

ESKİŞEHİR İKTİSADİ ve TİCARİ İLİMLER AKADEMİSİ

2968

7
37

T. C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ

Anonim Şirketlere
Yapılacak Yatırımlarda
Hisse Senetlerini
Değerleme Yöntemleri.

(Doçentlik Tezi)

Dr. Semih BÜKER /

Anadolu Üniversitesi
Eskişehir

1975

İ Ç İ N D E K İ L E R

G İ R İ Ő

I. YATIRIM AMAÇLARI	1
1- KİŞİSEL ETKENLER	2
A- Yatırımcının yaşı ve sağlık durumu	2
B- Yatırımcının bakmakla yükümlü olduğu kişilerin sayısı ve yaşları	2
C- Yatırımcının bilgisi ve zamanı	2
D- Yatırımcının ruhsal yapısı	3
2- FİNANSAL ETKENLER	3
A- Yatırılan sermayenin korunması isteği	3
B- Devamlı ve belirli bir gelir isteği	4
C- Değer artışı sağlama isteği	4
II. YATIRIM-SPEKÜLASYON	5
III. YATIRIM İLE İLGİLİ BİLGİLERİN KAYNAğI	7
IV. HİSSE SENEDİ SEÇİMİNDE YAKLAŞIMLAR	9
1- TEMEL ANALİZ YAKLAŞIMI	9
2- TESADÜFİ SEÇİM YAKLAŞIMI	9
3- TEKNİK ANALİZ YAKLAŞIMI	10
4- CÜZDAN (FORTFOY) TEORİSİ	10

B İ R İ N C İ B Ö L Ü M

HİSSE SENETLERİNİ DEğERLEME YÖNTEMLERİ

I. TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİ	13
1- TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİNİN YAPILIŞI	14
A- Gelirlerin kapitalize edilmesi	15
B- Kâr paylarının kapitalize edilmesi	15

2- GELİRLERİN SAPTANMASI VE NORMAL HALE GETİRİLMESİ	16
A- Satışlar ve hisse senedi başına gelir arasındaki ilişkiler	17
B- Toplam şirket kârları ve milli ekonomi	19
C- Gelir raporunun incelenmesi	19
a) Hisse senedi başına gelirler	19
b) Hisse senedi başına nakit akışı veya nakit olarak gelirler	20
c) Gelirde dalgalanmalar	21
d) Hisse senedi başına bozulmuş gelirler ...	22
e) Hisse senedi olarak kâr payları ve hisse senetlerinin bölünmesine göre hisse senedi başına gelirlerin hesaplanması	23
f) Harcama ve giderlerde değişimler	24
D- Aynı şirket için değişik iki gelir raporu ve bu farkı doğuran nedenler	25
a) Satışlar	26
b) Stoklar	26
c) Amortisman	27
d) Araştırma ve geliştirme	29
E- Muhasebe gelirini etkileyen etkenler	31
F- Muhasebe gelirlerinin bilanço üzerine etkisi	32
G- Gelir raporu rakamlarında ayarlamalar	33
a) Satışlar	34
b) Stokların değerlendirilmesi	34
c) Amortisman	34
d) Öteki ayarlamalar	35
H- Açık olmayan giderler	35

3- KAPITALİZASYON ORANININ BELİRLENMESİ	38
4- RISK NEDİR-NASIL HESAPLANIR?	38
A- Tahminlerin yapılması	39
a) Yalın bir yaklaşım	39
b) Bilimsel bir yaklaşım	40
c) İki yaklaşımın eşitliği	43
B- Risk ve belirsizlik	44
C- Toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk	44
a) Sistematik risk	44
b) Sistematik olmayan risk	45
D- Riskin kaynakları	46
a) Riskin sistematik kaynakları	46
1. Faiz oranı riski	46
2. Satın alma gücü riski	48
3. Pazar riski	53
b) Riskin sistematik olmayan kaynakları	53
1. Finansal risk	53
2. Yönetim riski	63
3. Endüstri riski	63
c) Değişik risklerin birbirleri üzerine etkisi	64
5- HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN BULUNMASI	64
A- Varlık değerleri	65
B- Çarpanlar	66
a) Gelir çarpanları	67
b) Büyümenin ölçülmesi	74
c) Büyüme değişkenleri	75

