text{Firma Değeri} / \text{Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr}$$

Şirketin değeri hesaplanırken özsermaye değeri ve şirketin net finansal borcunun (toplam borç-nakit) piyasa değerleri toplanır. Çoğunlukla şirketlerde faiz, vergi, amortisman öncesi kârın pozitif olması sebebiyle bütün şirketler için hesaplanabilmektedir. Bu model, şirketlerin işletme sermayesi ihtiyacını ve sabit sermaye harcamalarını dikkate almadığı için eleştirilmektedir. (Öztürk, 2009: 119; İvgen 2003: 132)

4.5. Fiyat/Satış (F/S) Oranı ve Firma Değeri/ Satışlar (FD/Satışlar) Oranı Modelleri

Fiyat/Satış (F/S, Price/Sales) Oranı, öz sermayenin piyasa değerinin (toplam hisse senetlerinin değeri) satışlara bölünmesiyle bulunur. Aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Fiyat Satış Oranı} = \text{Piyasa Kapitalizasyonu} / \text{Satışlar veya Hisse Başı Fiyat} / \text{Hisse Başı Satış}$$

Görüldüğü gibi bu model şirketin öz kaynaklarının piyasa değeri ile şirketin satışları ile ilişki kurmaktadır. Aslında satışlar üzerinde hem şirket ortaklarının

hem de kredi verenlerin hakkı bulunmaktadır. Bu nedenle bu modelde ilişkilendirilen hususlarda bir tutarsızlık ortaya çıkmaktadır. İşte bu tutarsızlığı ortadan kaldırmak için bu model yerine Firma Değeri/Satışlar oranı kullanılmaktadır. Firma değeri; şirketin özsermayesinin piyasa değerine (piyasa kapitalizasyonu) şirketin net finansal borcunun piyasa değeri (toplam borçlar-nakit) eklenerek bulunmaktadır. Perakendecilik sektöründeki şirketler için bu oran oldukça yaygın olarak kullanılmaktadır. Özellikle zarar açıklamış (negatif kârı olan) ve özsermayesi negatife düşmüş şirketlerde F/K ve PD/DD çarpanlarını kullanmak mümkün olmadığı için, bu şirketlerin değerini hesaplamakta çokça kullanılmaktadır. (Öztürk, 2009:118; İvgen 2003: 126)

4.6. Fiyatın Nakit Akımına (F/NA) Oranı Modeli

Firmaların uyguladıkları amortisman oranlarının birbirinden farklılaşması sebebiyle, firma gelirleri yerine nakit akımının kullanılmasının daha doğru sonuç vereceği düşünülmektedir. F/K oranı yönteminde, firma kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak firma değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak firma değeri tahmin edilmektedir. Bu modelde, sektörün Fiyat/Nakit Akımları Oranı ortalaması hesaplanarak, gerçek değerinin tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile sektör ortalamasının çarpımı sonucu şirketin gerçek değeri tahmin edilmektedir. Pratikte, nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı kullanılmaktadır. F/NA oranı ve bu oran kullanılarak şirketin gerçek değeri şu eşitliklerle bulunmaktadır: (Babuşcu ve diğerleri, 2011: 153)

$$F/NA = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama F/NA Oranı} \times \text{Şirketin Nakit Akımı}$$

4.7.Hisse Başına Kazanç Modeli

Hisse başına kazanç modeline göre, bir hisse senedinin teorik değeri, gelecekteki düzeltilmiş kazançların bugüne iskonto edilmiş değerine eşittir. Hisse senedi değerlemesinde kullanılan bu modele göre, iskonto edilen gelecekteki

kazançların devamı sağlanması için şirket tarafından ek yatırımlar yapılması gerekiyorsa, yıllık kazançlardan, her yıl yapılması planlanan yatırım tutarı azaltılarak düzeltilmiş kazanç hesaplanır. Bu modele göre hisse senedinin cari teorik değeri şöyle hesaplanır: (Tufan, 2001: 40; Akgüç, 1989:666)

$$P_0 = \frac{e_1 - N_1}{(1 + k)^1} + \frac{e_2 - N_2}{(1 + k)^2} + \dots + \frac{e_t - N_t}{(1 + k)^t} + \dots$$

e_t : İlgili yıla ait hisse başına kar

N_t : İlgili yıla ait hisse başına yatırım miktarı

$e_t - N_t$: İlgili yıla ait hisse başına düzeltilmiş kazanç

k :İskonto (Kapitalizasyon) oranı

4.8. Regresyon Modeli

Regresyon Modeli bir istatistiksel tahmin tekniği olup, özellikle geçmişin kârlarına, temettülerine, hisse senedi fiyatlarına zaman serisi regresyon analizleri uygulaması oldukça yaygın olarak kullanılmaktadır. Hisse senedi fiyatı veya fiyat/hisse başına net kâr oranı bağımlı değişken, bu fiyatı etkileyen kârlar, temettüler, bir önceki dönem fiyatları, piyasa faiz oranı, para arzı v.b. değişkenler bağımsız değişken olarak tanımlanıp, bağımsız değişkenlerin tahmin edilen değerleri karşısında hisse senedi fiyatının gerçek değeri belirlenmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda regresyon modeline aşağıdaki örnekler gösterilebilir: (Karaşin, 1986: 33)

- J. W. Meader 1933 yılı verileriyle 502 ortaklığın hisse senetlerine uyguladığı yatay kesit regresyon analizinde hisse senedi fiyatını belirleyen denklemi şöyle ifade etmiştir;

$$P = 1,7 + 1,35 S + 0,12 B + 0,20 W + 3,0 E + 8,40 D$$

Burada;

P : Hisse senedinin 1933 yılında beklenen fiyatı.

S : 1933 yılında işlem gören hisse sayısı (milyon adet)

B : Hisse senedinin defter değeri.

W : Net işletme sermayesi

E : Hisse başına net kâr

D : Hisse başına temettü

Ancak Meader daha sonra her yıl tekrarladığı yatay kesit regresyon analizlerinde katsayıların önceki yıllara göre çok büyük farklılıklar gösterdiğini tespit etmiştir. (Latane ve diğerleri, 1970: 264-265)

• A. Gültekin Karaşin, Mayıs 1984'te yaptığı çalışmada Borsa Bankerliği Belgesi'ni haiz kuruluşlardan ikinci el piyasada işlem gören hisse senetlerinin alım-satım fiyatları temin edilerek 19 şirketin hisse senetleriyle bir gözlem seti oluşturularak bir yatay kesit regresyon modeli ortaya çıkarmıştır; (Karaşin, 1986: 35)

$$P = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5$$

Burada ;

P : Hisse senedinin Mayıs 1984'teki ortalama piyasa fiyatı

X₁ : Kâr/ödenmiş sermaye

X₂ : Yedek akçeler/Ödenmiş sermaye

X₃ : Bir önceki yılın toplam temettü/Ödenmiş sermaye oranı

X₄ : Yabancı kaynaklar/Aktif toplamı

X₅ : Net satış hasılatı/Aktif toplamı

4.9. Tobin'in “q” Modeli

Varlıkların gerçek değeri bulunmaya çalışılırken, defter değerinin iyi bir ölçü olmadığına inanan analistler için başka bir değerlendirme alternatifi; varlıkları yerine koyma maliyetidir. Tobin'in q teorisine göre yatırım, ek bir birim sermayenin (q) bugünkü indirgenmiş şirket değerine olumlu yansımasıdır. Sermayenin marjinal etkinliği (ek bir birim sermaye ile yaratılan kar) yüksek ve sermayenin şirkete maliyeti düşük ise, q değeri artmaktadır. Bunun sonucunda şirketler yatırım kararı alırken sermayenin marjinal etkinliği ve sermaye maliyeti karşılaştırmasını yapan q değerine göre karar alacaklardır. Şirket değerinin yerine koyma maliyetine oranı Tobin'in q teorisi olarak bilinmektedir. (Gülbüz ve Ergincan, 2004: 177-178; Vinals ve Berges, 1988: 165-169)

$q = \text{Varlıkların Piyasa Değeri} / \text{Varlıkları Tahmini Yerine Koyma Maliyeti}$
(Yeniden Kurma Maliyeti)

Buna göre;

- Şirketler $q > 1$ ise, yatırım yapma isteği duyarlar. Çünkü sermaye donanımı, onu yerine koyma maliyetinden daha fazladır. $q < 1$ ise, şirket yatırım yapmayı durdurur.
- q büyümeye ilişkin bir sinyaldir. Yüksek q 'lu şirketlerin güçlü rekabetçi avantajları olduğu anlamına gelir.
- Yüksek " q " değerlerine sahip şirketlerin, güçlü marka imajları ya da teknik bilgiye (know-how'a) sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.
- q 'su düşük şirketlerin yüksek rekabetin yaşandığı ve gerileyen sektörlerde yer aldıkları görülmektedir.

4.10. Temettü (Gordon) Modeli

Gordon, bir hisse senedinin gerçek değerinin, hisse senedi için gelecekte dağıtılması beklenen nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olacağını öne süren bir model geliştirmiştir: (Karaşin, 1986: 31-32; Gordon, 1963: 264-272)

$$GD_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t}{(1+k)^t}$$

GD : hisse senedinin bugünkü değeri

T_t : t döneminde sağlanacak temettü

k : uygun indirgeme oranı

Temettü modelinin mantığı, sonsuza kadar elde tutulan bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin sadece temettüler olmasından yola çıkmaktadır. Ancak modelin başarıyla bir değerlendirme yapması için, gelecekte hisse başına ödenecek temettülerin tutarının doğru tahmin edilmesi ve hisse senedi için uygun iskonto oranının belirlenmesi gerekmektedir. Eğer hisse senedi birkaç dönem elde tutulacaksa (belirli bir dönem sonunda satılmak üzere) ; örneğin 3 yıllık elde tutma dönemi için model:

$$GD_0 = \sum_{t=1}^3 \frac{T_t}{(1+k)^t} + \frac{F_3}{(1+k)^3} = \frac{T_1}{(1+k)^1} + \frac{T_2}{(1+k)^2} + \frac{T_3+F_3}{(1+k)^3}$$

GD : hisse senedinin bugünkü değeri

T_t : t döneminde sağlanacak temettü

k : Uygun indirgeme oranı

F_3 : Hisse senedinin 3. Yıl sonundaki piyasa fiyatı

Sonsuz elde tutma dönemi için temettülerde yıllar itibariyle sabit bir büyüme oranı (g) varsayıldığında ise model şu şekilde formüle edilmektedir:

$$GD_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_0(1+g)^t}{(1+k)^t} = \frac{T_0}{k-g}$$

GD : hisse senedinin bugünkü değeri

T_0 : İlk dönemde dağıtılmış temettü

k : Uygun indirgeme oranı

g : Tahmini büyüme oranı

Temettü modelinin başlıca varsayımları şunlardır: (Karaşin, 1986: 32-33; Francis, 1976: 239)

a) Borçlanma ile ya da öz kaynaklarla finansman yoktur. Temettü modeli finansman giderlerindeki artışı veya yeni hisse senedi ihraçlarını dikkate almaz,

b) Şirketin sağladığı getiri oranı sabittir ve böylece sermayenin azalan marjinal etkinliği dikkate alınmamaktadır,

c) Şirket için uygulanan iskonto oranı "k" sabittir (Şirketin zaman içinde riskliliğindeki değişikliğin "k" yı etkilemediği varsayılmaktadır),

d) Şirketin faaliyet süresi sonsuzdur,

e) Vergiler ihmal edilmiştir,

f) Büyüme hızı "g" sabittir,

g) $k > g$ dir. (Eğer $g > k$ ise hisse senedinin değeri sonsuz olacaktır),

h) Şirketin temettü politikasında (dağıtılan toplam temettünün net kâra oranında) yıllar itibariyle bir değişme olmadığı varsayılmıştır.

Clendenin, Baomal, Molodovsky, Fama gibi finans yazınında önemli yer tutan araştırmacılar tarafından; yatırımcıların nakit dağıtılan temettüleri, işletme bünyesinde kalacak olan yedek akçelere tercih edecekleri, çünkü temettü ödemelerinin yatırımlardaki belirsizliği ortadan kaldırdığı görüşü nedeniyle; temettülerin yatırımcıların şirket hakkında fikir sahibi olmalarını sağlayan temettü modelini desteklemişlerdir. Miller ve Modigliani gibi bazı araştırmacılar ise temettü politikasının işletmenin piyasa değerini etkilemediğini öne sürmüşlerdir.

4.11. Ekonomik Katma Değer (EVA) Modeli

Joel Stern ve Bennett Stewart'ın, kurdukları firmanın ticari bir marka adı olan ve 1980'li yıllarda geliştirilen EVA, kullanımı giderek artan bir değerlendirme yöntemidir. EVA, hissedar refahının maksimizasyonu hedefleyen bir model olduğu için, firmanın performansını finansal açıdan ölçmede kullanılan modern bir metottur. EVA, bir firmanın yatırımları üzerinden gerçekleştirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermaye maliyeti arasındaki fark olduğundan, firmanın sağladığı kârın sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığı ölçülür. EVA'nın hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir: (Berk, 2010: 100-101)

EVA= NOPLAT - (Yatırılan Sermaye x WACC) ya da

EVA= (ROIC - WACC) x Yatırılan Sermaye

Formüldeki semboller:

NOPLAT = Düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karı (net operating profit less adjusted taxes)

ROIC = Yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri oranı (return on invested capital)

WACC = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (weighted average cost of capital)

Ekonomik katma değer hesaplandıktan sonra firma değeri ise aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanabilir: (Ercan ve Ban, 2014: 352)

Firma Değeri = Yatırılan Sermaye + EVA'ların bugünkü değeri

Formüldeki semboller:

Yatırılan Sermaye: Dönem başındaki net işletme sermayesi+ duran varlıklar

EVA'ların bugünkü değeri: Her dönem için hesaplanmış EVA'ların firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugüne iskonto edilmesi

4.12. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) Modeli

Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (Cash Flow Return on Investment- CFROI) sermaye maliyetini dikkate alan bir yöntem olup, yıllık bazda hesaplanır ve şirketin sermaye maliyetinden daha fazla bir getiri elde edip etmediğini inceler. CFROI şirketin hissedarları için bir değer yaratıp yaratmadığını incelerken nominal değerler üzerinden değil, reel değerler üzerinden hareket eder. (Öztürk, 2009: 173)

CFROI modeli, HOLT Value Associates Danışmanlık şirketi tarafından EVA modeline rakip olarak geliştirilmiştir. CFROI bir getiri değeri olduğu için oran olarak kullanılır. EVA gibi parasal bir değer değildir. CFROI, vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarını (reel nakit akımları), enflasyona göre düzeltilmiş sermayenin (reel sermaye maliyeti) maliyeti ile karşılaştırır. (Gürbüz ve Engincan, 2004: 320)

CFROI, brüt nakit akımlarının iç verim oranıdır. (iç getiri oranı-IRR) Başka ifadeyle, şirketin gelecekte yaratacağı brüt nakit akımları ve yatırım sonundaki hurda değerini, başlangıçtaki brüt yatırıma eşitleyen iskonto oranıdır: (Öztürk, 2009: 174-175)

$$GI = \frac{GCF_1}{(1 + CFROI)^1} + \frac{GCF_2}{(1 + CFROI)^2} + \frac{GCF_3}{(1 + CFROI)^3} + \dots + \frac{GCF_n}{(1 + CFROI)^n} + \frac{SV}{(1 + CFROI)^n}$$

n : Varlık Ömrü (yıl olarak)

GI : Brüt yatırım (0 zamanında) (Gross investment)

$GCF_{(1,2,3...n)}$: 1, 2, 3...n yılındaki brüt akımları (Gross cash flows)

SV : Hurda değeri (Salvage Value)

CFROI : Yatırımın Nakit Akım Karlılığı

Yukarıdaki formülde görüldüğü üzere; başlangıçta GI değerinde yapılmış brüt yatırımın ve n yıl boyunca kazanılacak brüt nakit akımları ile yılsonundaki hurda değerin, net şimdiki değerini (NPV) 0(sıfır)'a eşitleyen iskonto oranı ($r = CFROI$)'dır. CFROI hesaplandıktan sonra ise şirket değeri şu formüle göre hesaplanabilmektedir:

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{[(CFROI * GI - DA)(1 - t) - (CE - DA) - WC]}{(WACC - g)}$$

GI : Brüt Yatırım

DA : Amortisman ve İtfa Payı

CE : Sermaye Harcaması

t : Kurumlar vergisi oranı

WC : İşletme sermayesindeki artış

WACC : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

g : Büyüme oranı

Yukarıdaki denklemden de anlaşılacağı üzere; şirket değeri sadece CFROI'nın fonksiyonu değil aynı zamanda brüt yatırım, vergi oranı, büyüme oranı, sermaye maliyeti ile şirketin tekrar yatırım ihtiyacının fonksiyonudur.

5. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE BİST'TE İŞLEM GÖREN KİMYA SEKTÖRÜNDEKİ ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNE YATIRIM ÜZERİNE BİR UYGULAMA

5.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye piyasaları doğası gereği uzun vadeli yatırım gerektiren piyasalar olup, özellikle hisse senedi piyasaları uzun vadede kazançlı olabilecek yatırımlardır. Bu tez çalışmasında hisse senedi piyasalarında yatırım kararı verilirken kullanılacak temel analiz yöntemini anlatmayı ve bu yöntemi kullanarak kazançlı yatırımlar yapılıp yapılamayacağı araştırılacaktır. Böylece birikimlerini bu piyasalarda değerlendirmek isteyen küçük yatırımcılara bakış açısı kazandırmak ve katkı sunmak amaçlanmaktadır.

Bu araştırmanın amacı hisse senedi piyasasında temel analiz yöntemi uygulanarak yatırım kararı verildiğinde kazanç sağlanıp sağlanamayacağının test edilmesidir.

5.2. Araştırmanın Varsayımları

Analize konu olan şirketler kimya sektöründe faaliyet göstermekte ve Borsa İstanbul A.Ş.'de (BİST) işlem görmektedirler. Temel analiz kapsamında ekonomi analizi, sektör analizi ve firma analizi yapılmış, piyasa performans oranları olarak da ifade edilen Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranı olan hisse senedi değerlendirme modelleri uygulanmıştır. Yatırım kararı değerlendirilmek üzere seçilen 5 şirkete firma analizi yapılmış, şirketlerin 01.01.2015-31.12.2015 dönemine ait finansal tabloları ve 01.01.2016-28.04.2016 döneminde Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan özel durum açıklamaları incelenmiştir. Sonuç olarak yatırım yapılması kararına ulaşılan hisse senetlerinin ile BİST 100 endeksinin 28.04.2016-28.04.2017 dönemindeki performansı karşılaştırılmıştır.