d) Büyüyen hisse senetlerini değerlendirme yöntemleri	77
1. Devamlı büyüme oranı yöntemi	77
2. Gelecek büyüme oranının seçimi	79
e) "Normal gelirlere" uygulanan çarpan	79
f) Kâr payı ve gelir ilişkisi	80
g) Kâr payı çarpanları	80
1. Kâr payı çarpan formülü	80
2. Sıfır kâr payı	82
C- Çarpanları etkileyen etkenler	83
a) Yönetim	83
1. Şirketlerin amaçları ve yönetim fonksiyonları	83
2. İyi bir yönetimde bulunması gerekli koşullar	85
b) Şirketin finansal durumu	86
1. Cari oran	86
2. Asit test	86
3. Stok dönme çabukluğu	87
4. Toplam varlıkların borçlara oranı	88
5. Faizin kazanılma sayısı	89
6. Sabit giderlerin karşılanma oranı	90
c) Kârlılık oranları	91
1. Toplam varlıklardan gelir	91
2. Net değerden gelir	91
d) Yatırım yapılacak şirketlerin seçiminde etkili olan başka etkenler	92
1. Çalışma etkinliği	92
2. Çalışma etkinliğinin öteki ölçüleri ..	99

II. TEKNİK ANALİZ	101
1- PAZARIN YÖNÜ	102
2- ALIM SATIM HACMİ.....	104
3- VADELİ SATIŞ	105
4- KÜÇÜK MİKTARLARDA ALIM SATIMLAR	106
5- KOMİSYONCU HESAPLARINDAKİ BORÇ BAKİYELERİNİN MİKTARI	107
6- GÖRELİ GÜÇ	108
7- DEĞİŞME ORANI ANALİZİ	110
8- DOW TEORİSİ	111
9- FİYAT DİYAGRAMI MODELLERİ	113
A- Nokta ve şekil ile diyagram	114
a) Çubuk diyagramlar	114
1. Çubuk diyagramında baş ve omuzlara göre tepe noktası	115
b) Nokta ve şekil diyagramları	116
10- GÜVEN İNDEKSİ	120
11- TEKNİK ANALİZİN ELEŞTİRİSİ	122
12- TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİNİN TEKNİK ANALİZ İLE KARŞILAŞTIRILMASI	123
III. TESADÜFİ SEÇİM TEORİSİ	127
1- PAZARIN ETKİNLİĞİ	129
2- TOPLUM BİLGİ SAHİBİDİR	131
3- BİLGİLER DOĞRU DEĞERLENİR	132
4- TEPKİ ÇABUKTUR	133
IV. CÜZDAN YÖNETİMİ	135
1- FAYDA ANALİZİ	136
A- Faydanın en yükseğe çıkarılması	137
B- Beklenen fayda, beklenen gelir ve risk	138

2- RISK VE GELİR GÖZÖNÜNDE TUTULARAK YATIRIMLARIN SEÇİMİ	151
3- DEĞİŞİK YATIRIM TERCİHLERİ	153
A- Kişilerin yatırım tercihleri	154
B- Kurumların yatırım tercihleri	154
4- ÇEŞİTLENDİRME	155
A- Yalın çeşitlendirme	156
B- Endüstrilere göre çeşitlendirme	157
C- Markowitz'in çeşitlendirmesi	158
D- Etkin cüzdanlar	162
E- İkiden çok menkul kıymeti olan cüzdanlar ...	163
F- Sharpe modeli	166

İ K İ N C İ B Ö L Ü M

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNİ DEĞERLEME

İŞLEMLERİ

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNİ DEĞERLEME İŞLEMLERİ	169
--	-----