5.3. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma kapsamında ilk önce Dünya ve Türkiye ekonomisinin analizi yapılmıştır. Bu kapsamda 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ekonomik göstergeler incelenmiş ve bu veriler ışığında 2016 yılı ve geleceğe ilişkin beklentiler ortaya konulmuştur. Sonraki aşamada sektör analizi kapsamında; Dünya'da ve Türkiye'de kimya sektörü hakkında bilgi ve veriler incelenmiş, sektörün geleceğine ilişkin fırsatlar ve tehditler değerlendirilmiş ve yatırım yapılabilir olup olmadığı tartışılmıştır. Son aşamadaki firma analizi sonucunda 3 adet şirket hakkında yatırım yapılabilir, 2 adet şirket hakkında yapılamaz oldukları düşünülerek bu şirketler hakkında detaylı olarak finansal tabloları ve kamuoyu açıklamaları analiz edilmiştir. Son olarak bu şirketlerin hisse senetlerinin 28.04.2016-28.04.2017 dönemindeki performansları BIST 100 ile karşılaştırılmış ve araştırmanın sonuçları test edilmiştir.

Araştırma için seçilen kimya sektörü şirketlerinin 01.01.2015- 31.12.2015 dönemine ait finansal tablo ve dipnot verilerinden ve şirketlerin 01.01.2016-28.04.2016 döneminde KAP'ta yaptıkları özel durum açıklamalarından yararlanılmıştır.

5.3.1. Ekonomi Analizi

5.3.1.1. Dünya Ekonomisi Analizi

Gelişmiş ülkelerden ithal edilen ekonomik kriz sonrasında ucuz finansman ve yükselen sermaye akımları ile hızlı büyüme oranlarına kavuşan gelişmekte olan ülkelerin 2015 yılında maalesef yüzü gülmedi. 2015 yılında yoğun sermaye çıkışları gözlemlenen gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranları yaklaşık olarak %50 azaldı. Çin başta olmak üzere birçok gelişmekte olan ülke yüksek özel sektör borcu-düşük talep sarmalına yakalanmış durumdalar. Hindistan bu grupta istisna olarak büyüme oranını yüksek tutabildi. Diğer olumsuz faktörlerden biride azalan petrol fiyatının Rusya gibi petrol ihracatçıları durgunluğa sokmasıdır. Kriz nasıl gelişmiş ülkelere başlayıp gelişmekte olan ülkelere sıçramışsa, 2015 yılında da

gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme ve talebin yavaşlaması başta Avrupa olmak üzere diğer gelişmiş ülkeleri zora sokmaktadır. (TÜSİAD, 2015: 4)

2008 krizi sonrası merkez ekonomilerin karar alıcıları tarafından gerçekleştirilen parasal genişleme politikaları, uluslararası sermaye akımları yoluyla en çok gelişmekte olan ülkeleri olumlu etkilemiştir. Bunun sonucunda global kriz sonrası gelişmekte olan ülkeleri dünya ekonomisinin büyümesinin temel faktörü olmuştur. Ancak, 2013'ten bu yana gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik yavaşlama bu olumlu görünümü olumsuzla çevirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik daralma, 2015 yılındaki global büyümenin umulanın altında gerçekleşmesinin ana sebebi olduğu düşünülmektedir. Azalan toplam talep, düşen emtia fiyatları ve finans piyasalarındaki volatiliteye ek olarak ekonomik büyümedeki yavaşlama dünya genelinde hissedilmiştir. Gelişmiş ülkelerde ise geçtiğimiz yıllarla karşılaştırıldığında büyüme ve işsizlik oranlarında iyileşmeler görülmüştür. Ekonomik ve politik açılardan zor bir yıl olan 2015'in gündemini; Suriye'de yaşanan iç savaş ve bu savaş nedeniyle ortaya çıkan mülteci sorunu, terörizm ve güvenlik konusunun dünya gündemine tekrar taşınması, Yunanistan'ın borçları, Çin borsasının çöküşü, petrol fiyatlarındaki azalış, Brezilya ve Rusya'daki ekonomik durgunluk, BM Paris İklim Değişikliği Konferansı'nda alınan kararlar oluşturmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik yavaşlamadan kaynaklanan dış talep daralması sebebiyle gelişmiş ülkeler için 2016 beklentileri yüksek olmasa da bu ülkelerin 2016 yılında 2015'den daha iyi sonuçlar elde edeceği düşünülmektedir. (TOBB, 2015:3)

Küresel ekonomide Ocak-Mart 2016 döneminde olumlu ekonomik ve finansal gelişmeler meydana gelmiştir. Çin ekonomisine ilişkin endişelerin azalması, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde ekonomik göstergelerin tahmin edilenden daha iyi gerçekleşmesi ve destekleyici para politikası tedbirleriyle ekonomik ve finansal şartlarda iyileşmeler görülmüştür. Finansal piyasalardaki dalgalanma azalmış, global varlık fiyatları yılbaşındaki düşük seviyelerinden sonra yükselmeye başlamıştır. Emtia fiyatları da Ocak ayında en düşük seviyelere düştükten sonra Şubat ayından itibaren yeniden

yükselme eğilimine girmiştir. Yaşanan olumlu gelişmelere rağmen, global ekonomide gözlenen düşük büyüme ve zayıf ticaret eğilimi devam etmektedir. 2016 yılının ilk aylarında uluslararası kuruluşlar global ekonomiye ilişkin büyüme beklentilerini aşağı yönlü olarak tekrar güncellemişlerdir. Büyüme performansına bağlı olarak küresel ticaret hacmi de düşük seyretmektedir. Hollanda Ekonomik Politika Analizi Bürosu (CPB) tarafından yayınlanan 24 Mart 2016 tarihli dünya ticaret verilerine göre 2016 yılı Ocak ayında küresel ticaret aylık bazda yüzde 0,4 oranında daralmıştır. (Kalkınma Bakanlığı, 2016: 1)

Global piyasalardaki olumlu gelişmeler, gelişmekte olan ülkelere yansımıştır. Bu ülkelere sermaye akımları hızlanırken, yerel para birimleri de ABD doları karşısında değerlenmiştir. Fed, 16 Mart'taki toplantısında faiz oranlarında değişikliğe gitmemiş ve yapılan açıklamada, iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde büyümeye devam ettiği belirtilmiştir. 2016 için daha önce 4 faiz artırımı öngören Fed üyeleri, Mart toplantısında bu sayıyı 2'ye düşürmüştür. (Türkiye İş Bankası, 2016)

Yukarıdaki bilgiler ışığında 2015 yılında zor bir dönem geçiren küresel ekonomiler için 2016 yılının ilk 3 aylık verilerin olumlu ve 2016 yılının geri kalan dönemi için beklentilerin iyimser olduğu görülmektedir. 2016 yılında özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde toparlanma yaşandığı gözlemlenmektedir.

5.3.1.2. 2013-2015 Yılı Türkiye Ekonomisi Analizi ve 2016 ve İlerisine İlişkin Beklentiler

Temel analiz yönteminde ekonomik analiz kapsamında, dünya ekonomisinin analizinden sonra ülke ekonomisi analiz edilmelidir. Bu çerçevede; Türkiye ekonomisine ilişkin geçmiş dönemdeki ekonomik büyüme oranları, işsizlik oranları, enflasyon verileri, bütçe açığı, ihracat ve ithalat tutarları, cari açık, faiz oranları gibi veriler bu bölümde analiz edilmiş ve geleceğe yönelik beklentiler araştırılmıştır. Böylece yatırım yapma kararı vereceğimiz ekonominin genel durumu hakkında fikir sahibi olunmuştur.

Ekonomik Büyüme: 2013 yılında Türkiye ekonomisi % 4,2 büyümüş olup, ekonomik büyüme oranı 2014 yılında düşerek %3,0 olmuştur. 2015 yılında ise Türkiye ekonomisi %4,0 büyümüştür. (Maliye Bakanlığı BÜMKO, 2017)

IMF yayımladığı Küresel Beklentiler ve Politika Zorlukları başlıklı raporunda, Türkiye ekonomisi için 2016 yılında %3,2 ve 2017 yılı için %3,6 büyüme beklentisi olduğunu ifade etmiştir. (IMF, 2016: 11)

İstihdam ve İşsizlik: Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) internet sitesinde açıkladığı verilere göre 2013 yılında %9,0 olan işsizlik oranı 2014 yılında oran %9,9'a çıkmıştır. 2015 işsizlik oranı artmaya devam ederek %10,3 olarak gerçekleşmiştir. (TÜİK, 2017a)

Kalkınma Bakanlığının hazırladığı Orta Vadeli Programda 2016 yılı için işsizlik oranlarının %10,2 ve 2017 yılı için ise %9,9 olacağı tahmin edilmiştir. (Kalkınma Bakanlığı, 2015: 22)

Enflasyon: Türkiye'de 2013 yılında enflasyon oranı %7,40 olarak gerçekleşmiş, 2014 yılında %8,17'e ve 2015 yılında da %8,81'e yükselmiştir. (TÜİK, 2017b)

Merkez Bankası'nın 26 Ocak 2016 tarihli Enflasyon Raporuna göre; daha önceden %5 olarak hedeflemesine rağmen 2016 yıl sonu enflasyon oranını %7,5 ve 2017 enflasyon oranı %7,4 olarak tahmin etmiştir. (TCMB, 2016: 97)

Bütçe Açığı: Türkiye'de 2013 yılında 18,5 Milyar TL açık veren Merkezi Yönetim Bütçesi, 2014 yılında 23,3 Milyar TL'ye yükselmiş ve 2015 yılı bütçe açığı 22,6 Milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü tarafından yayınlanan verilere göre 2016 yılı bütçe açığı 29,7 Milyar TL olarak tahmin edilmektedir. Diğer taraftan ekonomik gösterge için önemli bir veri olan BÜTÇE AÇIĞI/GSYH oranı 2013 yılında %1,2 olarak gerçekleşmiş, 2014 yılında %1,3 olmuş ve 2015 yılında ise %1,2 olmuştur. 2016 yılında ise BÜTÇE AÇIĞI/GSYH oranı % 1,3 olarak tahmin edilmektedir. (Maliye Bakanlığı BÜMKO, 2016)

Dış Ticaret Açığı: TÜİK verilerine göre 2013 yılında dış ticaret açığı 99,8 Milyar Dolar iken, 2014 yılında 84,5 Milyar Dolar'a ve 2015 yılında 63,4 Milyar Dolara gerilemiştir. (TÜİK, 2017c) Kalkınma Bakanlığının 2015 yılında yayımladığı Orta Vadeli Programa göre; 2016 yılı dış ticaret açığı tahmini 55,2 Milyar Dolar iken, 2017 yılı için 67,2 Milyar Dolardır. (Kalkınma Bakanlığı, 2015: 22)

Cari Açık: Türkiye Cari İşlemler Dengesi sürekli açık veren bir kalemdir. Kalkınma Bakanlığının 2015 yılında yayımladığı Orta Vadeli Programa göre; Cari İşlemler Dengesi, 2014 yılında 46,5 Milyar Dolar, 2015 yılında 31,7 Milyar Dolar cari açık vermiştir. Cari İşlemler Dengesi'nin 2016 yılında 28,6 Milyar Dolar ve 2017 yılında 29,3 Milyar Dolar cari açık vereceği tahmin edilmektedir. (Kalkınma Bakanlığı, 2015: 22)

Faiz Oranı: Merkez Bankası'nın yıllar itibariyle uyguladığı faiz oranlarını incelediğimizde; 2013 yılı için gecelik faiz oranları borç vermede %8,75-7,75 arasında, borç almada ise %4,75-3,5 arasında gerçekleşirken, 2014 yılında gecelik faiz oranları borç vermede %12-11,25 arasında, borç almada ise %8-7,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında ise gecelik borç verme faiz oranı %10,75 iken, gecelik borç alma faizi %7,25 olarak uygulanmıştır. Bununla birlikte Merkez Bankası politika faiz oranı yıllar itibariyle incelendiğinde 2013 yılında %5-4,5 olarak uygulanmış, 2014 yılı başında %10'a yükseltilmiş ve 2014 yılı sonuna doğru düşürülerek %8,25 olarak belirlenmiştir. Politika faizi 2015 yılında ise %7,75-7,5 seviyelerinde belirlenmiştir. 21 Nisan 2016 tarihinde Merkez Bankası tarafından gecelik borç verme faiz oranı %10, gecelik borç verme faiz oranı ise %7,25 olarak belirlenmiştir. (TCMB, 2017)

Yukarıdaki ekonomik veriler incelendiğinde 2016 yılı için Türkiye ekonomisinin büyüme oranında düşüş beklentisi olduğu ile Türkiye ekonomisinin potansiyel büyüme oranının altında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Bu açıdan Küresel ekonomilerin zor bir dönemden geçeceği 2016 ve ileriki yıllardaki Türkiye ekonomisi için beklentilerin ılımlı olduğu söylenebilir. Türkiye'de işsizlik oranının yıllar itibariye %9-%10 arasında seyrettiği görülmektedir. 2016

ve ilerideki yıllar için işsizlik oranı beklentisi %10 civarındadır. Ancak ekonomik büyümenin yavaşlaması sebebiyle bu oranın %10 üstüne çıkma ihtimali yüksektir. İşsizlik; Türkiye'nin çözmesi gereken önemli bir sorunudur. Türkiye ekonomisinin diğer kronik sorunu olan enflasyon oranının daha önceden hedeflenen %5 oranına ulaşamayacağı beklenmektedir. Bu da fiyat istikrarını kısa ve orta vadede istenilen seviyede sağlanamayacağını göstermekte ve ekonomiye olan güveni zedelemektedir. Türkiye'de bütçe açığının yıllar itibariyle artış gösterdiği ve 2016 yılı ve ilerisi için bu artışın devam edeceği gözlenmekle birlikte, BÜTÇE AÇIĞI/ GSYH oranının %1,2 seviyesinde sabitlenmiş olması olumludur. Bu oran göz önüne alındığında bütçe açığı önemli bir sorun arz etmemektedir. Dış Ticaret Açığı ve Cari Açığın yıllara göre düşüş eğilime olması Türkiye ekonomisi açısından olumlu olmakla birlikte, Türkiye ekonomisine sürekli bu açıkların kapanması için her dönem finansman bulma ve ülkeye yurtdışından yabancı sermaye çekme zorunluluğu getirmektedir. 2014 yılında Merkez Bankası tarafından enflasyonu ve döviz kurunu kontrol altına almak amacıyla faiz oranı yükseltilmiş ve daha sonrada 2013 yılındaki %5 seviyesine bir daha düşürülememiştir. Türkiye ekonomisinde enflasyon ve cari açık sorunları devam ettikçe faiz oranlarının yüksek seviyesinin devam edeceği düşünülmektedir. Temel ekonomik veriler değerlendirildiğinde Türkiye ekonomisinde sıkıntıların devam ettiği ancak gelecek dönemler için ılımlı beklentilerin olduğu görülmektedir. Bunun sonucunda da Türk sermaye piyasalarındaki risklerin devam etmesine rağmen, bu piyasaların gelişmesine ve büyümesine devam edeceğini ve yatırım potansiyelinin devam ettiği görüşüne ulaşılmaktadır.

Sermaye ve hisse senedi piyasaları ekonomi ile birebir ilişkili olan piyasalardır. Ekonomik beklentilerin olumlu olması bu piyasaların da olumlu sonuçlar vereceği beklentisine sebep olmaktadır. Dünya ekonomisi ve gelişmekte olan Türkiye ekonomisi analiz edildiğinde yukarıda belirtilen risk ve sorunlar dikkat çekmesine rağmen, beklentilerin ılımlı olduğu görülmektedir. 2016 yılı ve ileriki yıllarda Türkiye ekonomisinin ılımlı bir seyir halinde olacağı ve uzun vadede sorunlarını çözebileceği düşünülmektedir. Bu sebeplerle Türk sermaye

piyasalarının 2016 ve sonrası dönemde olumlu performans sergileyeceği, yatırım fırsatlarının olduğu ve hisse senedi piyasalarına yatırım yapılması durumunda kazanç sağlanabileceği değerlendirilmektedir.

5.3.2. Kimya Sektörü Analizi

Ekonomik analiz kapsamında Dünya Ekonomisinin ve Türkiye Ekonomisinin analizi yapıldıktan sonra sektör analizi yapılmalıdır. Sektör analizi çerçevesinde; kimya sektörünün önce dünyadaki durumu, daha sonra da Türkiye'deki durumu incelenecek, geçmiş veriler ortaya konacak ve Türk kimya sektörü için gelecekteki beklentiler değerlendirilecektir. Bu analiz sonucunda Kimya sektörüne yatırım yapılıp yapılmayacağı kararı verilecektir.