S O N U Ç

SONUÇ	193
YARARLANILAN KAYNAKLAR	200

G İ R İ Ş

1- KİŞİSEL ETKENLER

A- Yatırımcının yaşı ve sağlık durumu

Bir kişinin yatırım amacını belirleyen en önemli etken yaşı ve sağlık durumudur. Sağlığı pek iyi olmayan ve üstelik yaşlı bir tasarruf sahibi elindeki parayı nakit halinde tutmak isteyebilir. Elindeki hazır satın alma gücünü tehlikeye atmamak için gelir ve güveni elindeki parada artışa yeğ tutabilir. Ote yandan genç bir tasarruf sahibi elinde nakit bulundurma yerine satın alma gücünü korumayı ve elindeki parada artışı isteyebilir (1). Yani birinci tasarruf sahibi, kendisine gelir getirecek aynı zamanda riski az menkul kıymetleri seçecek, ikinci tasarruf sahibi ise yatırdığı parayı koruyacak ve yatırdığı parada artış sağlayacak menkul kıymetleri arayacaktır.

B- Yatırımcının bakmakla yükümlü olduğu kişilerin sayısı ve yaşları

Okul çağında çocukları olan bir tasarruf sahibi onların okul giderleri için ayıracağı parayı hisse senedi yerine nakit halinde tutmak veya istediği anda paraya çevirebileceği pazarlanabilir menkul kıymetlerden satın almak ister. Tahvil satın almaya karar verirse bunların vadelerinin paraya ihtiyaç duyacağı zamana denk gelmesine dikkat eder.

C- Yatırımcının bilgisi ve zamanı

Kişilerin yatırım amaçlarını belirleyen üçüncü kişisel etken kişinin ticari ve finansal konulardaki bilgisi ve a-

(1) Ralph E.Badger-Harold W.Torgerson-Harry G.Guthmann, Investment Principles and Practices, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1969), s.655
Jack Clark Francis, Investments; Analysis and Management, (Mc Graw-Hill Book Company, New York 1972), s.468.

araştırma için ayırabileceği zamandır. Bir hekim kendi işinden vakit ayırarak menkul kıymetleri çıkaran şirketlerin bilanço ve gelir raporlarını anlamaya çalışamaz. Çünkü daha önce raporlardaki rakamların anlamlarını öğrenmesi, daha sonra raporlar arasında karşılaştırmalar yapması gerekecektir. Bir iş adamı bile kendi işletmesinin sorunları ile ilgilenirken menkul kıymetini alacağı şirkete ilişkin araştırmaya zaman ayıramaz (2).

Buna göre araştırma yapacak zaman ve yeterli bilgisi olan tasarruf sahipleri daha atılgan davranabilir. Kendi mesleklerinde uzmanlaşmış, yatırıma ayıracağı parası bir danışmana danışmayı gerektirmeyecek kadar az olan yatırımcılar tutucu olabilirler. Fonları daha çok olan yatırımcı ise yatırım danışmanına gerek duyabilir (3).

D- Yatırımcının ruhsal yapısı

Borsadaki olağan, önemsiz dalgalanmalar bile bazı kişiler için endişe kaynağı olabilir. Bu tasarruf sahipleri kendilerini huzur içinde, meraktan uzak tutacak, fiyat oynamaları göstermeyen menkul kıymetleri yeğ tutarlar.

2- FİNANSAL ETKENLER

A- Yatırılan sermayenin korunması isteği

Bu, yatırılan sermayenin satın alma gücünün korunması olarak da bilinir. Bazı durumlarda genel fiyat düzeyindeki artışlar, bir menkul kıymete yatırılan paranın değerinin eksilmesine, yani satın alma gücünün kaybolmasına yol açar. Bu neden-

(2) Edward E. Williams-M. Chapman Findlay III, Investment Analysis, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1974), s.4-5.