5.3.2.1. Dünyada Kimya Sektörü

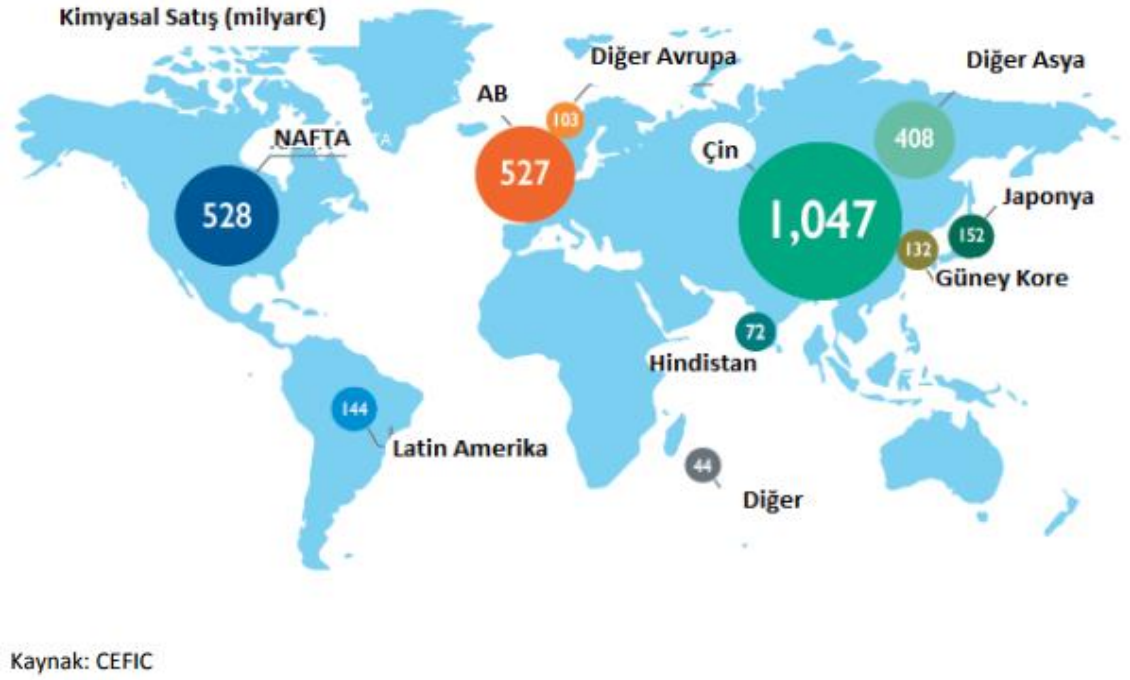
Kimya sanayi, birçok sektöre ara mal ve hammadde temin eden bir sanayi dalı olduğundan, hem üretim hem de dış ticarete çok önemli bir role sahiptir. Kimya sektöründen hammadde veya ara mal kullanılmaksızın üretilen çok az sayıda ürün bulunmaktadır. Bu çerçevede; tarım ilaçları, sentetik gübreler, veteriner ilaçları, sentetik elyaflar, sabun, deterjan, temizleyiciler, plastik ham maddeleri, beşeri ilaç sanayi, kozmetik sanayi, boya, yardımcı maddeler, deri, tekstil, inşaat (boru, levha, kapı, pencere vb.) yapıştırıcı, derz, dolgu maddeleri, izolasyon malzemeleri, fotoğraf malzemeleri, barut ve patlayıcılar gibi birçok sanayi dalına nihai ve ara ürün ve hammadde sağlamaktadır. (Ekonomi Bakanlığı, 2016: 1)

Dünya kimya sektöründeki Avrupa Birliği hâkimiyetini son yıllarda Uzak Doğu ve Asya ülkelerine devretmiştir. Dünya kimyasal madde ticareti 2013 yılında 3.156 milyar avro gerçekleşmiş olup bir önceki yıllarla karşılaştırıldığında önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. Küresel satışlar 2013 yılında bir önceki yıllara göre %2,3'lük bir artış göstermiştir. 2013 yılından önceki son on yıl ile karşılaştırıldığında ise önemli bir artış kaydetmemiştir. 2013 yılı dünya kimyasallar satışları 2012 ile karşılaştırıldığında yaklaşık 73 milyar Euro artış göstermiştir. Ancak bu artış dünya kimya endüstrisinde ılımlı bir düzeyde bir

artıştır. Dünya Kimya endüstrisinde 2012 yılındaki 918 milyar Euro olan satışlarını 2013 yılında 1.047 milyar Euro'ya çıkaran Çin başı çekmektedir. (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2015: 7)

Şekil 3: Dünyadaki Kimya Sektörü Satışlarının Bölgesel Dağılımı

Şekil 1. Dünyada Kimyasal Satışların Coğrafi Dağılımı (milyar avro)(2013)



Kaynak: Sanayi Genel Müdürlüğü

<http://sanayipolitikalari.sanayi.gov.tr/Public/SectorReports/4> (20.07.2017)

Dünya kimyasal ürünler sektörü toplam satışlarda 1. sıradaki ülke Çin'dir. Avrupa Birliği kimyasal ürünler sektörü toplam satışlarda Amerika Birleşik Devletlerinin ardından yer almaktadır. Avrupa Birliği üyesi olan ve olmayan Avrupa ülkeleri birlikte toplam satışları 2013 yılında 630 milyar Euro'ya ulaşmış olup değer olarak dünya kimyasal satışlarının %20'sidir. Dünya kimya satışının %20'lik kısmı Avrupa'daki ülkeler, %50,9 Asya'daki ülkeler, %16,7'i ise NAFTA ülkeleri tarafından yapılmıştır. Kimyasal madde üreten ilk 30 ülkenin cirosu 2013 yılında 2.815 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. AB ülkeleri kimyasal ürünler sektörü toplam satışlarda 2003 yılında %31,2 pay alırken 2013

yılında aldığı pay %16,7'ye düşerek yaklaşık yarı yarıya pazar payı kaybetmiştir. Buna karşılık Çin pazar payını %8,7'den %33,2'ye yükselmiştir. (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2015: 7)

5.3.2.2. Türkiye’de Kimya Sektörü

Türk kimya endüstrisi, ağırlıklı olarak petrokimya, sabun, deterjan, gübre, ilaç, boya-vernük, sentetik elyaf, soda gibi çeşitli kimyasal hammadde ve tüketim ürünlerinin üretildiği tesislerden oluşmaktadır. Sektörde faaliyet gösteren şirketler üretim kapasitesi ve sermaye yapıları açısından çeşitlilik göstermektedir. Sektörde faaliyette bulunan firmaların büyük çoğunluğu küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmakla beraber, büyük ölçekli firmalar ile çok uluslu şirketlerin de Türk kimya sektöründe faaliyetleri bulunmaktadır. Türk kimya sektörü ithalata bağımlı bir sektör olup, kullanılan hammaddenin yüzde 70’i ithal edilmekte,%30’u ise yerli kaynaklardan karşılanmaktadır. Kimya sektörü sermaye-teknoloji yoğun bir sektör olduğu için işgücü yoğunluğu düşüktür. Bu sebeple, istihdama katkısı diğer sektörlerle göre görece düşük kalan Türk kimya sektöründe yaklaşık 300.000 kişi istihdam edilmektedir. Türk kimya endüstrisi istihdamının imalat sanayi içindeki payı yaklaşık olarak %9 seviyelerindedir. Son dört yılda ağırlıklı kapasite kullanım oranı %75,3 olarak gerçekleşen Türk kimya sanayii, sermaye/teknoloji yoğun bir sektör olması sebebiyle istihdama katkısı düşük bir oran olmaktadır. İmalat sanayii istihdamı içindeki payı son beş yıldır ortalama %8 düzeyinde seyreden sektörün, imalat sanayiinde yaratılan toplam katma değer içindeki payı ise %13,77’dir. Türk kimya Sanayi, lojistik önemi açısından çoğunlukla Türkiye’nin kıyı bölgelerinde kümelenmiştir. Petrol ve petrol ürünleri, deterjan, sabun, ilaç kimyasalları, boya gibi ürünleri üreten kimya firmalarının çoğu Marmara Bölgesindeki İstanbul, Kocaeli ve Sakarya’da, Ege Bölgesinde İzmir’de faaliyet gösterirken, gübre ve petrol ürünleri firmalarının çoğu ise Akdeniz Bölgesinde toplanmıştır. (Ekonomi Bakanlığı, 2016: 3)

Türkiye’nin ülkelere göre kimya sanayi ürünleri ihracat ve ithalat rakamları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 2: Ülkelere Göre Kimya Sektörü İhracatımız

Tablo 4. Ülkelere Göre Kimya Sektörü İhracatımız (Bin ABD \$)

Sıra	Ülke Adı	2013	2014	2015	14/15 Değişim (%)	2015 Pay (%)
1	Irak	1.272.079	1.124.201	972.424	-13,5	5,9
2	Mısır	1.469.259	1.218.853	954.350	-21,7	5,8
3	Almanya	989.389	1.056.738	884.439	-16,3	5,4
4	BAE	708.996	683.107	757.227	10,9	4,6
5	İtalya	636.676	725.142	601.238	-17,1	3,6
6	Suudi Arabistan	216.203	413.375	510.601	23,5	3,1
7	İran	646.033	630.646	502.830	-20,3	3,0
8	Birleşik Krallık	546.796	594.294	498.993	-16,0	3,0
9	İspanya	609.240	561.315	498.105	-11,3	3,0
10	Rusya	796.088	782.669	480.336	-38,6	2,9
11	Azerbaycan	564.536	567.351	418.902	-26,2	2,5
12	Kıbrıs	517.487	60	413.739	689465,0	2,5
13	ABD	472.738	455.415	395.916	-13,1	2,4
14	Hollanda	611.645	360.886	361.243	0,1	2,2
15	Malta	599.003	842.184	358.373	-57,4	2,2
Liste Toplamı		10.656.168	10.016.236	8.608.716	-14,1	52,1
Genel Toplam		19.186.901	19.525.404	16.508.314	-15,5	100,0

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, <http://www.ekonomi.gov.tr> (20.07.2017)

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere Türkiye kimya sanayi ürünlerini en çok Irak, Mısır ve Almanya'ya ihraç etmektedir. 2015 yılında sektör ihracat rakamları bir önceki yıla göre %15,5 oranında azalmış ve 16,5 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3: Ülkelere Göre Kimya Sektörü İhracatımız**Tablo 6. Ülkelere Göre Kimya Sektörü İthalatımız (Bin ABD \$)**

Sıra	Ülke Adı	2013	2014	2015	14/15 Değişim (%)	2015 Pay (%)
1	Almanya	4.810.593	4.698.413	4.190.180	-10,8	9,7
2	Rusya	6.039.394	5.786.038	3.612.070	-37,6	8,4
3	İtalya	3.875.555	3.465.308	2.753.041	-20,6	6,4
4	Hindistan	3.681.360	3.723.677	2.671.996	-28,2	6,2
5	Çin	2.406.793	2.757.893	2.557.510	-7,3	5,9
6	ABD	2.663.134	2.723.077	2.366.171	-13,1	5,5
7	Güney Kore	1.419.534	2.169.475	2.008.633	-7,4	4,7
8	Fransa	2.132.667	2.145.530	1.877.477	-12,5	4,4
9	Suudi Arabistan	1.963.900	2.207.746	1.860.067	-15,7	4,3
10	Belçika	1.759.109	1.783.516	1.512.257	-15,2	3,5
11	İspanya	1.348.076	1.481.251	1.356.770	-8,4	3,2
12	İsrail	1.937.002	2.353.224	1.250.278	-46,9	2,9
13	Yunanistan	3.378.864	3.299.563	1.245.605	-62,2	2,9
14	Hollanda	1.388.510	1.479.624	1.147.004	-22,5	2,7
15	Birleşik Krallık	1.161.239	1.244.937	1.089.511	-12,5	2,5
Liste Toplamı		39.965.730	41.319.272	31.498.570	-23,8	73,3
Genel Toplam		54.163.707	55.400.624	42.992.094	-22,4	100,0

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, <http://www.ekonomi.gov.tr> (20.07.2017)

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere Türkiye kimya sanayi ürünlerini en çok Almanya, Rusya ve İtalya'dan ithal etmektedir. 2015 yılında sektör ithalat rakamları bir önceki yıla göre %22,4 oranında azalmış ve yaklaşık 43 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye kimya sanayi ürünlerinde ithalata bağımlıdır ve kimya sektörü için dış ticaret açığı yaklaşık 26,5 Milyar Dolardır.

Kimya sektörü çok geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. Sektör, temizlik ürünleri, boya, kozmetik ürünleri, ilaçlar gibi tüketim mallarının yanı sıra, tarım sektörü için gübreler ve tarım ilaçları, kimya sanayinin de dâhil olduğu imalat sanayinin ihtiyaç duyduğu organik ve inorganik kimyasallar, boyalar, laboratuvar kimyasalları, termoplastikler ve benzeri ürünleri üretmektedir. Türk kimya sanayi ürünlerinin %83'ü mikro ölçekli şirketler tarafından üretilmektedir. Geriye kalan

%17'lik üretimi gerçekleştiren şirketler orta ve büyük ölçekli firmalardır. Kimya sektöründe yaklaşık 2600 çeşit kimyasal madde ve müstahzar üretilmektedir. Türkiye'de kimya sanayi üretiminde kullanılan yöntem ve teknolojiler yurtdışındaki küresel firmalarla rekabet edebilecek düzeydedir. Kimya sektörünün alt sektörleri incelendiğinde: (Sanayi Genel Müdürlüğü, 2015: 12-13)

- Plastik sektörünün öncelikli sorunu plastik hammaddede yerli üretiminin yetersizliğidir. Ülkemizde kurulu petrokimya sanayi kapasitesi plastik sektörün ihtiyacının ancak %31,2'sini karşılayacak düzeydedir. Bu sebeple sektör hammadde temininde ithalata bağımlıdır. Hammaddede ithal bağımlılığı Türk firmaların hem iç hem de dış pazarlarda rekabetçiliğini azaltmaktadır. Bunun sonucunda da plastik mamuller yurtiçinde üretilmekte ve ithalatın payı sürekli artmakta, yerli üretim potansiyeli kullanmak yerine ithal ürünlere döviz ödenerek dış ticaret açığının artmasına sebep olunmaktadır.

- Deterjan ve temizlik maddeleri sektörü de hammadde açısından dışa bağımlıdır. Bu alt sektörün önemli girdileri olan LAB, STPP, enzim, optik ağartıcı ve parfüm ithalata dayalıdır. Türk kimya sanayinde diğer bir alt sektör olan sabun sektörünün önemli girdilerinden donyağı genellikle ABD'den, tropik yağlar ise Malezya veya Endonezya'dan ithal edilmektedir. Üretimin yaklaşık olarak %40 kadarı ülke içinde tüketilmekte, %60'ı ise ihraç edilmektedir. Sektörün ülke ekonomisi içindeki yeri miktar ve değer olarak çok önemli olmamakla birlikte üretiminin yarından fazlasını ihraç eden ender sanayi kollarımızdan biridir.

- İlaç sektöründe ise yaklaşık 300 ilaç şirketi faaliyet göstermektedir. Sağlık Bakanlığı verilerine göre, ülkemizde 15'i yabancı sermayeli olmak üzere 68 ilaç üretim tesisi ve 13'ü yabancı sermayeli 64 üretici firma ile 6'sı yabancı sermayeli 12 hammadde üretim tesisi ve 4'ü yabancı sermayeli 10 hammadde üreten firma bulunmaktadır.

- Lastik sektörünün en önemli hammaddelerinden tabii kauçukta tamamen ithalat bağımlılığı bulunmaktadır. Lastik sektörünün girdi olarak talep eden sektör ise otomotiv endüstrisidir. Otomotiv sektörünün durgun olduğu dönemlerde, lastik sektörü de dolaylı olarak ivme kaybetmektedir. Lastik sektörünün rekabet gücü, iç

piyasadaki fiyat rekabeti nedeniyle düşük fiyatlar ve Uzakdoğu ülkelerinden ithal edilen lastikler nedeni ile zayıflamaktadır.

- Türkiye, Avrupa'nın 6'ncı büyük boya üreticisi konumundadır. Sektörün toplam üretim kapasitesi yılda yaklaşık 850 bin tondur. Boya üretiminin % 83'ünü dekoratif boyalar (inşaat boya ve cilaları, ahşap mobilya boyaları, metal boya ve vernikleri), %12'sini toz boyalar, deniz boyaları ve %5'ini araç yenileme boyaları oluşturmaktadır. Boya sektöründe kapasite kullanım oranı %65 düzeyindedir. Türk boya sanayisinin bu üretim seviyesinde dünya pazarlarından aldığı pay ise %2 dolaylarındadır. Türkiye boya sanayinde inşaat boya ve vernikleri %55, ahşap mobilya boyaları %15, deniz boyaları %3, otomotiv boyaları %9, metal boya ve vernikler %9, toz boya %7 ve diğer boyalar yaklaşık %2 oranında pay almaktadır.

Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören olan kimya sanayi şirketleri ve 2013 yılsonu itibarıyla finansal büyüklükleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4: BIST'te İşlem Gören Kimya Sektörü Şirketleri

Şirket Kodu	Şirket	Brüt Satışlar	Net Satışlar	Dönem Karı	Varlıklar	İhracat Oranı (%)	Dönem Karı/Net Satışlar (%)
ACSEL	Acısel San. Acıpayam Selüloz	9.816	9.666	574	10.282	56	6
AKSA	Aksa	1.799.764	1.756.402	142.550	1.811.605	34	8
ALKIM	Alkim Kimya	228.591	226.926	17.412	273.819	7	8
BAGFS	Bagfaş	330.374	330.374	1.995	497.696	20	1
CLKHO	CLK Holding	92.661	90.887	2.200	70.000	2	2
DYOB	Dyo Boya	1.002.130	569.403	11.330	626.134	4	2
EGGUB	Ege Gübre	201.204	201.194	-7.871	241.062	1	-4
GUBRF	Gübre Fabrik.	2.284.219	2.265.437	280.752	2.938.909	32	12
HEKTS	Hektaş	141.034	113.002	18.034	133.305	4	16
MRSHL	Marshall	500.522	278.964	-2.985	174.838	3	-1
MEGAP	Mega Polietilen	10.943	10.741	-910	13.560	3	-8
PETKM	PETKİM	4.204.017	4.158.730	48.897	3.245.630	37	1
POLTK	Politeknik Metal	16.319	16.166	2.188	9.014	35	14
RTALB	RTA Laboratuvarları	19.143	18.662	4.136	29.351	8	22
SANFM	Sanifoam Sünger	28.234	27.974	42	44.714	20	0
SASA	Sasa Polyester	1.096.145	1.090.265	6.241	652.039	38	1
SODA	Soda Sanayii	1.416.285	1.403.899	208.046	1.780.467	18	15
SODSN	Sodaş Sodyum San.	20.576	20.499	1.417	23.979	-	7
TMPOL	Temapol	24.326	23.973	226	32.986	5	1

Kaynak: BIST

Kaynak: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası,

[http://www.tskb.com.tr/i/content/730_1_Kimya_Sektor_Raporu_Agustos_2014.p
df](http://www.tskb.com.tr/i/content/730_1_Kimya_Sektor_Raporu_Agustos_2014.pdf) (20.07.2017)

5.3.2.3. Türkiye’de Kimya için 2016 yılı ve geleceğe ilişkin beklentiler

Türkiye’de Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler İmalatı Sanayinin Rekabet Gücü İçin Genel Değerlendirme:

Tablo 5: Türkiye’de Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler İmalatı Sanayinin Rekabet Gücü

Rekabet Unsurları	Rekabetçi Konum	Türkiye’nin Konumu	Rekabetçilik	Sonuçlar
Hammadde Tedariki	Uygun Maliyetli ve Sağlam Tedarik	İthalat Bağımlı	Düşük	Düşük Karlılık
Enerji Maliyetleri	Rekabetçi Elektrik Fiyatları	Yüksek Sanayi Elektrik Fiyatları	Orta Düşük	
Lojistik Maliyetleri	Düşük Maliyetli Taşıma Araçlarının Kullanımı	Yüksek Maliyetli Kamyon Taşımaya Dayalı	Düşük	
İşgücü Maliyetleri	Rekabetçi İşgücü Maliyetleri	Gelişmiş Ülkelerden Düşük	Orta Yüksek	
Ar-Ge	Operasyonel ve Ürün İnovasyon Odaklı	Sınırlı Ar-Ge ve İnovasyon	Düşük	İthalat Bağımlılığı
Ölçek	Ölçek Sinerjisini Değerlendirme	Bölünmüş Yapı	Düşük	
Büyüme Stratejisi	Koordinasyon ve İşbirliği İçinde Büyüme	Dağınık ve Kopuk Büyüme	Düşük	Düşük İhracat Pazar Payı
İç Talep	Büyüyen Yerel Son Kullanıcılar	Hızlı Büyüme	Orta Yüksek	
İhracat Pazarlarına Erişim	Yüksek Talep Bölgelerine Yakın Konum	Asya Dışındaki Bölgelere Yakınlık	Orta	

Kaynak: İstanbul Sanayi Odası

[http://www.iso.org.tr/Sites/1/upload/files/ISO Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler İmalatı Sanayi Sektör Raporu 2015-3987.pdf](http://www.iso.org.tr/Sites/1/upload/files/ISO_Kimyasallar_ve_Kimyasal_Urunler_Imlati_Sanayi_Sektor_Raporu_2015-3987.pdf)

Bu değerlendirmeye göre Türk kimya sanayinin düşük karlılık, ithalat bağımlılığı ve düşük ihracat pazar payı sorunları nedeniyle rekabet gücünün düşük olduğu analiz edilmiştir.

İstanbul Sanayi Odası tarafından Türkiye’de kimyasallar ve kimyasal ürünler imalatı sanayinin için yapılan SWOT analizine göre: (İstanbul Sanayi Odası, 2015: 59)

- **Güçlü Yönler;** Üretim teknolojisinde ve makine parkında yurtdışına bağımlı olmasına rağmen üretimde ileri teknoloji kullanılması ve kimya sanayinin hemen hemen bütün alt gruplarında üretim yapılması nedeniyle üretim çeşitliliğinin yüksek olması Türk kimya sanayinin güçlü yönleridir.

- **Zayıf Yönler;** Türk kimya sektörünün temel hammaddelerin besleme kaynağı olan ham petrol ve doğalgaz kaynakları Türkiye’de yetersiz olması sebebiyle sanayi, hammadde ve ara malı temininde ithalata bağımlıdır. Üretim

coğrafi olarak dağınık olup kümelenme ve organize eksikliği vardır. Türk kimya sektörü çoğunlukla küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmaktadır. Üretimin büyük çoğunluğu standart ve düşük katma değerli ürünlerden oluşmaktadır. AR-GE faaliyetleri sınırlı kalmış ve büyük ölçekli yatırımların finans olanakları da sınırlıdır.

- **Fırsatlar;** Türkiye’de kimya sanayi ürünlerine yönelik dinamik ve hızlı büyüyen iç talep mevcuttur. Bu nedenle iç pazar önemli fırsattır. Gelişen pazarlara yakınlık ve ülkenin coğrafi konumu da bir diğer fırsattır. AB mevzuatına uyum zorunluluğu nedeniyle yüksek kaliteli üretim zorunluluğu kalite hususunda sektörün rekabet gücünü arttırmaktadır.

- **Tehditler;** üretimde coğrafi olarak dağınıklık, ileri ve geri sektörleri beslemede kopukluklar, Türk kimya sanayi için önemli bir tehdit unsurudur. İthalata bağımlılık, yatırımlar için sanayi alanları ve finansman sorunları, üretim ve tüketimdeki Asya unsuru, rakip ve ihracat yapılan ülkelerde öz yeterliliğin artması ile sınırlı teknoloji faaliyetleri sektör için diğer tehditlerdir.

2016 yılında Türk kimya sektörünü etkileyebilecek konulardan bir diğeri ise Rusya ile yaşanan gerginliğin iki ülke arası ticari ilişkilere olası yansımalarıdır. Rusya’ya batı ülkelerinin uyguladığı yaptırımlar, emtia fiyatları ve petrol fiyatlarındaki düşüş ve Ruble para birimindeki belirgin değer kaybı sonucundaki Rusya ekonomisindeki daralma sebebiyle, 2015 yılı Türk kimya sanayi ürünlerinden Rusya’ya ihracatta azalış görüldü. Özellikle “plastikler ve mamulleri”, “sabun ve yıkama müstahzarları” ve “uçucu yağlar, kozmetik” sektörleri bu düşüşten en çok etkilenen sektörler oldu. Ruble para birimi 2014 yılına göre ABD Doları karşısında yaklaşık %33 değer kaybetmiş ve Rusya’nın en önemli gelir kaynaklarından petrol ve doğalgaz fiyatları geçen yılın aynı dönemine göre %33 azalmıştır. Bu durum ileriki dönemlerde Rusya’nın satın alma gücünü olumsuz etkileyeceği ve Türkiye’den olan kimya sanayi ürün talebini azaltacağı beklenmektedir. (İstanbul Kimyevi Maddeler ve Mamülleri İhracatçıları Birliği, 2015: 15)

Türk kimya sektörünün çözülmesi gereken sorunları ve bazı zayıf yönleri olmasına rağmen, potansiyel vadettiği, önü açık ve gelişmekte olan bir sektör olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte 2015 yılında BIST’te yatırımcısına kazanç sağlamış ve bilişim sektöründen sonra %18’lik kazançla Kimya, petrol ve plastik sektörü ikinci sırada kazanç sağlayan bir sektör olmuştur. Bu kapsamda Türk kimya sektörünün 2016 yılı ve sonrası için yatırım yapılabilir bir sektör olduğu ve yatırımcısına orta ve uzun vadede kazanç sağlayacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

5.3.3. Firma Analizi

BIST’te işlem gören kimya sektöründeki şirketler için temel analiz yönteminde en çok kullanılan değerlendirme modelleri olan, piyasa performans oranları olarak da ifade edilen Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranları 31.12.2015 tarihli finansal tabloları kullanılarak her bir şirket için ayrı ayrı hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 6: BIST’te İşlem Gören Kimya Sektörü Şirketleri’nin PD/DD Oranı, F/K Oranı, FD/Satışlar Oranı ve FD/FVAÖK Oranları

Şirketler	Piyasa Değeri/Defter Değeri	Fiyat/Kazanç	Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri/FVAÖK
ACSEL	3,19	134,74	3,83	47,12
AKSA	1,31	8,23	1,13	6,44
ALKIM	1,63	11,39	1,38	6,39
BAGFS	1,40	3,12	2,92	20,94
DYOBY	1,95	73,62	1,10	11,82
EGGUB	1,77	116,96	1,41	11,82
GUBRF	1,79	21,09	1,20	9,89
HEKTS	1,78	8,46	1,63	6,58
MRSHL	3,62	-762,93	1,65	21,36
MEGAP	0,69	4,21	0,92	3,57

PETKM	1,91	8,35	1,41	10,14
POLTK	4,10	9,63	1,93	7,93
RTALB	1,46	8,35	1,89	6,55
SANFM	3,03	-8,45	1,96	113,37
SASA	0,71	3,93	0,50	4,64
SODA	1,19	5,91	1,32	4,68
SODSN	0,84	9,44	0,63	4,90
TMPOL	4,29	35,50	2,32	15,98
ORTALAMA	2,04	28,93	1,62	9,60
ORTANCA	1,77	8,40	1,41	8,91

Değerlendirme yapmak için kimya sektörü için bu oranların ortalaması ve ortanca değerleri hesaplanmıştır. Yatırım kararı değerlendirmesinde daha anlamlı olduğu için ortanca değerler kullanılmıştır. Piyasa performans oranları; sektör ortanca oranları altında kalan şirketlerin hisse senetleri piyasada iskontolu olarak işlem gördüğünü ve ileriki dönemlerde değer kazanma potansiyeli olduğunu, piyasa performans oranları sektör ortanca oranı üstünde kalan şirketlerin hisse senetleri ise piyasada primli olarak işlem gördüğünü ve ileriki dönemlerde değer kaybetme potansiyeli taşıdığını göstermektedir. Bu kapsamda araştırmamızda; piyasa performans oranlarının tamamı sektör ortanca değerlerinden düşük olan ve yatırım yapılabileceği düşünülen şirketlerden; Akso Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. (AKSA), Sasa Polyester Sanayi A.Ş. (SASA) ve Soda Sanayii A.Ş. (SODA) şirketleri ayrıntılı firma analizi yapılmak için seçilmiştir. Diğer taraftan piyasa performans oranlarının tamamı sektör ortanca değerlerinden yüksek olan ve yatırım yapılmaması gerektiği düşünülen şirketlerden Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ACSEL) ve Marshall Boya ve Vernik Sanayii A.Ş. (MRSHL) şirketleri de ayrıntılı firma analizi yapılmak için seçilmiştir.

5.3.3.1. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Piyasa Performans Oranlarının Analizi

Ayrıntılı firma analizi yapmak için seçilen şirketlerin 31.12.2015 tarihli finansal tablolarındaki veriler ve bu veriler kullanılarak hesaplanan piyasa performans oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 7: Seçilen Şirketlerin Piyasa Performans Oranları

	ACSEL	AKSA	MRSHL	SASA	SODA
1. Ödenmiş Sermaye (TL)	10.721.700	185.000	10.000.000	216.300.000	660.000.000
2. Özsermaye (TL)	15.008.806	1.248.596	106.163.053	391.067.000	2.156.296.206
3. 28.04.2016 Tarihi Hisse Senedi Kapanış Fiyatı (TL)	4,47	8,87	38,44	1,29	3,89
Piyasa Değeri/ Defter Değeri = [3/(2/1)]	3,19	1,31	3,62	0,71	1,19
4. Net Kar (TL)	355.697	199.475	-503.850	70.731.000	434.414.674
5. Hisse Başına Kar (TL) = (4/1)	0,03	1,08	-0,05	0,33	0,66
Fiyat/Kazanç = (3/5)	134,74	8,23	-762,93	3,93	5,91
6. Piyasa Değeri(TL) =(1*3)	47.925.999	1.641.320	384.400.000	277.945.500	2.568.060.000
7. Borçlar(TL)	1.747.707	1.005.479	66.854.094	308.494.000	626.926.276
8. Nakit Değerler(TL)	1.765.063	342.810	28.444.331	34.456.000	858.919.731
9. Hasılat(TL)	12.507.462	2.030.006	255.844.548	1.111.408.000	1.771.758.211
10. Firma Değeri(TL) =(6+7-8)	47.908.643	2.303.989	422.809.763	551.983.500	2.336.066.545
Firma Değeri/Satışlar =(10/9)	3,83	1,13	1,65	0,50	1,32
11. Fvök (TL)	734.818	293.566	5.372.996	105.885.000	408.168.443
12. Amortisman (TL)	281.881	64.294	14.421.468	13.201.000	91.495.078
13. FVAÖK(TL) =(11+12)	1.016.699	357.860	19.794.464	119.086.000	499.663.521
Firma Değeri/FVAÖK =(10/13)	47,12	6,44	21,36	4,64	4,68

ACSEL'in Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı 3,19 olarak hesaplanmıştır. Bu oran için sektörün ortanca değeri 1,77'dir. Buna göre ACSEL'in piyasa değerinin defter değerine oranı sektör ortalamasının çok üstünde olduğu ve uzun vadede piyasa değerinin düşeceği tahmin edilebilir. Fiyat/Kazanç oranı 134,74 olup, bu oran hisse fiyatının, hisse başına kara göre aşırı derecede yüksek

olduğunu ve uzun vadede değer kaybedeceğini ifade etmektedir. Firma Değeri/Satışlar oranı ise 3,83 olarak hesaplanmış aynı şekilde sektör ortanca değerinden (1,41) yüksek olduğu görülmüştür. Buna göre firma sektördeki diğer firmalara göre yaptığı satışlara oranla firma değerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Firma Değeri/FVAÖK oranı ise 47,12 olarak hesaplanmış ve sektör ortanca değerinden (8,91) çok fazla yüksekte olduğu anlaşılmıştır. Sektördeki diğer şirketlerin değeri Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Karının 8,91 katı iken ACSEL'in değeri Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Karının 47,12 katıdır. Bu da şirketin değerinin uzun vadede düşeceğini bir başka göstergesi olarak yorumlanabilir.

AKSA'nın Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı 1,31'dir. Sektörün ortanca değeri ise 1,77'dir. Buna göre AKSA'nın piyasa değerinin defter değerine oranı sektör ortalamasının altında olduğundan uzun vadede piyasa değerinin artacağı düşünülebilir. Fiyat/Kazanç oranı 8,23 olduğundan hisse fiyatının, hisse başına kara göre sektör ortanca değerinden (8,40) düşük olduğunu ve uzun vadede değer kazanacağını ifade etmektedir. Firma Değeri/Satışlar oranı 1,13 olarak hesaplanmış aynı şekilde sektör ortanca değerinden (1,41) düşük olduğu görülmüştür. Buna göre firmanın değeri, sektördeki diğer firmalarla karşılaştırıldığında satışlarına oranla düşük olduğunu göstermektedir. Firma Değeri/FVAÖK oranı ise 6,44 olarak bulunmuş ve sektör ortanca değerinin (8,91) altında olduğu anlaşılmıştır. Sektördeki diğer şirketlerin değeri Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Karının 8,91 katı iken AKSA'nın değeri Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Karının 6,44 katıdır. Bu da şirketin değerinin uzun vadede artacağı şeklinde yorumlanmaktadır.

MRSHL'nin bütün piyasa performans oranlarının sektör ortalamasından yüksek olduğu gözlemlenmiş ve ek olarak Fiyat/Kazanç oranının -762,93 olması dikkat çekmiştir. Bu oranın eksi çıkması şirketin net zararının olmasıdır. Bu veriler MRSHL şirketine yatırım yapılmaması gerektiğini göstermektedir.

SASA'nın ise bütün piyasa performans oranları sektör ortanca değerinden düşük çıkmıştır. Bununla birlikte Piyasa Değeri/Defter Değeri 0,71 olup 1'in

altındadır. Bu da firmanın piyasa değerinin, defter değerinden bile daha aşağıda olduğunu göstermektedir. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının 1'den düşük olması her zaman hisse senedi değerinin yükseleceğini göstermeyebilir. Şirketin finansal durumunun bozuk olması veya şirket hakkındaki olumsuz haberler piyasadaki yatırımcıların şirketin hisse senetlerine olan talebi azaltacak ve bu oranın 1'in altında olmasına neden olabilecektir. Bu nedenle SASA'nın Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının 1'in altında çıkmasının olumlu olup olmadığı, Şirket'in KAP açıklamaları incelendikten ve Finansal Tablo Analizi yapıldıktan sonra yorumlanacaktır. Firma Değeri/ Satışlar oranı da aynı şekilde 1'in altında olup 0,50 olarak hesaplanmıştır. Yani firmanın değeri satışlarının yarısı kadardır. Bu da firmanın değerinin orta vadede dahi yükselme olasılığını göstermektedir.

Son olarak SODA'nın piyasa performans oranları incelendiğinde bütün oranların sektör ortalamasından düşük olduğu, firmanın hisse senetlerinin iskontolu olarak işlem gördüğü ve uzun vadede değerleneceği yorumlanmıştır.

5.3.3.2. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Finansal Tablolarının Analizi

Firma analizinde önemli bir hususta şirketlerin finansal tablolarının analizidir. Finansal tablo analizi şirketin likidite durumunu, finansal yapısını, faaliyetinin verimliliğini ve karlılığını ortaya koyar. Bu kapsamda seçilen 5 şirket için 31.12.2015 tarihli finansal tabloları kullanılarak oran analizi çerçevesinde hesaplanan oranlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Seçilen Şirketlerin Finansal Tablo Analizi Kapsamında Hesaplanan Oranları

ORAN ANALİZİ	ACSEL	AKSA	MRSHL	SASA	SODA	Sektör Ortalaması	Sektör Medyanı
Likidite Oranları							
Cari Oran	11,65	1,43	1,96	1,69	3,90	3,08	1,85
Asit Test (Likidite Oranı)	4,82	1,19	1,54	0,98	3,41	2,16	1,36

Nakit Oranı	2,02	0,46	0,49	0,12	2,34	0,96	0,48
Mali Yapı Oranları							
Finansal kaldıraç Oranı	0,10	0,45	0,39	0,44	0,22	0,41	0,41
Finansman Oranı	8,59	1,24	1,59	1,27	3,48	2,28	1,43
Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye Oranı	0,41	0,78	0,52	0,53	0,56	0,61	0,52
Faaliyet Oranları							
Alacak Devir Hızı	6,15	4,27	4,48	4,83	6,23	8,12	4,65
Ortalama Tahsil Süresi	59,32	85,42	81,52	75,53	58,56	44,96	78,41
Stok Devir Hızı	2,03	7,76	6,89	5,00	7,35	5,72	5,08
Stok değişim Süresi	180,09	47,06	53,01	72,98	49,68	63,82	71,87
Aktif Devir Hızı	0,75	0,90	1,48	1,59	0,63	0,92	0,84
Karlılık Oranları							
Net Kar Oranı (%)	2,84	9,83	-0,20	6,36	24,89	11,55	9,85
Mali Rantabilite Oranı (%)	2,37	15,98	-0,47	18,09	20,19	13,41	16,02
Ekonomik Rantabilite Oranı(%)	4,39	13,02	3,11	15,14	14,52	11,52	10,49

Likidite oranları:

Likidite oranları firmaların kısa vadeli borç ödeme gücünü ve kredibilitesini gösterir.

Cari oranın 2'nin üzerinde olması firmaların genellikle kısa vadeli borçlarını ödemede sıkıntı çekmeyeceğine işaret etmektedir. Bu oranda sektör ortanca değeri 1,85'tir. ACSEL'in cari oranı 11,65 olup çok yüksektir. Bu firmanın kaynaklarını verimli kullanmadığını göstermektedir. Benzer şekilde SODA'nın cari oranı 3,90 olup, kısa vade borçlarını ödemede güçlük çekmemesine rağmen kaynaklarını verimli kullanmadığını göstermektedir. Diğer firmaların cari oranı kimya sektörü ortanca değerine yakın olduğundan kısa vadeli borç ödemede güçlük çekecekleri düşünülmemektedir.

Stokların paraya çevrilmesi uzun sürebileceğinden asit-test oranı stoklar hariç tutularak firmaların kısa vadeli borç ödemede zorluk çekip çekmeyeceğini gösterir. Bu oranın 1'in üstünde olması beklenir. Kimya sektöründe bu oran için ortanca değer 1,36'dır. ACSEL'in asit-test oranı 4,82, SODA'nın ise 3,41'dir. Bu iki şirketin oranının yüksek çıkması kaynakları daha verimli olarak kullanacağı düşünülebilir. İncelediğimiz firmalardaki en düşük asit-test oranı 0,98 SASA şirkettir. Stokları paraya çevirmede güçlük çekerse kısa vadeli borçlarını ödemede zorlanabilir.

Nakit oranı ise stokların paraya çevrilemediği, alacağın tahsil edilemediği durumda kısa vadeli borçların ne kadarının sadece nakit ve menkul kıymetler ile karşılanabileceğini gösterir. Nakit oranın 0,20'nin üzerinde olması istenir. Bu oranda da ACSEL ve SODA'nın oranlarının aşırı yüksek olduğu, AKSA ve MRSHL'ın sektör medyanına çok yakın olduğu görülmektedir. Ancak SASA'nın nakit oranı 0,12'dir ve satışlarda yavaşlama ve alacakları tahsilde gecikmeler yaşanırse şirket borç ödemede güçlük çekebilecektir.