(3) Badger-Torgerson-Guthmann, s.655

Bugün tüketeceğinden daha çok paraya sahip olan herkes beklenir bir yatırımcıdır. Bu kişi ister fazla fonlarını belirli bir faiz karşılığında bankada tutsun, isterse büyümekte olan bir şehrin yakınlarında parsellenmiş arsalar alsın, bir yatırım kararı vermiş olur. Bu kararlar doğru veya yanlış verilmiş olabilir, fakat akıllı bir yatırımcı, her zaman parasını işletmek için rasyonel, tutarlı bir yol arar. Birçok kişi için en iyi yol, parasının işletilmesini bir başkasına bırakmaktır. Bir tasarruf sahibi için, parasının işletilmesini bir başkasına bırakmada en çok uygulanan yol menkul kıymet satın almaktır.

Tasarruf yapanlar kişiler yanında kurumlar da olabilir. Kurumlar da paralarının işletilmesini başkasına bırakır yani menkul kıymet satın alırlar. Yalnız, aşağıda görüleceği gibi, kişiler ve kurumların yatırım amaçları birbirinden farklıdır. Daha doğrusu, kurumların yatırım amaçlarında finansal etkenler önemli rol oynar, kişiler için ise hem kişisel hem de finansal etkenler söz konusudur.

I. YATIRIM AMAÇLARI

Yatırım amaçlarını belirleyen ana etkenleri iki ana başlık altında inceleyebiliriz: 1) kişisel etkenler, 2) finansal etkenler.

le, yatırımcı, yatırıma karar vermeden önce satın alacağı menkul kıymetteki değer artışının enflasyon oranından yüksek olmasına dikkat etmesi gerekir (4).

B- Devamlı ve belirli bir gelir isteği

Yatırım amaçlarını etkileyen önemli bir etken, yatırımcının yatırımlarından devamlı ve belirli bir yatırım geliri sağlama isteğidir. Böyle bir amacı olan yatırımcının istenen nitelikteki geliri getirebilecek hisse senetlerini yatırım aracı olarak seçmesi olağandır. Büyük gelişme atılımları göstermeyen, fakat yeterli ve düzenli kâr payı ödeyen adi hisse senetleri bu amacın gerçekleştirilmesine yarayan en uygun hisse senetleridir. Banka, gıda endüstrisindeki şirketlerin ve gelişmesi dengeli endüstrilerin hisse senetleri bu amaç için uygundur (5).

C- Değer artışı sağlama isteği

Ödenecek gelir vergisi çok yüksek ise veya nakit olarak gelirden çok yatırılan sermaye miktarında artış isteniyorsa, değer artışı gösteren hisse senetleri seçilir. Değer artışı sağlama riskli bir amaçtır. Fiyatları sürekli artan hisse senetlerine olan istek değer artışı ile fiyat artışının aynı anlama geldiğini düşündürebilir. Fakat sürekli fiyat artışı gösteren hisse senetlerinin çok istek alması, bazılarının gelecekte fiyatlarının düşmesine yol açabilir. Gelirleri pazar fiyatlarının yüzde 2'si, verdiği kâr payı yüzde 1 olan ve hisse senedi başına gelirlerinin 50 katı fiyata satılan bir hisse senedinin fiya-

(4) George W. Dowrie-Douglas R. Fuller-Francis J. Calkins, Investments, (John Wiley and Sons, Inc., New York 1961), s.16.

(5) Badger, Torgerson-Guthmann, s.655-656

tının düşme olasılığı çok büyüktür. Özellikle pazarda tutunmuş tahvillerin faizleri bu hisse senedinin veriminden yüksek ise, bu hisse senedinin fiyatının düşmesi kaçınılmazdır (6).

II. YATIRIM - SPEKÜLASYON

Yatırımın çoğu kez spekülasyon ile karıştırıldığı görülür. Fakat iki kavramı kesin çizgilerle birbirinden ayırmak da pek kolay değildir. Geleneksel olarak yatırımın düşük risk taşıdığı, spekülasyonda ise daha yüksek riskin söz konusu olduğu söylenir.

Risk bir derece sorunudur ve düşük risk ile yüksek risk arasında kesin bir sınır çizmek olanaksızdır. Düşük risk nerede bitmekte, yüksek risk nerede başlamaktadır? Kısa vadeli bir devlet borcundan en düşük kaliteli hisse senedine kadar bütün menkul kıymetler risk bakımından bir sıraya konulabilseydi, yatırım ile spekülasyon arasındaki çizginin nerede olması gerekirdi?