Mali Yapı Oranları

Mali Yapı Oranları işletmelerin, varlıklarını nasıl finanse ettiklerini gösteren ve kaynak yapısını ortaya koyan oranlardır.

Finansal Kaldıraç Oranı, aktiflerin ne kadarının borç ile finanse edildiğini gösteren orandır. 0,50'den düşük olması beklenir. Bu oran ACSEL ve SODA'da çok düşük olup, bu firmaların aşırı muhafazakar ve borçtan ziyade özkaynak kullanımlarının daha fazla olduğunu göstermektedir. AKSA, MRSHL ve SASA'nın kaldıraç oranı ise sektör ortanca değerine (0,41) çok yakın olup uygun seviyedelerdir.

Finansman Oranı finansal bağımsızlığı gösteren orandır. En az 1 olması istenir. Kimya sektörü için ortanca değeri 1,43'tür. ACSEL ve SODA'nın finansman oranı çok yüksektir. Bu firmalar finansal anlamda çok bağımsız olsalar da, çok az borç kullandıkları için borcun kaldıraç etkisinden yararlanamamaktadırlar. MRSHL, AKSA, SASA'nın finansman oranları makul seviyededir.

Duran Varlıklar/Devamlı Sermaye Oranı 1 yıldan uzun sürede paraya çevrilecek olan varlıkların ne kadarının, 1 yıldan uzun vadeli kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın 1'den küçük olması arzu edilir. Aksi halde duran varlıkların belli bir kısmının kısa vadeli kaynaklarla finanse edildiği ortaya çıkar. Bu oranda AKSA'nın oranı 1'in altında olmasına rağmen kimya sektörü medyanının üstündedir. Bu nedenle duran varlık finansmanında sektöre göre daha kötü durumda olduğunu göstermektedir. ACSEL, MRSHL, SASA, SODA'da ise bu oran sektör medyanına yakındır.

Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları işletmelerin faaliyetlerinin verimliliğini ortaya koyar.

Alacak Devir Hızı firmaların alacaklarını yılda kaç kez devir ettiklerini gösterir. Bu oran 365'e bölündüğünde alacağın ortalama tahsil süresini verir. Bu oran ACSEL ve SODA'da sektör medyanının üstündedir. Bu iki şirket diğer firmalara göre alacaklarını daha hızlı tahsil etmektedirler. Ortalama tahsil süreleri de diğer firmalara göre daha düşüktür.

Stok Devir Hızı şirketlerin stoklarını yılda kaç kez devir ettiklerini gösterir. Bu oranda ACSEL'in stok devir hızı çok yavaştır. Stoklar 180 günde bir

yenilenmektedir ki bu kötü bir stok yönetimi yapıldığını göstermektedir. SASA'nın stok devir hızı sektör medyanına yakındır. AKSA, MRSHL ve SODA'nın ise stok devir hızları sektör medyanına göre daha iyi durumdadır.

Aktif Devir Hızı aktiflerin ne kadar verimli kullanıldığını gösteren bir faaliyet oranıdır. Bu oranda en başarılı firmalar MRSHL VE SASA'dır. SASA aktiflerini sektör medyanının yaklaşık 2 katı kadar daha verimli kullanmaktadır. ACSEL ve AKSA'nın aktif verimliliği sektör medyanına yakın iken, SODA'nın aktif verimliliği sektör medyanının altında kalmaktadır.

Karlılık Oranları

İşletmelerin karlılığının yeterli olup olmadığını analiz eden oranlardır.

Net Kar Oranı satışların yüzde kaçının dönem karı olduğunu analiz eden orandır. SODA'nın net kar oranı sektör medyanının 2 katı olup karlı çalışan bir şirkettir. AKSA sektör karlılığında çalışırken, ACSEL sektör karlılığının çok altında çalışmaktadır. MRSHL'in bu dönem zarar etmesi nedeniyle bu oran eksi çıkmaktadır. SASA ise net kar oranında sektör medyanının altında kalmıştır.

Mali Rantabilite Oranı işletmelerin özsermayelerini ne kadar verimli kullandıklarını gösteren çok önemli bir orandır. SODA, SASA'nın mali rantabilite oranı sektör medyanının üstüne olduğundan 01.01.2015-31.12.2015 döneminin başarılı geçirdikleri anlaşılmaktadır. AKSA'nın ise mali rantabilite oranı sektör medyanına çok yakındır. O nedenle AKSA'da başarılı bir dönem geçirdiği yorumlanmaktadır. Ancak ACSEL ve MRSHL için 01.01.2015-31.12.2015 dönemi başarısız geçmiştir. Özsermayeleri ile enflasyon kadar bile bir kazanç elde edememişlerdir.

Ekonomik Rantabilite Oranı ise kaynakların verimini ölçer. Ayrıca vergi ve faiz öncesi kar dikkate alındığı için işletmenin tabi olduğu vergi oranları ve borçlanma maliyetleri hariç tutulur. Bu da işletmenin esas faaliyetlerdeki başarısını gösterir. AKSA, SASA ve SODA'nın ekonomik rantabilite oranı sektör medyanının üstündedir. Bu şirketler esas faaliyetlerinde başarılı performans göstermişlerdir. ACSEL ve MRSHL ise esas faaliyetlerinde başarısızdılar.

Burada dikkat çekici nokta MRSHL'in dönem zararı olmasına rağmen FVÖK'nın pozitif olmasıdır. Bu da işletmenin esas faaliyetlerinde kar etmesine rağmen çok yüksek bir finansman gideri nedeniyle dönem zararı oluştuğunu göstermektedir.

5.3.3.3. Firma Analizi Kapsamında Seçilen Şirketlerin Kamuoyu Aydınlatma Platformu Açıklamalarının Analizi

Firma analizi kapsamında şirketlerin KAP'ta yaptığı açıklamaların incelenmesi gerekmektedir. KAP'ta şirket tarafından yapılan özel durum açıklamalarında şirketin gelecekteki yatırımları, yönetim kurulu kararları, kar dağıtım politikası, şirket aleyhine açılan davalar, şirketlerin birleşmesi, satılması gibi birçok önemli bilgi bulunmaktadır. Yatırım kararı verilirken bu bilgiler analiz edilerek şirket yeterince tanınmalıdır.

Bu amaçla firma analizi yapmak için seçtiğimiz 5 şirketin 2016 yılı başından yatırım kararının verileceği 28.04.2016 tarihine kadar KAP'ta yaptığı ve yatırım kararına etki edecek nitelikte olduğu değerlendirilen özel durum açıklamaları analiz edilmiştir.

ACSEL Hakkında 01.01.2016-28.04.2016 Tarihleri Arasındaki Yatırım Kararına Etki Edecek Nitelikte Olduğu Değerlendirilen Özel Durum Açıklamaları

Tablo 9: ACSEL'in 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları

TARİH	ÖZEL DURUM AÇIKLAMASI
04.01.2016	Şirketimiz aktifinde bulunan, üretim tesislerinin, depoların ve idari binasının bulunduğu sanayi alanı dışında kalan, 157 ada, 97 parsel; 265 ada, 8 parsel ve 93 parsel numaralarında kayıtlı toplam 171.432 m2 büyüklüğündeki arazilerimizin gerekli imar değişikliği yapılarak "Sanayi Alanı"na çevrilmesi için Denizli Büyükşehir Belediyesi İmar ve Şehircilik Dairesi Başkanlığı'na başvuru yapılmıştır.
12.02.2016	Şirketimiz ile Petrol-İş sendikası arasında, 10.11.2015 tarihli KAP açıklaması ile başladığı duyurulan ve bugüne kadar devam eden görüşmeler anlaşma ile sonuçlanmış olup, 12.02.2016 (bugün) tarihi itibarıyla 01.01.2016 - 31.12.2017 tarihleri arasındaki dönemi kapsayan Toplu İş Sözleşmesi imzalanmıştır.

12.02.2016	01.01.2015-31.12.2015 Hesap Dönemine ait Finansal Tablolar Kamuoyuna açıklanmıştır.
04.03.2016	Şirketimizin 04.01.2016 tarihinde yaptığı özel durum açıklaması ile Şirketimiz aktifinde bulunan, üretim tesislerinin, depoların ve idari binasının bulunduğu sanayi alanı dışında kalan, 157 ada, 97 parsel; 265 ada, 8 parsel ve 93 parsel numaralarında kayıtlı toplam 171.432 m2 büyüklüğündeki arazilerimizin gerekli imar değişikliği yapılarak "Sanayi Alanı"na çevrilmesi için Denizli Büyükşehir Belediyesi İmar ve Şehircilik Dairesi Başkanlığı'na yaptığı başvuru kamuya duyurulmuştur. Söz konusu başvuru ile ilgili süreç halen devam etmektedir.
09.03.2016	Şirketimizin Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) (No. II-14.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" dahilinde, Uluslararası Muhasebe Standartları ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile uyumlu olarak hazırlanan, bağımsız denetimden geçmiş 01.01.2015 -31.12.2015 hesap dönemine ait finansal tablolara göre 355.697,00-TL; Vergi Usul Kanunları dikkate alınarak hazırlanan tablolara göre 388.035,85-TL tutarında net dönem karı elde etmiştir. Şirketimiz Yönetim Kurulu'nun 09.03.2016 tarihinde yapılan toplantısında alınan; Vergi Usul Kanununa göre elde edilen 388.035,85 TL net dönem karından, 330.261,24-TL geçmiş yıl zararları düşüldükten ve 2.888,73-TL genel kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra oluşan 54.885,88-TL net dağıtılabilir dönem karının dağıtılmayarak, şirket bilançosunda tutulmasına yönelik Yönetim Kurulu önerisi ekte sunulmaktadır.
08.04.2016	Olağan Genel Kurul Toplantı Sonucu Kamuoyuna açıklanmıştır. Genel Kurulda net dağıtılabilir dönem karının dağıtılmayarak, şirket bilançosunda tutulmasına yönelik yönetim kurulu önerisi kabul edilerek, kar dağıtımı yapılmayacağına karar verilmiştir.

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr (20.06.2017)

04.01.2016 tarihli açıklama incelendiğinde şirketin üretim tesislerinin, depoların ve idari binasının bulunduğu arazilerin “Sanayi Alanı’na” çevrilmesi için başvuruda bulunduğu ancak 04.03.2016 tarihindeki açıklamada başvuru ile ilgili sürecin devam ettiği görülmektedir. Şirketin bu arazilerinin Sanayi Alanı’na çevrilmesi şirket için avantajlı olacaktır. Çünkü sanayi alanları yatırım teşviki, ucuz enerji kullanımı gibi birçok avantaja sahiptir. Bu nedenle bu başvurular şirket için olumludur. 12.02.2016 tarihindeki açıklamasında çalışanları ile toplu iş

sözleşmesini imzaladığını belirtmiştir. Bu açıklamada şirket için olumlu bir gelişmedir. Çünkü şirket çalışanları ile anlaşması ve ileriki dönem için herhangi bir üretim aksaması, grev gibi durumlarla karşılaşmayacağını göstermektedir. Şirket 09.03.2016 tarihindeki 54.885,88-TL net dağıtılabılır dönem karının dağıtılmayarak, şirket bilançosunda tutulmasına yönelik yönetim kurulu önerisi ile 08.04.2016 tarihindeki genel kurulda bu dönem kar dağıtımını yapmama kararı almıştır. Kar dağıtımını yapmama kararı şirket için olumsuz bir gelişmedir. Çünkü yatırımcılar düzenli kar dağıtım yapan şirketlere daha çok talep göstermektedirler.

AKSA Hakkında 01.01.2016-28.04.2016 Tarihleri Arasındaki Yatırım Kararına Etki Edecek Nitelikte Olduğu Değerlendirilen Özel Durum Açıklamaları

Tablo 10: AKSA'nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları

TARİH	ÖZEL DURUM AÇIKLAMASI
28.01.2016	2014 yılı Genel Kurul gündemine ilişkin bazı kararların iptali istemli dava hk. (Güncelleme)-Davanın 27.01.2016 tarihindeki duruşmasında Mahkemece, tahkikat aşamasına geçilmesine, davaya konu genel kurulda alınan 2-4-5-6 ve 10 no'lu kararların iptalinin gerekip gerekmediğinin değerlendirilmesi bakımından 26.02.2016 tarihinde saat 13:30'da bilirkişi incelemesi yapılmasına, bir sonraki duruşmanın 01.06.2016 günü saat 14:00'a bırakılmasına karar verilmiştir.
29.01.2016	Şirket Yönetim Kurulu Üyeleri aleyhine açılan sorumluluk davası (2014/1200) ile ilgili gelişmeler (güncelleme)-Bazı Yönetim Kurulu Üyelerimiz aleyhine açılan davanın (2014/1200) tahkikat süreci devam etmekte olup; 28.01.2016 tarihindeki duruşmada Mahkemece, dosyanın talepler konusunda tetkike alınmasına, bir sonraki duruşmanın 14.04.2016 günü saat 14:50'ye bırakılmasına karar verilmiştir.
19.02.2016	01.01.2015-31.12.2015 Hesap Dönemine ait Finansal Tablolar Kamuoyuna açıklanmıştır.
04.03.2016	1 TL Nominal Değerli Paya Ödenmesi Teklif Edilen Nakit Kar Payı - Brüt (TL) 0,85 TL, net 0,7225 TL kar dağıtımını yapılacağına dair yönetim kurulu kararı alınmıştır.
04.04.2016	Kar payı ödeme tarihinin 06.04.2016 olduğu açıklanmıştır.

22.04.2016	Son olarak 9 Ocak 2015 tarihli KAP açıklamasında detayları paylaşılmış olan "505 Solvent Geri Kazanım Ünitesi" devri kapsamında, ünitenin kapasite kullanım oranlarının taslak plandaki öngörülere henüz ulaşmamış olması sebebiyle boş kapasitenin Aksa Akrilik tarafından kullanılmasının yaratacağı ölçek ekonomisi sayesinde tesisin verimliliğinin artması, buna mukabil ödeme planında nihai vade değişmeyecek şekilde anapara taksitlerinin yeniden yapılandırılması ve önümüzdeki 24 aylık anapara taksitlerinin ortalama 7 yıllığına ertelenmesi konularında DowAksa İleri Kompozit Malzemeler Sanayi Limited Şirketi ile mutabakata varılmıştır. Bu çerçevede ertelenen taksitlere ABD doları bazında yıllık %4,25 faiz hesaplanacak ve ertelemeye konu olan 24 ay boyunca faiz ödemeleri devam edecektir. Söz konusu taksit öteleme işlemine istinaden geri ödeme planı boyunca yaklaşık 2,2 milyon ABD Doları tutarında faiz geliri elde edilecektir.
------------	---

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr (20.06.2017)

28.01.2016 ve 29.01.2016 tarihlerindeki açıklamalar incelendiğinde şirketin 2014 yılı genel kurul gündemine ilişkin bazı kararlara karşı iptal istemiyle ve şirket yönetim kurulu üyeleri aleyhine sorumluluk davaları açıldığı ve açılan bu davaların devam ettiği görülmektedir. Bu açıklamalar şirketin gelecekte hukuksal problem ve yaptırımlarla karşı karşıya kalabileceğini gösterdiği için şirket için olumsuz olarak nitelendirilmektedir. 04.03.2016 tarihli kar dağıtımı yapılacağına ilişkin açıklama şirket açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir. 22.04.2016 tarihindeki açıklama şirketin 09.01.2015 tarihli açıklaması da dikkate alınarak incelendiğinde; şirket açısından olumsuz olarak nitelendirilmektedir. Çünkü şirketin daha önce devri için anlaştığı maddi duran varlığa ait ödeme planında değişikliğe gidilerek bu devrin ve ödeme planının ertelenmesi şirkete giren nakit akımlarını azaltacaktır.

MRSHL Hakkında 01.01.2016-28.04.2016 Tarihleri Arasındaki Yatırım Kararına Etki Edecek Nitelikte Olduğu Değerlendirilen Özel Durum Açıklamaları

Tablo 11: MRSHL’ın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları

TARİH	ÖZEL DURUM AÇIKLAMASI
-------	-----------------------

01.02.2016	Şirketimiz Denetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi başkanı Sn. Lütfiye Yeşim Uçtum 29.01.2016 tarihi itibarıyla görevinden ayrılmıştır.
09.03.2016	Şirket Yönetim Kurulu Üyeliğinden istifa eden Ilya Meshcheryakov'un yerine, Şirket Yönetim Kurulunun Gebze 6. Noterliği tarafından onaylanan 2016/01 numaralı YK kararı ile, Bastiaan Zaal atanmıştır. İstifa nedeniyle boşalan Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Kurumsal Yönetim Komitesi üyeliği görevlerini de Bastiaan Zaal devralmıştır.
10.03.2016	01.01.2015-31.12.2015 Hesap Dönemine ait Finansal Tablolar Kamuoyuna açıklanmıştır.
08.04.2016	Şirketimiz Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliğine Gebze 6. Noterliği tarafından onaylanan ve ticaret sicilde tescil edilen 2016/3 nolu yönetim kurulu kararı ile Ayşe Çolak atanmıştır. İstifa nedeniyle boşalan Denetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi görevlerini Ayşe Çolak devralmıştır.

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr (20.06.2017)

Şirketin 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki açıklamaları incelendiğinde; bu tarihler arasında yönetim kurulu üyeliğinde ve Denetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesine görevden ayrılma ve görev değişimi yaşandığı görülmektedir. Bu da şirketin yönetim açısından bir istikrarsızlık ve değişim dönemi geçirdiğini göstermektedir.

SASA Hakkında 01.01.2016-28.04.2016 Tarihleri Arasındaki Yatırım Kararına Etki Edecek Nitelikte Olduğu Değerlendirilen Özel Durum Açıklamaları

Tablo 12: SASA'nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları

TARİH	ÖZEL DURUM AÇIKLAMASI
29.02.2016	Tekstil İşçileri Sendikası ile Tekstil İşkolunda faaliyet gösteren işyerlerinde işletme düzeyinde yapılacak Toplu İş Sözleşmesi görüşmeleri, 1 Mart 2016 tarihinde başlayacaktır.
29.02.2016	01.01.2015-31.12.2015 Hesap Dönemine ait Finansal Tablolar Kamuoyuna açıklanmıştır.
04.03.2016	Şirketimiz tarafından Sermaye Piyasası kurulu'nun Seri (II - 14.1 No'lu) Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca hazırlanan ve Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali

	Müşavirlik A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçmiş 01.01.2015 - 31.12.2015 hesap dönemine ait konsolide finansal tablolarımıza göre 72.112.633,96.-TL "Vergi Öncesi Dönem Kârı" elde edilmiştir. SPK Mevzuatına uygun olarak hesaplanan 2015 yılına ait 72.112.633,96.-TL tutarındaki Vergi Öncesi Dönem Kârı üzerinden, Esas Sözleşmemizin 31. maddesi gereği ve SPK Tebliğlerine uygun olarak Genel Kanuni Yedek Akçe (1.Tertip) ve Yasal Yükümlülükler düşüldükten sonra kalan 66.663.865,13-TL tutarındaki Net Dağıtılabilir Dönem Kârının tamamının geçmiş yıllar zararlarına mahsup edilmesine, Vergi Usul Kanunu hükümlerine göre hazırlanan yasal kayıtlarımız esas alındığında ise, Net Dağıtılabilir Dönem Kârı olan 77.249.607,83.-TL'nin tamamının Olağanüstü Yedek olarak ayrılması, hususunun, 29 Mart 2016 tarihinde yapılacak olan Olağan Genel Kurul'un onayına sunulmasına, oybirliği ile karar verilmiştir.
29.03.2016	Olağan Genel Kurul Toplantı Sonucu Kamuoyuna açıklanmıştır. Genel Kurulda net dağıtılabilir dönem karının dağıtılmayarak, tamamının Olağanüstü Yedek olarak ayrılmasına karar verilmiştir.
01.04.2016	Yönetim Kurulumuz tarafından bugün yapılan toplantıda şirketimizin mevcut üretim kapasitesi ve pazar payını artırması amacıyla 70 Milyon Amerikan Doları değerinde Yeni Elyaf Üretme Tesisi yatırımı yapılmasına karar verilmiş olup yatırımın 2017 sonuna doğru devreye alınması planlanmaktadır. Yatırım sonunda şirketimizin mevcut 160.000 ton/yıl olan Elyaf üretim kapasitesi %100'lük bir artışla 320.000 ton/yıl seviyesine ulaşacak olup ciroya katkısının da yıllık 170 milyon USD civarında olması beklenmektedir. Proje finansmanı kapsamında, Yapı Kredi Bankasından 40 Milyon Euro kredi temin edilmiştir.
28.04.2016	Yönetim Kurulumuzun 28 Nisan 2016 tarihli kararına istinaden, şirketimizin mevcut üretim kapasitesi ve pazar payını artırması amacıyla yaklaşık 110 Milyon Amerikan Doları değerinde İkinci Faz Elyaf Üretim proje çalışmalarına başlanmasına karar verilmiş olup konuya ilişkin gelişmeler kamuoyu ile paylaşılacaktır. Proje şirketimizin mevcut üretim kapasitesinde 200.000 ton/yıl artış gerçekleştirecek, ham petrol varil fiyatının 40-50 USD aralığında olduğu ekonomik şartlarda da ciroya yıllık 230 milyon USD civarında katkı sağlayacaktır. Projenin tamamlanmasını takiben bu proje ile birlikte 2019 yılında şirketimizin toplam elyaf kapasitesi 510.000 ton/yıl seviyesine ulaşacaktır.

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr (20.06.2017)

04.03.2016 tarihindeki açıklamada şirket net dağıtılabilir dönem karının dağıtılmayarak Olağanüstü Yedek olarak ayrılması hususunu Genel Kurul onayına sunmuş, 29.03.2016 tarihindeki açıklamasında ise bu hususu Genel Kurul'un onayladığını ve kar dağıtımı yapılmayacağı belirtilmiştir. Kar dağıtımı yapılmaması şirket için olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. 01.04.2016 ve 28.04.2016 tarihlerindeki açıklamalarda ise şirketin üretim kapasitesinin artırılması için yatırım yapılmasına karar verildiği, bu kapsamda kredi temin edildiği, artacak kapasite sayesinde şirketin yıllık cirosunun yaklaşık 400 milyon USD artacağı ifade edilmiştir. Bu açıklama şirket için olumlu bir gelişmedir. Çünkü şirketin yatırımlarını arttırması gelecekte daha değerli bir şirket olacağını göstermektedir.

SODA Hakkında 01.01.2016-28.04.2016 Tarihleri Arasındaki Yatırım Kararına Etki Edecek Nitelikte Olduğu Değerlendirilen Özel Durum Açıklamaları

Tablo 13: SODA'nın 01.01.2016-28.04.2016 Dönemindeki Önemli Olduğu Düşünülen Özel Durum Açıklamaları

TARİH	ÖZEL DURUM AÇIKLAMASI
02.02.2016	Sermaye Piyasası Kurulu'nun 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "II-17.1" sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin "Yaygın ve Süreklilik Arz Eden İşlemler" başlıklı 10. maddesi gereğince, Şirketimiz ile Şişecam Dış Ticaret A.Ş. ve Şişecam Enerji A.Ş. arasındaki yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerin yanı sıra, yine ilişkili şirketlerimizden olan Solvay Sodi'den ithal edilen soda ürünlerinin bir hesap dönemi içerisindeki tutarının, kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolarda yer alan satışların maliyeti ile brüt satış hasılatına olan oranının % 10'undan fazlasına ulaşacağı öngörüldüğünden, soda ve krom ürünlerinin Şişecam Dış Ticaret A.Ş.'ye satışları ve Şişecam Enerji A.Ş.'ye yapılan elektrik satışlarında olduğu gibi, Sodi'den yapılan soda ithalatlarında da piyasa fiyatlarının uygulandığı, Şişecam Dış Ticaret A.Ş.'ne yapılan satışların ihrac kayıtlı satış olması nedeniyle ilişkili taraf olmayan üçüncü kişilere uygulanan fiyat ile aynı fiyat üzerinden gerçekleştirileceği, satış hizmeti karşılığında makul düzeyde bir komisyon ödeneceği ve işlem koşullarının önceki yıllarla uyumlu ve piyasa koşulları ile karşılaştırıldığında makul olduğu değerlendirilmiştir.

01.03.2016	01.01.2015-31.12.2015 Hesap Dönemine ait Finansal Tablolar Kamuoyuna açıklanmıştır.
01.03.2016	Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri II-14.1 "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği"ne göre hazırlanan 2015 yılı konsolide bilançomuzda yer alan 434.414.674 Türk Lirası tutarındaki 2015 yılı net konsolide bilanço karımızın, SPK'nın kar dağıtımına ilişkin düzenlemeleri ve Esas Sözleşmemizin 28. maddesi ve kamuya açıklanan şirketimizin "Kar Dağıtım Politikası"nda belirtilen esaslara göre ekteki şekilde tefrik edilmesi; - Mevcut çıkarılmış sermayenin; % 36,36363 oranına tekabül eden 240.000.000 Türk Lirası tutarındaki brüt temettünün nakden, % 13,63636 oranına tekabül eden 90.000.000 Türk Lirası tutarındaki temettünün ise bedelsiz pay olarak dağıtılması, - Nakit temettü ödeme tarihinin 29 Nisan 2016 olarak belirlenmesi, bedelsiz payların ise yasal sürecin tamamlanmasını takiben dağıtılması, hususlarının 23 Mart 2016 tarihinde yapılacak Ortaklar Olağan Genel Kurulu'nun görüş ve onayına sunulmasına, karar verilmiştir.
16.03.2016	Soda Sanayii A.Ş. "SODA" ortaklarından Anadolu Cam Sanayii A.Ş.'nin sahip olduğu Şirket sermayesinin % 9,6969'una tekabül eden toplam 64.000.000 TL nominal değerli paylar, 1 TL nominal değerli pay için 4,50 TL fiyatla Ek'li listede bulunan yurt içinde/dışında mukim alıcılara Kurumumuz aracılığıyla (alıcı ve satıcı üye) Toptan Satışlar Pazarı'nda (TSP) satılacaktır. Toptan Satışlar Pazarı'nda (TSP) satılacak paylar "Borsada İşlem Gören" niteliktedir. Söz konusu işlemde adet başına fiyatı; Toptan Satışlar Pazarı (TSP) Kuruluş ve İşleyiş Esasları Genelgesi hükümleri çerçevesinde; başvuru tarihinden önceki iş gününden başlamak üzere geçmiş 10 iş günü boyunca oluşmuş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması alınıp en yakın fiyat adımına uyarlanması suretiyle tespit edilen baz fiyata +/- 20 uygulanarak bulunan fiyat aralığında satıcı ve alıcılar tarafından ortaklaşa mutabık kalınarak serbestçe belirlenmiştir. TSP'de satış işleminin 17.03.2016 tarihinde ve işlemin takasının da Takasbank-İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş. ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. nezdinde gerçekleştirilmesi öngörülmektedir. Satışa konu paylar üzerinde devir veya satışı engelleyici rehin, haciz, teminat v.b. herhangi bir kayıt bulunmamaktadır.
23.03.2016	Kar Payı dağıtılması hususu Olağan Genel Kurulda kabul edilmiştir.
29.03.2016	Şirketimiz ile Petrol İş Sendikası arasında yürütülen 17. Dönem Toplu İş Sözleşmesi görüşmelerinde yasal prosedür uyarınca Petrol İş Sendikası

	tarafından uygulama tarihi daha sonra belirlenmek üzere 29.03.2016 tarihi itibarıyla grev kararı alınmış olup, görüşmeler devam etmektedir.
06.04.2016	Şirketimizin Soda ve Kromsan Fabrikaları işyerleri için Petrol-İş Sendikası ile yürütülmekte olan Toplu İş Sözleşmesi sürecinde Petrol-İş Sendikası tarafından grev uygulama tarihi 05.05.2016 olarak bildirilmiştir. Toplu iş sözleşmesi olağan süreci halen devam etmektedir.
26.04.2016	Nakit Kar Payı Ödeme Tarihi - Mevcut çıkarılmış sermayenin; %36,3636 oranına tekabül eden 240.000.000 Türk Lirası tutarındaki nakit brüt temettünün dağıtımına 29 Nisan 2016 tarihinde başlanacaktır.

Kaynak: Kamuoyu Aydınlatma Platformu, www.kap.gov.tr (20.06.2017)

02.02.2016 tarihine yapılan açıklamada şirket ilişkili tarafları ile yapacağı işlemleri piyasa fiyatından gerçekleştirdiği ve makul olduğu belirtilmektedir. Bu açıklama şirket için olumlu değerlendirilmektedir. Çünkü bu açıklama şirket ilişkili taraf işlemlerinde titiz ve şeffaf davrandığını ve ortaklığın varlıklarını koruduğunu göstermektedir. 01.03.2016 tarihinde yapılan açıklamada ise şirket tarafından hem nakit hem de bedelsiz pay olarak kar dağıtımı yapılması için Olağan Genel Kurulun onayına sunulacağı belirtilmekte ve 23.03.2016 tarihindeki açıklamada ise Genel Kurul tarafından kar dağıtımının onaylandığı ifade edilmiştir. Kar dağıtımı yapılması şirket açısından olumlu bir gelişmedir. 16.03.2016 tarihindeki Toptan Satışlar Pazarındaki pay satış işlemi olumlu olarak değerlendirilmektedir. Çünkü şirket hisse senetlerine yurt içi ve yurt dışı yatırımcılar tarafından talep olduğunu göstermektedir. 29.03.2016 ve 06.04.2016 tarihindeki açıklamada toplu iş sözleşmesi sürecinde sendika tarafından grev kararı alındığı belirtilmektedir. Grev kararı şirket için olumsuz bir durum olarak değerlendirilmektedir. 26.04.2016 tarihinde ise kar payı dağıtım tarihi açıklanmıştır.

Sonuç olarak:

ACSEL için firma analizi yapıldığında; bütün piyasa performans oranları sektör medyanından yüksek çıktığı için ACSEL 28.04.2016 tarihinde hisse senetlerinin primli olarak borsada işlem gördüğü yorumlanmıştır. Şirket'in likidite oranlarının sektör medyanından çok yüksekte olması kısa vadeli borç ödeme

gücünün yüksek olmasına rağmen, kaynaklarını aşırı verimsiz kullandığını göstermektedir. Mali Yapı Oranları incelendiğinde ise, şirketin aşırı muhafazakar davrandığı, kaynaklarının büyük bir kısmının özkaynaklardan oluştuğu belirlenmiştir. Faaliyet oranlarına göre şirketin alacaklarını tahsilatta sıkıntı yaşamadığı ancak stok devir hızının çok yavaş olduğu ve stok yönetiminin kötü olduğu yorumlanmaktadır. Karlılık bakımından ise sektörün çok altında karlılıkla çalıştığı gözlemlenmiştir. Şirketin 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları incelendiğinde ise mevcut üretim tesisinin bulunduğu araziye Sanayi Alanı'na dönüştürmek için kurumlara başvuru yaptığını ve bu başvuru kabul edilirse şirket değeri açısından olumlu olacağı yorumlanmıştır. Ancak şirketin net dağıtılabilir dönem karını dağıtmama kararı şirket değeri için olumsuz olacağı düşünülmektedir. ACSEL için bütün bu analizler dikkate alındığında şirket hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olmadığı değerlendirilmiştir.

AKSA'nın bütün piyasa performans oranları sektör medyanından düşük çıktığı için hisse senetlerinin 28.04.2016 tarihinde hisse senetlerinin iskontolu olarak işlem gördüğü yorumlanmıştır. Şirket'in likidite oranları sektör medyanına çok yakın olduğundan kısa vadeli borç ödemede sıkıntı çekmeyeceği görülmektedir. Şirket'in mali yapısı sektörle karşılaştırıldığında makul olduğu anlaşılmaktadır. Faaliyet verimliliği de aynı şekilde sektörle uyumludur. Ancak stok yönetiminde sektör ile karşılaştırıldığında gözle görünür bir şekilde başarılı olduğu görülmektedir. Şirket sektörteki diğer firmalarla benzer karlılıkla çalışmaktadır. Şirketin 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları incelendiğinde ise şirketin uzun vadede birtakım hukuksal problemler yaşayabileceği ve maddi duran varlık devri ertelenmesi nedeni ile uzun vadede nakit akımlarında azalma yaşanabileceği risklerinin olduğu ortaya çıkmıştır. AKSA için yapılan firma analizi sonucunda firmanın birtakım risklerle karşı karşıya olduğu düşünülmekle birlikte, bu risklerin çok büyük olmadığı, mali yapısı ve faaliyet verimliliği de dikkate alındığında uzun vadede şirket değerine çok büyük oranda etki etmeyeceği düşünüldüğünden, şirket hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olduğu düşünülmektedir.

MRSHL'nin piyasa performans oranları değerlendirildiğinde ise sektör medyanının üstünde olduğu görülmüş, bu sebeple şirket hisse senetlerinin 28.04.2016 tarihinde primli olarak işlem gördüğü ve orta ve uzun vadede değer kaybedeceği görülmüştür. MRSHL'nin likidite oranları sektör medyanına çok yakın olduğundan kısa vadeli borç ödemede sıkıntı çekmeyeceği düşünülmektedir. Şirket'in mali yapısı sektörle karşılaştırıldığında sektöre uyumlu olduğu anlaşılmıştır. Şirket faaliyet verimliliği incelendiğinde stok yönetiminde ve aktif verimliliğinde sektöre göre daha başarılı performans sergilemiştir. Ancak şirketin karlılık durumu iyi değildir. 01.01.2015-31.12.2015 döneminde net dönem zararı vardır. Şirketin özellikle finansman giderleri çok fazladır. Şirketin 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları incelendiğinde yönetim kademesinde istifa ve görev değişimleri olduğu belirtilmekte olduğundan şirketin yönetim anlamında bir değişim sürecinde olduğu düşünülmektedir. MRSHL'nin firma analizine göre özellikle net dönem zararı ve piyasa performans oranlarının yüksekliği nedeniyle şirket hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olmadığı sonucuna varılmıştır.

SASA'nın bütün piyasa performans oranları sektör medyanından düşük olduğu hesaplandığı için 28.04.2016 tarihinde hisse senetlerinin iskontolu olarak işlem gördüğü düşünülmektedir. SASA'nın likidite oranları incelendiğinde asit-test oranının ve nakit oranının sektör medyanının altında olduğu görülmektedir. Şirket stoklarını para çevirmekte sıkıntı yaşarsa kısa vadeli borçlarını ödemekte zorluk yaşayabilir. Şirket agresif bir nakit yönetim stratejisi izlemektedir. SASA'nın mali yapı oranlarının sektör medyanına yaklaşık olduğu gözlemlenmiştir. Faaliyet oranları da aynı şekilde sektöre karşılaştırıldığında sektöre uyumludur. Karlılık yapısı incelendiğinde şirketin net karlılığının sektöre göre düşük olmasına rağmen, özkaynak karlılığının iyi düzeyde olduğu görülmektedir. Şirketin 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları incelendiğinde ise 01.01.2015-31.12.2015 dönemine ait net dağıtılabilir karı dağıtmama kararının şirket değeri için olumsuz olacağı düşünülse de, şirketin cirosunu yaklaşık 400 milyon USD arttıracak yeni yatırımlar yapma kararları ileride şirket değerini arttıracak çok önemli gelişmelerdir. Bu açıklamalar

şirketin büyüme sürecinde olduğunu göstermektedir. SASA'nın firma analizine göre şirketin agresif büyüme stratejisi izlediği düşünülmekte ve bu strateji bazı riskler taşısa da şirket hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olduğu düşünülmektedir.

SODA'nın piyasa performans oranları incelendiğinde hepsinin sektör ortalamasından düşük olduğu, firmanın hisse senetlerinin iskontolu olarak işlem gördüğü ve uzun vadede değerlendirileceği yorumlanmıştır. Şirketin likidite oranları sektörle karşılaştırıldığında yüksektir. Bu da sektörün kısa vadeli borçlarını ödemede rahat olduğunu ancak kaynaklarını verimli kullanamadığını göstermektedir. Mali Yapı Oranları incelendiğinde ise, şirketin kaynaklarının büyük bir kısmının özkaynaklardan oluştuğu belirlenmiştir. Şirket alacaklarını tahsil etmede ve stok yönetiminde sektöre göre gayet başarılı olmakla birlikte aktiflerinin verimliliğinde aynı başarıyı sağlayamamıştır. Şirket karlılıkta gayet başarılıdır. Bütün oranlarda sektör medyanının üstünde bir karlılığı yakalamıştır. Şirketin KAP açıklamaları incelendiğinde ise bu dönem kar dağıtımı yapacağını açıklamış, ayrıca Anadolu Cam Sanayii A.Ş. 'nin sahip olduğu şirket paylarının Toptan Satış Pazarında yerli ve yabancı yatırımcılara satılacağı belirtmiştir. Bu açıklamalar şirketin değerini arttırıcı açıklamalar olduğu düşünülmektedir. Ayrıca şirket çalışanlarının toplu iş sözleşmesi sürecinde grev kararı aldığı açıklanması şirket için olumsuz bir gelişmedir. SODA'nın firma analizi kapsamında mali yapısının iyi olduğu, karlılığının yüksek olduğu ve hisse senetlerinin iskontolu olarak işlem gördüğü dikkate alınarak şirketin hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olduğu kanaatine ulaşılmıştır.