Yatırım ile spekülasyon arasındaki ayırimda bir başka zorluk belirsizliğin derecesinin değişik olarak ölçülmesinden doğar. Birçok tahvil için faizlerin ve ana paranın yatırımcı tarafından alınma olasılığı doğru olarak değerlendirilmiş ve riskin ödüllü olan verim uygun olarak belirlenmiş olabilir. Fakat hisse senetlerinde, yatırılan para yalnız hisse senedinin satışı ile geri alınabilmekte, gelir ise kâr payı olarak hisse senedini çıkarmanın istediği zaman alınabilmektedir. Bu durumda bir hisse senedinin "güvenilirliği" nasıl ölçülecektir? Bu, sadece hisse senedi değerlerinin ve kâr paylarının gelecek ile ilgili tahminlerine dayanılarak yapılabilir (7).

(6) A.g.k.

(7) Benjamin Graham-David L.Dodd-Sidney Cottle, Security Analysis Principles and Technique (Mc Graw-Hill Book Company, Inc., New York 1962), s.49.

Yatırım ile spekülasyon arasındaki ayırımı bu nedenlerle riske bağlayamayız. Ayırımı riske bağlamanın bir başka yönden sakıncası vardır. Faiz ve vade sonunda ana paranın ödenmesi bakımından risksiz sayılan bir devlet tahvilinin iki ayrı riski vardır. Bunlar, 1) satın alma gücü riski veya ana para ve faizin gerçek değerlerinin azalma olasılığı ve 2) para oranı riski veya faiz oranı yükseldiğinde pazar değerinde düşüş riskidir. Bir kişi değeri sabit bir tahvil aldığı anda, bu kişi paranın gelecekteki değeri ve menkul kıymetin gelecek pazar değeri üzerine spekülasyon yapmış olmaktadır (8).

İki kavram arasındaki bir başka ayırım süre yönünden ortaya çıkar. Spekülatörün kısa vade ile ilgilendiği, yatırımcının ise uzun vadeyi gözönünde tutarak varlıkları elinde bulundurduğu söylenir (9). Fakat birçok kişi veya kurum kısa vadede kendilerini güven içinde bulur, birçok spekülatör ise uzun yıllar sonra bir yatırımdan önemli gelirler elde eder.

Başka bir ayırımda, amaçlar bakımındandır. Yatırımcı gelir ile, spekülatör ise sermaye artışı ile ilgilenir. Bu tanım da tam bir açıklık getirmemektedir. Birçok yatırımcının uzun yıllar sonunda bir gelir sağlayamamış veya çok az gelir sağlamış olmasına karşın, gelirlerin tekrar yatırılması ile yatırılan paradada ve kâr paylarında artış elde edilebilir.

Son ayırım analiz bakımından ortaya çıkar. Yatırımcının nitelik ve niceliksel etkenleri değerlemesi ona rasyonel bir seçim yapma ve menkul kıymeti kesin olarak değerlendirme olanağı verir.

(8) Herbert E. Dougall, Investments, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1968), s.3.

(9) Francis, s.88-89.

Spekülatör ise pazardaki hareketlerle ilgilidir. Yatırımcı menkul kıymetin değerini bilmek ister. Spekülatör ise fiyatların yönü ile ilgilenir (10).