5.3.4. Firma Analizi Yapılan Şirketlerin Hisse Senetlerinin 28.04.2016-28.04.2017 Tarihleri Arasındaki Fiyat Hareketlerinin Değerlendirilmesi ve BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması

Şirketlerin 01.01.2015-31.12.2015 dönemine ait finansal tabloları, 28.04.2016 tarihi hisse senetlerinin kapanış fiyatı ve 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları kullanılarak yapılan firma analizi sonucunda, bu şirketlerin hisse senetleri için yatırım yapılabilir olup olmadıkları

sonucuna varılmıştır. Bu bölümde ise yatırım yapılabilir veya yatırım yapılmaması sonucuna ulaşılan şirketlerin hisse senetlerinin ileriki 1 yıllık vade olan 28.04.2016-28.04.2017 tarihleri arasındaki performansı incelenerek, firma analizi kapsamında varılan sonuçların başarılı olup olmadığı tartışılmaktadır.

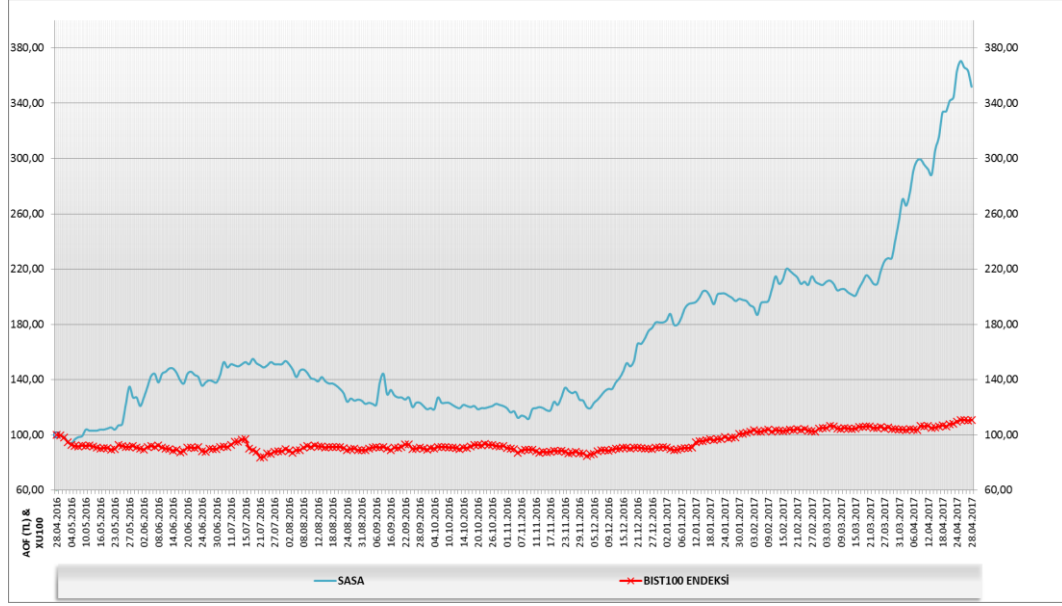
Firma analizi yapılan şirketlerin hisse senetlerine yatırım konusunda varılan sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 14: Firma Analizi Yapılan Şirketler Hakkında Yatırım Kararı

HİSSE SENEDİ	FİRMA ANALİZİ SONUCU
ACSEL	Yatırım yapılabilir değil.
AKSA	Yatırım yapılabilir.
MRSHL	Yatırım yapılabilir değil.
SASA	Yatırım yapılabilir.
SODA	Yatırım yapılabilir.

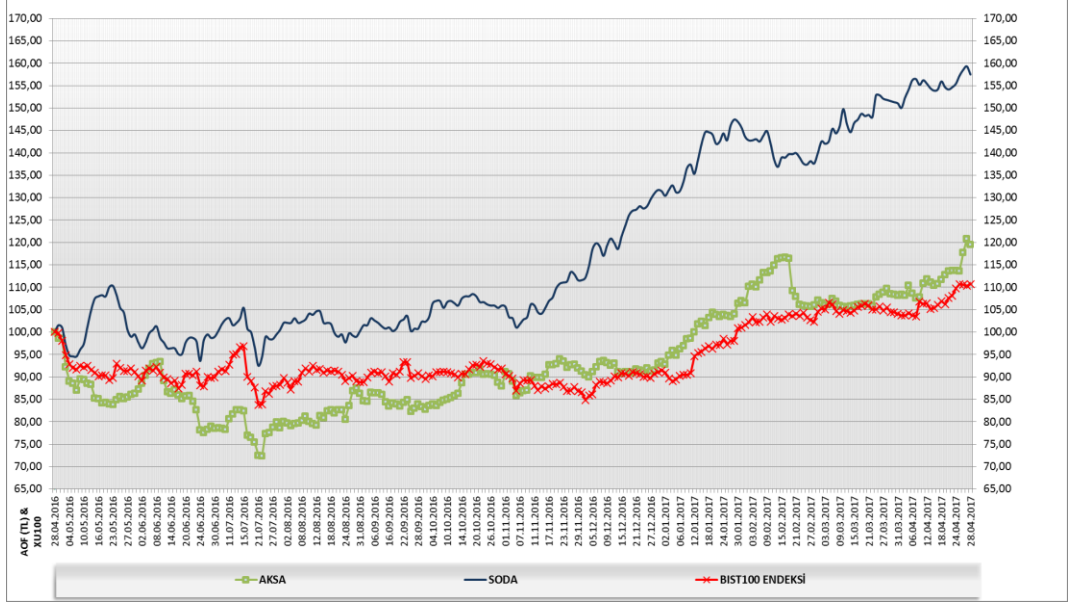
Bu kapsamda 5 firmanın hisse senetlerinin 28.04.2016-28.04.2017 tarihleri arasındaki fiyat hareketleri aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir.

Şekil 4: SASA Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması



Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi SASA hisse senedinin 28.04.2016 tarihindeki kapanış fiyatı (1,29 TL) ve o tarihteki BIST 100 Endeksi 100'e eşitlenmiştir. Bu tarihten 28.04.2017 tarihine kadar BIST 100 Endeksi yaklaşık %10 artış gösterirken SASA hisse senedi fiyatı % 251,16 oranında değer kazanmıştır.(28.04.2017 SASA hisse senedi kapanış fiyatı=4,53). Yani 28.04.2016 tarihinde SASA hisse senedine 100.000 TL yatırım yapan bir yatırımcının 28.04.2017 tarihindeki yatırım değeri 351.160 TL olmuştur.

Şekil 5: AKSA ve SODA Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması

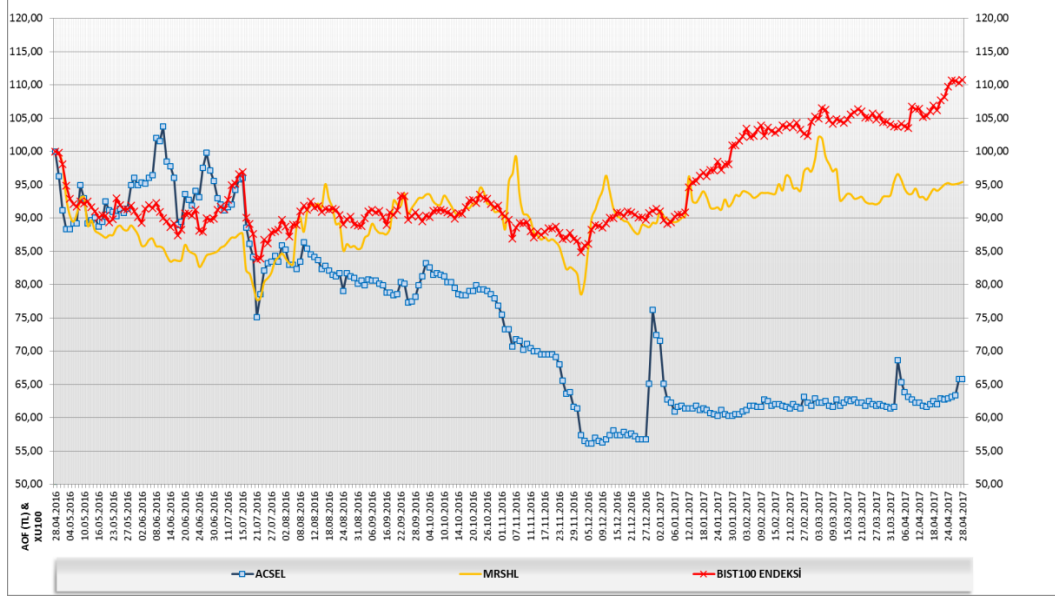


Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi AKSA hisse senedinin 28.04.2016 tarihindeki kapanış fiyatı (8,87 TL), SODA hisse senedinin 28.04.2016 tarihindeki kapanış fiyatı (3,89 TL) ve o tarihteki BIST 100 Endeksi 100'e eşitlenmiştir.

28.04.2016 tarihinden 28.04.2017 tarihine kadar BIST 100 Endeksi yaklaşık %10 artış gösterirken AKSA hisse senedi fiyatı % 19,61 oranında değer kazanmıştır.(28.04.2017 AKSA hisse senedi kapanış fiyatı=10,61). Yani 28.04.2016 tarihinde AKSA hisse senedine 100.000 TL yatırım yapan bir yatırımcının 28.04.2017 tarihindeki yatırım değeri 119.610 TL olmuştur.

28.04.2016 tarihinden 28.04.2017 tarihine kadar BIST 100 Endeksi yaklaşık %10 artış gösterirken SODA hisse senedi fiyatı % 57,86 oranında değer kazanmıştır.(28.04.2017 SODA hisse senedi kapanış fiyatı=6,141). Yani 28.04.2016 tarihinde SODA hisse senedine 100.000 TL yatırım yapan bir yatırımcının 28.04.2017 tarihindeki yatırım değeri 157.860 TL olmuştur.

Şekil 6: ACSEL ve MRSHL Hisse Senedi Fiyat Hareketinin BIST 100 Endeksi İle Karşılaştırılması



Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi ACSEL hisse senedinin 28.04.2016 tarihindeki kapanış fiyatı (4,47 TL), MRSHL hisse senedinin 28.04.2016 tarihindeki kapanış fiyatı (38,44 TL) ve o tarihteki BIST 100 Endeksi 100'e eşitlenmiştir.

28.04.2016 tarihinden 28.04.2017 tarihine kadar BIST 100 Endeksi yaklaşık %10 artış gösterirken ACSEL hisse senedi fiyatı % 34,45 oranında değer kaybetmiştir.(28.04.2017 ACSEL hisse senedi kapanış fiyatı=2,93). Yani 28.04.2016 tarihinde ACSEL hisse senedine 100.000 TL yatırım yapan bir yatırımcının 28.04.2017 tarihindeki yatırım değeri 65.550 TL'ye düşmüştür.

28.04.2016 tarihinden 28.04.2017 tarihine kadar BIST 100 Endeksi yaklaşık %10 artış gösterirken MRSHL hisse senedi fiyatı % 4,05 oranında değer kaybetmiştir.(28.04.2017 MRSHL hisse senedi kapanış fiyatı=36,88). Yani 28.04.2016 tarihinde MRSHL hisse senedine 100.000 TL yatırım yapan bir yatırımcının 28.04.2017 tarihindeki yatırım değeri 95.450 TL'ye düşmüştür.

5.4. Araştırmanın Sonuçları

Ekonomik analize göre 2015 yılında zor bir dönem geçiren dünya ekonomisi 2016 yılının ilk üç ayında toparlanma eğilimine girmiş ve 2016 yılı beklentileri gelişmekte olan ekonomiler için olumludur. Türkiye ekonomisinin analizinde 2013,2014 ve 2015 yılı için gerçekleşen ve 2016 ve 2017 yılı için beklenen ekonomik büyüme, istihdam ve işsizlik, enflasyon, bütçe açığı, dış ticaret açığı, cari açık ve faiz oranı gibi temel ekonomik veriler incelenmiştir. Bu verilere ve beklentilere göre Türkiye ekonomisinin aşması gereken kronik sorunları olmasına rağmen 2016 yılının ılımlı geçeceği ve geleceğe yönelik olumlu beklentilerin olduğu sonucuna varılmıştır.

Sektör analizine göre; Dünya kimya sektörünün büyümekte olan bir sanayi dalı olduğu, ancak bir çok sanayi dalında olduğu gibi Uzak Doğu ülkelerinin sektörde hakimiyeti sağladığı görülmüştür. Türk kimya sektörünün ise gelişme potansiyeli yüksek bir sektör olmasına rağmen, düşük karlılık, ithalat bağımlılığı, ve düşük ihracat pazar payı gibi sorunlarının olduğu gözlemlenmiştir. Türk kimya sanayinin yüksek ürün çeşitliliği yönelik üretim kapasitesi, ileri teknolojiye uyum sağlamış olması, gelişen iç pazar ve Avrupa ve Orta Doğu pazarına yakınlık gibi avantajları vardır. Bununla birlikte Türk kimya sanayi için ithalata bağımlı, üretimin çoğunluğunun kobi ölçekli firmalar tarafından yapılması ve Asya ülkeleri faktörleri ise dezavantajlı olduğu konulardır. Türk kimya sanayi genel olarak değerlendirildiğinde potansiyel vaat eden bir sektördür. Bununla birlikte 2015 yılında BIST’de yatırımcısına en çok kazanç sağlayan ikinci sektör %18’lik ortalama kazanç ile Kimya, petrol ve plastik sektörü olmuştur.

Firma analizi kapsamında öncelikle kimya sektöründe faaliyet gösteren ve BIST’te işlem gören firmalar için hisse senedi değerlemesinde kullanılan modellerden; Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranları hesaplanmış ve bu oranları sektör medyanına göre iyi durumda olan yani hisse senetleri iskontolu olarak işlem gören 3 şirket (AKSA, SASA, SODA) ve bu oranları sektör

medyanına göre kötü durumda olan yani hisse senetleri primli olarak işlem gören 2 şirket (ACSEL, MRSHL) ayrıntılı firma analizi yapmak için seçilmiştir.

Ayrıntılı firma analizi kapsamında seçilen şirketlerin 31.12.2015 tarihli mali tabloları finansal tablo analiz yöntemlerinden oran analizi yöntemiyle incelendiğinde; likidite oranları kapsamında, ACSEL ve SODA'nın nakit kaynaklarını verimli kullanmadığı, AKSA, SASA ve SODA'nın ise likidite durumlarının sektöre göre normal olduğu ve kısa vadeli borç ödemede sıkıntıya düşebilecek durumda oldukları görülmüştür.

Mali yapı oranlarında ise ACSEL ve SODA'nın aşırı muhafazakar oldukları, borçtan ziyade özkaynak kullanımına ağırlık verdikleri ve borcun kaldıraç etkisinden faydalanamadıkları, MRSHL, AKSA, SASA'nın ise borç-özkaynak dengesi sektöre göre makul bir seviyede olduğu görülmüştür.

Faaliyet oranlarında; ACSEL ve SODA diğer firmalara göre alacaklarını daha hızlı tahsil etmektedir. MRSHL, AKSA, SASA'nın alacak devir hızları sektör medyanına yaklaşık seviyededir. ACSEL'in stok devir hızı çok yavaştır. SASA'nın stok devir hızı sektöre göre normal seviyededir. AKSA, MRSHL ve SODA'nın ise stok devir hızları sektör medyanına göre daha iyi durumdadır. Aktiflerini verimli kullanmakta en başarılı firmalar MRSHL VE SASA'dır. SASA aktiflerini sektör medyanının yaklaşık 2 katı kadar daha verimli kullanmaktadır. ACSEL ve AKSA'nın aktif verimliliği sektör medyanına yakın iken, SODA'nın aktif verimliliği sektör medyanının altında kalmaktadır.

Karlılık oranlarında SODA ve SASA'nın karlılık oranları çok iyi olup sektör medyanının üstündedir. AKSA'nın ise karlılık oranı sektör medyanına çok yakın olup başarılı bir dönem geçirmiştir. Ancak ACSEL ve MRSHL 01.01.2015-31.12.2015 dönemi karlılık oranları çok düşük olup, Özsermayeleri ile enflasyon oranı kadar bile bir kazanç elde edememişlerdir.

Firma analizi kapsamında seçilen şirketlerin finansal tabloları analiz edildikten sonra, şirketlerin 01.01.2016 tarihinden yatırım kararı verildiği tarih olan 28.04.2016 tarihine kadar olan KAP açıklamaları analiz edilerek şirketin

gelecekteki yatırımları, yönetim kurulu kararları, kar dağıtım politikası, şirket aleyhine açılan davalar, şirketlerin birleşmesi, satılması gibi birçok önemli bilgi incelenmiştir. Bu kapsamda;

- ACSEL'in mevcut üretim tesisinin bulunduğu araziye Sanayi Alanı'na dönüştürmek için kurumlara başvuru yaptığını ve bu başvuru kabul edilirse şirket değeri açısından olumlu olacağı ancak net dağıtılabilir dönem karını dağıtmama kararı şirket değeri için olumsuz olacağı,

- AKSA'nın şirketin uzun vadede birtakım hukuksal problemler yaşayabileceği ve maddi duran varlık devri ertelenmesi nedeni ile uzun vadede nakit akımlarında azalma yaşanabileceği risklerinin olduğu,

- MRSHL'in yönetim kademesinde istifa ve görev değişimleri olduğu belirtilmekte olduğundan şirketin yönetim anlamında bir değişim sürecinde olduğu,

- SASA'nın cirosunu yaklaşık 400 milyon USD arttıracak yeni yatırımlar yapma kararları ileride şirket değerini arttıracak nitelikte olduğu,

- SODA'nın ise şirket paylarının yerli ve yabancı yatırımcılara satılacağı haberlerinin olumlu olduğu, şirket çalışanlarının toplu iş sözleşmesi sürecinde grev kararı aldığı açıklanmasının ise şirket için olumsuz olduğu

yorumlanmıştır.

Şirketlerin 01.01.2015-31.12.2015 dönemine ait finansal tabloları, 28.04.2016 tarihi hisse senetlerinin kapanış fiyatı ve 01.01.2016-28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları kullanılarak yapılan firma analizi sonucunda; AKSA, SASA, SODA hisselerinin yatırım yapılabilir olduğu, ACSEL ve MRSHL şirketlerine ise yatırım yapılabilir olmadığı sonucuna varılmıştır.

Sonuç olarak Temel Analiz sonuçlarının test edilmesi amacıyla; yatırım yapılabilir veya yatırım yapılmaması sonucuna ulaşılan şirketlerin hisse senetlerinin ileriki 1 yıllık vade olan 28.04.2016-28.04.2017 tarihleri arasındaki performansı BIST 100 Endeksi ile karşılaştırılarak ulaşılan sonuçların başarısı tartışılmıştır.

28.04.2016-28.04.2017 döneminde BIST 100 Endeksi %10 artış gösterirken, yapılan temel analize göre yatırım yapılabilir olduğu sonucuna varılan şirketlerden;

- SASA hisse senedi fiyatı % 251,16 oranında,
- SODA hisse senedi fiyatı % 57,86 oranında,
- AKSA hisse senedi fiyatı % 19,61 oranında

değer kazanırken, yapılan temel analize göre yatırım yapılabilir olmadığı sonucuna varılan şirketlerden;

- ACSEL hisse senedi fiyatı % 34,45 oranında,
- MRSHL hisse senedi fiyatı ise % 4,05 oranında

değer kaybetmiştir.

Araştırmanın sonuçlarına göre; bu çalışma için seçilen hisse senetleri ve seçilen dönem kapsamında uygulanan temel analiz yönteminin ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranı modelleri ile yapılan hisse senedi değerlemesinin başarılı sonuç verdiği kanaatine ulaşılmıştır.

SONUÇ

Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara sermaye piyasaları denir. Bu nedenle sermaye piyasalarına yatırım yapanlar uzun vadeli yatırım yaparlar. Sermaye piyasasındaki yatırım araçları hisse senedi, tahvil, kar zarar ortaklığı, gelir ortaklığı senetleri vb. menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası yatırım araçlarından en çok tercih edilen yatırım aracı ise hisse senetleridir.

Hisse senedi yatırımcılarının başlıca 3 tür gelirleri vardır. Bunlar; yatırım yapılan şirketin hisse başına dağıtacağı yıllık kar payı (temmettü) geliri, hisse senedinin değerinde zaman içinde meydana gelen artış (sermaye kazancı) ve rüçhan hakkı kuponun satışından elde edilen gelirlerdir. Türkiye gibi sermaye

piyasaları gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi yatırımcılarının başlıca gelir kaynağı sermaye kazancıdır.

Hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararı verirken genellikle kullandıkları 2 yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler temel analiz ve teknik analiz yöntemleridir. Temel analiz yöntemi uzun vadeli yatırımcıların tercih ettiğı bir yöntem olup; öncelikle genel ekonomin analizi, daha sonra sektör analizi ve son olarak da firma analizi aşamalarından oluşur. Yatırım kararı bu detaylı analiz aşamaları tamamlandıktan sonra verilir. Teknik analiz ise kısa vadeli yatırımcıların tercih ettiğı ve hisse senedinin kısa dönemdeki fiyat hareketlerinden kazanç sağlamayı hedefledikleri bir yöntemdir. Bu yöntem; hisse senedinin geçmiş verileri ve fiyat hareketlerinin, gelecekte tekrarlanacağı varsayımına dayanır. Temel analizde amaç; piyasa iskontolu değeri ve gelecekte değeri artacağı tahmin edilen hisse senedini bulmak iken, teknik analizdeki amaç ise hisse senedinin alım ve satım zamanını tahmin etmek ve kısa dönemde kazanç sağlamaktır.

Etkin piyasalar hipotezine göre ise, hisse senedinin değerini oluşturan bilgidir ve firmalar hakkındaki bütün bilgilere her yatırımcı herhangi bir maliyete katlanmadan ulaşabileceğı için normal kazançtan fazla kazanmak mümkün değildir.

Temel analiz yöntemi hisse senedinin fiyatının er veya geç gerçek değerine ulaşacağı varsayımına dayanır. Bu yüzden bu yöntemde amaç; hisse senedinin gerçek değerini bulmak ve bu değeri piyasa değeri ile karşılaştırmaktır. Eğer hesaplanan gerçek değer piyasa değerinden büyükse hisse senedinin piyasada iskontolu olarak işlem gördüğü sonucuna varılır ve yatırım yapma kararı alınır. Eğer hesaplanan gerçek değer piyasa değerinden düşükse hisse senedi piyasada primli olarak işlem görmektedir ve uzun vadede hisse senedinin fiyatı düşecektir. Bu durumda; analiz edilen hisse senedine yatırım yapmama kararı alınır.

Temel analiz yönteminde amaç hisse senedinin gerçek değerini bulmak olduğu için bu yöntemin firma analizi aşamasında; hisse senedinin gerçek değerini bulmak için hisse senedi değeri modellerinden yararlanılmaktadır.

Analizcilerin kullandığı birçok hisse senedi değerlendirme modeli vardır. Bu modellerden pratikte yatırımcılar tarafından en çok kullanılan hisse senedi değerlendirme modelleri ise piyasa performans oranları olarak da anılan Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranı modelleridir.

Bu tez çalışmasının temel amacı, hisse senedi piyasalarında yatırım kararı verilirken kullanılan temel analiz yöntemini anlatmak ve bu yöntemi kullanılarak kazançlı yatırımlar yapıp yapılamayacağı araştırmaktır. Böylece birikimlerini bu piyasalarda değerlendirmek isteyen küçük tasarruf sahiplerine bakış açısı kazandırmak istenmektedir. Bu kapsamda BIST'te işlem gören ve kimya sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine temel analiz yöntemi uygulanarak yatırım yapıp yapmama kararı alınması ve bu kararın sonucunda yapılan yatırımın getiri performansı BIST 100 endeksi ile karşılaştırılmalı olarak incelenmiştir.

Bu araştırmada; ilk aşamada Dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisi incelenmiştir. Dünya ekonomisine ilişkin 2008 krizi sonrası dönemden 2015 yılı sonuna kadar geçen dönemdeki görünüm ve 2016 yılına ilişkin beklentiler incelenmiştir. Daha sonra Türkiye ekonomisi hakkında; 2013-2015 yılları arası büyüme oranları, istihdam verileri, enflasyon oranları, faiz oranları, bütçe açığı ve cari açık verileri gibi temel ekonomik göstergeler araştırılmış ve 2016 yılına ilişkin beklentiler incelenmiştir. Bu incelemeler ve analizler sonucunda Türkiye ekonomisinde bazı risk ve kronik sorunlar olduğu, ancak beklentilerin 2016 yılı ve ileriki yıllarda Türkiye ekonomisinin ılımlı bir seyir halinde olacağı ve uzun vadede sorunlarını çözebileceği, Türk sermaye piyasalarının 2016 ve sonrası dönemde olumlu performans sergileyebileceği, yatırım fırsatlarının olduğu ve hisse senedi piyasalarına yatırım yapılması durumunda kazanç sağlanabileceği değerlendirilmiştir.

Bu aşamadan sonra sektör analizi aşamasına geçilmiş ve Dünya kimya sektörünü ve Türk kimya sektörü incelenmiştir. Dünya'da kimya sektörünün gelişmekte ve büyümekte olduğu ancak birçok sektör gibi bu sektöründe

Uzakdoğu ülkelerinin hakimiyetine geçtiği görülmüştür. Türk kimya sektörü hakkında ise ihracat ve ithalat rakamları ve ihracat yaptığımız ülkeler incelenmiş ve Türk kimya sektörünün güçlü ve zayıf yönleri ile bu sektörün karşısındaki fırsat ve tehditler araştırılmıştır. Türk kimya sektörünün çözülmesi gereken sorunları ve bazı zayıf yönleri olmasına rağmen, potansiyel vadettiği, önü açık ve gelişmekte olan bir sektör olduğu değerlendirilmiş ve Türk kimya sektörünün 2016 yılı ve sonrası için yatırım yapılabilir bir sektör olduğu ve yatırımcısına orta ve uzun vadede kazanç sağlayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Son aşama olan firma analizinde ise BIST'te işlem gören kimya sektöründeki şirketler için temel analiz yönteminde en çok kullanılan değerlendirme modelleri olan, piyasa performans oranları olarak da ifade edilen Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Kazanç Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Firma Değeri/FVAÖK Oranları 31.12.2015 tarihli finansal tabloları kullanılarak her bir şirket için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Bu kapsamda; piyasa performans oranlarının tamamı sektör ortanca değerlerinden düşük olan ve yatırım yapılabileceği AKSA, SASA, SODA şirketleri ile piyasa performans oranlarının tamamı sektör ortanca değerlerinden yüksek olan ve yatırım yapılmaması gerektiği düşünülen şirketlerden ACSEL, MRSHL şirketleri daha ayrıntılı firma analizi yapmak için seçilmiştir. Ayrıntılı firma analizi kapsamında seçilen 5 şirketin 01.01.2015-31.12.2015 dönemine ait finansal tabloları ve 01.01.2016 tarihi ile yatırım kararı tarihi olan 28.04.2016 tarihleri arasındaki KAP açıklamaları analiz edilmiştir.

Yapılan firma analizi sonucunda; AKSA, SASA, SODA hisselerinin piyasada iskontolu olarak işlem gördüğü, finansal tablo analizindeki oranlarının sektör medyanları ile karşılaştırıldığında olumlu olduğu ve KAP açıklamalarının genellikle gelecek hakkında olumlu izlenim verdiği sonucuna varılmış ve bu hisse senetlerinin yatırım yapılabilir olduğu, ACSEL ve MRSHL şirketlerinin ise piyasada primli olarak işlem gördüğü, finansal tablo analizindeki oranlarının sektör medyanları ile karşılaştırıldığında olumsuzluklar olduğu ve KAP

açıklamalarının genellikle gelecek hakkında olumsuz izlenim verdiği sonucuna varılmış ve bu hisse senetlerine yatırım yapılabilir olmadığı sonucuna varılmıştır.

Sonuç olarak da 28.04.2016 tarihindeki yatırım kararı için uygulanan temel analiz sonuçlarına göre yatırım yapılabilir olduğu sonucuna varılan şirketlerden; 28.04.2016-28.04.2017 döneminde (BIST 100 Endeksi %10 artış gösterirken) SASA hisse senedi fiyatının % 251,16 oranında, SODA hisse senedi fiyatı % 57,86 oranında AKSA hisse senedi fiyatı % 19,61 oranında değer kazandığı ve temel analize göre yatırım yapılabilir olmadığı sonucuna varılan şirketlerden; ACSEL hisse senedi fiyatı % 34,45 oranında, MRSHL hisse senedi fiyatı ise % 4,05 oranında değer kaybettiği gözlemlenmiştir. Bu kapsamda temel analiz sonucunda verilen kararların başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

Afşar, A. ve Afşar, M. (2010). *Finansal Ekonomi: Spk Lisanslama Sınavlarına Uyumlu*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2001). *Finansal tablolar ve Mali analiz teknikleri*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Akgüç, Ö. (1995). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2013). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Aktaş, M., (2008). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi getirileri ile ilişkili olan finansal oranların araştırılması*. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, 37 (2), 137-150.

Apak, S. ve Demirel, E. (2009). *Finansal Yönetim: Sermaye Piyasaları*. (1. Cilt) İstanbul: Papatya Yayıncılık.

Arat, M. E. (2005). *Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar: İlkeler & Yorumlar*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı.

Ataman, Ü. ve Kibar, H. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Ayrıçay, Y., & Türk, V. E. (2014). *Finansal oranlar ve firma değeri ilişkisi: BIST'de bir uygulama*. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 64(Ekim 2014), 53-70.

Babuşcu, Ş., Hazar, A., Yenice, S., Ceylan, M. ve Bektaş, S. (2011). *SPK Gayrimenkul - Konut Değerleme Uzmanlığı Lisanslama Sınavlarına Hazırlık: Temel Finans Matematiği*. Ankara: Bankacılık Akademisi Yayınları.

Bayrakdaroğlu, A. (2012). *Performans ölçütlerinin hisse senedi getirilerini açıklayabilme gücü üzerine ampirik bir çalışma*. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 53 (Ocak 2012), 139-158.

Bektöre, S. Ve Çömlekçi F. (1980). *Mali Tablolar Analizi*. Eskişehir: İ.T.İ.A Basımevi.

Berk, N. (2002). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sanayi Genel Müdürlüğü. (2015). *Sektörel Raporlar ve Analizler Serisi, Kimya Sektörü Raporu*. 20.07.2017, <http://sanayipolitikalari.sanayi.gov.tr/Public/SectorReports/4>
- Bolak, M. (1994). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymet ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Büyükalvarcı, A. (2010). *Finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin analizi: IMKB İmalat Sektörü üzerine bir araştırma*. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 48, 130-141.
- Canbaş, S. ve Doğukanlı H. (2007). *Finansal Pazarlar*. Adana: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Durmuş, A. H. (1981). *Mali Tablolar Tahlili*. İstanbul: İ.İ.T.İ.A. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı.
- Ekonomi Bakanlığı. (2016). *Sektör Raporları: Kimya Sektörü*. 20.07.2017, <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-225802>
- Ercan, M. K. ve Ünsal B. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2005). *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*. Ankara: Gazi kitabevi.
- Ergin, E. (2015). *Hisse senedi piyasalarında temel analiz: 2008 - 2013 yılları arasında BİST'te işlem gören sigorta şirketleri üzerine bir uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi /Sosyal Bilimler Enstitüsü, Osmaniye.
- Ertürk, İ. (2012). *Temel analiz yöntemiyle hisse senetlerine yatırım ve cam sektörü üzerine bir uygulama*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Marmara Üniversitesi / Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Fama, E. F. (1965). *The Behavior of Stock Market Prices, Journal of Business*. vol.38.

Fischer, D. E., Jordan, R.J. (1975). *Security Analysis and Portfolio Management*. New Jersey: Prentice-Hall.

Francis, J. (1976). *Investment Analysis and Management*. Mc. Graw Hill, USA.

Gordon, M. J. (1962). *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*. RD Irwin Inc.

Gordon, M. J. (1963). *Optimal Investment and Financing Policy*. The Journal of Finance.

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

Gürsoy, C. T. (2014). *Finansal Yönetim İlkeleri*. İstanbul: Beta Yayınları.

Horasan, M. (2009). *Fiyat/Kazanç oranının hisse senedi getirilerine etkisi: İMKB 30 endeksi üzerine bir uygulama*. Ataturk University Journal of Economics & Administrative Sciences, 23(1), 181-192.

Horne, J. C. V. (1983). *Financial Management and Policy*. New Jersey: Prentice Hall Inc.

IMF. (2016). *Global Prospects and Policy Challenges*. 18.07.2017, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/022616.pdf>

İMKB Yayınları (2011). *Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.

İstanbul Kimyevi Maddeler ve Mamülleri İhracatçıları Birliği. (2015). *2015 Çalışma Yılı Raporu*. 20.07.2017, <http://www.ikmib.org.tr/files/downloads/2015%20%C3%87al%C4%B1%C5%9Fma%20Y%C4%B1%C4%B1%20Raporu%20Son%20Hali.PDF>

İstanbul Sanayi Odası. (2015). *Küresel Rekabette İstanbul Sanayi Odası Meslek Komiteleri Sektör Stratejileri Projesi, Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler İmalatı Sanayi*. 21.07.2017, http://www.iso.org.tr/Sites/1/upload/files/ISO_Kimyasallar_ve_Kimyasal_Urunler_Imalati_Sanayi_Sektor_Raporu_2015-3987.pdf

İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.

Johnson, T. E. (1983). *Investment Principles*. New Jersey: Prentice-Hall.

Kalkınma Bakanlığı. (2015). *Orta Vadeli Program* 18.07.2017, [http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/12/Orta%20Vadeli%20Program%20\(2016-2018\)\(Revize\).pdf](http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/12/Orta%20Vadeli%20Program%20(2016-2018)(Revize).pdf)

Kalkınma Bakanlığı. (2016). *Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler Bülteni Ocak-Mart 2016*. 18.07.2017, <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSNADEK%20SON%20GELMELER/Attachments/41/DEG%20Ocak-Mart%202016.pdf>

Karaşin, A. G. (1986). *Sermaye Piyasası Analizleri*. Ankara: SPK Yayınları.

Karşlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Küçükkaplan, İ. (2013). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören üretim firmalarının piyasa değerini açıklayan içsel değişkenler: panel verilerle sektörel bir analiz*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 8(2),161-182.

Latane, H. E., Tuttle D. L. (1970). *Security Analysis and Portfolio Management*. New York: The Ronald Press Co.

Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü. (2016). *Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri 2000-2016*. 18.07.2017, <http://www.bumko.gov.tr/TR,185/merkezi-yonetim-butcesi.html>

Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü. (2017). *Temel Ekonomik Büyüklükler 2000-2017*. 18.07.2017, <http://www.bumko.gov.tr/TR,7044/temel-ekonomik-buyuklukler-2000-2017.html>

Okka, O. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Nobel Yayınları.

Öz, B., Ayriçay, Y., & Kalkan, G. (2011). *Finansal oranlarla hisse senedi getirilerinin tahmini: İMKB 30 endeksi hisse senetleri üzerine diskriminant analizi ile bir uygulama*. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11 (3), 51-64.

Özerol, H. (2012). *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*. Ankara: Elma Yayınevi.

Öztürk, H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları: Teorik Ve Pratik Yaklaşımlar*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- Parasız, İ. (2009). *Para, Banka Ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Perşembe, A. (2001). *Teknik analiz mi dedin? Hadi canım sen de!* İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Poyraz, E. (2013). *Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Pringle M. J. (1980). *Technical Analysis Explained*. New York: Mc. Graw Hill Book Company.
- Samin, C. (1979). *Finansal Analiz*. İstanbul: Çağlayan Basımevi.
- Şıklar, İ. (2008). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- TCMB. (2016). *Enflasyon Raporu 2016-1*. 18.07.2017, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2017). *Merkez Bankası Faiz Oranları*. 19.07.2017, www.tcmb.gov.tr
- Tevfik, A. T. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*. İstanbul: Literatür yayınları..
- TOBB (2015). 72. Genel Kurul Ekonomik Rapor. 18.07.2017, <https://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/2016/72GK/72-Genel-KurulEkonomikRapor2015.pdf>
- Tufan, A. (2001). *Hisse senedi değerlemede temel analiz yaklaşımı ve yaklaşımın uygulamadaki kullanımını test etmeye yönelik bir araştırma*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- TÜİK. (2017). *Nüfusun İşgücü Durumu*. 18.07.2017, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>
- TÜİK. (2017). *Tüketici Fiyat Endeksi*. 18.07.2017, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>
- TÜİK. (2017). *Yıllara Göre Dış Ticaret*. 19.07.2017, http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1046
- Türkiye İş Bankası. (2016). *Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler*. 18.07.2017, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201604.pdf
- TÜSİAD. (2015). *2016 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi*. 18.07.2017, <http://tusiad.org.tr/tum/item/8637-2016-ya-girerken-turkiye-ve-dunya-ekonomisi>
- Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ülgener, M. (1994). *Hisse senedi değerleme yöntemleri ve temel analiz*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Vinals, J. and Berges, A. (1988). *Financial Innovation and Capital Formation, Innovation, Technology and Finance*, European Investment Bank.

Walsh, C. (1998). *Les Ratios Cles Du Management*. Paris: Village Mondiale.

Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.

Yazıcı, M. (1976). *Bilanço Kuramları ve Çözümleri*. İstanbul: Nihad Sayar Yardım Vakfı Yayınları.

Zeikel, A., Cohen, J. B. and Edward, Z. D. (1982). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Irwin Inc.