İki kavram arasındaki farkların incelenmesi ikisi arasında bir ayırım yapmanın zor olduğunu göstermiştir. Bunun yerine bir davranışın yatırımcı için uygun olup olmadığını araştırmak yerinde olur. Bazı kişiler hiç riske girmek istemez veya riskin az olmasını ister ve yeterli bir gelir ile yetinir. Başka bir grup ise daha yüksek riske katlanabilir ve plânlarını daha yüksek gelire göre yapar. Bazı yatırımcılar yüksek kaliteli tahviller üzerinde durur, bir başka grup ise plânlarının gerektirdiği geliri garanti edecek güven verici yatırımlara girer. Bazı yatırımcılar zaman, fiyatlama ve çeşitlendirme bakımından yeteri kadar incelenmiş hisse senetleri üzerinde dururlar. Bazı yatırımcılar az veya bazı durumlarda yüksek riskli kısa vadeli yatırımlara girer, öteki yatırımcılar ise riski azaltan, gelire önem veren ve sermaye artışı üzerinde duran uzun vadeli yatırım programları üzerine eğilirler.

III. YATIRIM İLE İLGİLİ BİLGİLERİN KAYNAĞI

Menkul kıymete yatırım yapmayı düşünen bir tasarruf sahibi, arkadaşlarından birinin, bir bankacının, bir komisyoncunun, bir gazete yorumcusunun veya bir dergi makalesinin etkisinde kalarak yatırım için harekete geçer.

Yatırımcılar, kişiler veya kurumlar olabilir. Kurum olarak yatırımcıların olanakları daha çoktur. Uzman analizciler çalıştırabilirler. Kişi olarak yatırımcılar zorluklarla karşı karşı-

(10) Dougall, s.4.

yadır. Yatırım kararı vermeden önce gerekli araştırmaları yapacak bilgi ve zamandan yoksundurlar. Bu nedenle danışmanların hizmetlerinden yararlanmak zorundadırlar (11).

Yatırım danışmanları genellikle tasarruf sahiplerinin şu soruları ile karşılaşırlar:

Yatırım için hisse senetleri mi yoksa tahviller mi uygundur? Hangi şirketin hisse senedi veya tahvilini almak daha uygun olur?

Yeni kurulmakta olan, halka açık X şirketi hisse senetlerini mi, sermayesini arttıran Y şirketi hisse senetlerini mi yoksa önce öncelik haklarının kullanılabilceği Z şirketi hisse senetlerinin alınması daha uygundur?

T şirketi tahvillerini almak yeterli derecede güven verici bir yatırım olur mu?.

Pazardaki fiyatı 1500 lira olan A şirketi hisse senetleri için, bu, uygun bir fiyat mıdır?

Bu sorulara cevap verebilmek için, danışmanın bazı analizlere dayanması gerekir. Analizci şirketlerin yayımladığı bilanço ve gelir raporlarından, şirketler hakkında bilgileri hazırlayan ve abonelerine ücret karşılığı sunan kurumların yayınlarından, menkul kıymet işlemleri konusunda uzmanlık kazanmış gazete ve dergilerin yayınlarından, çeşitli kurumların hazırladığı ve yayımladığı istatistiklerden, mesleki kuruluşların yayınlarından, bilimsel araştırma ve yayınlardan yararlanır.

(11) Jerome B.Cohen-Edward D.Zinbarg, Investment Analysis and Portfolio Management, (Richard D.Irwin, Inc., Homewood, Illinois 1967), s.119-120.

Bu kaynaklardan yararlanarak menkul kıymetlerin değer analizini yapan analizciler, danışmanlara başvuran yatırımcılara iyi bir seçim yapma olanağını sağlarlar.

Bu çalışmada, hisse senetlerinin seçimine ilişkin kararların verilmesinde başvurulacak yaklaşımlar üzerinde durulmuştur. Şimdi bu yaklaşımları kısaca inceleyelim.

IV. HİSSE SENEDİ SEÇİMİNDE YAKLAŞIMLAR

A- Temel analiz yaklaşımı

Bu yaklaşım geleneksel yaklaşım olarak da bilinir. Bu yaklaşıma göre, yatırımdan önce hisse senedinin değerini gösteren temel faktörlerin araştırılması gerekir. Bu temel faktörler öteki noktalar yanında bütün olarak ekonominin durumunu, hisse senedini çıkaran şirketin içinde bulunduğu endüstrinin ekonomik durumunu, menkul kıymeti çıkaran şirketin risk durumunu, hisse senedinin gelir ve kâr payı kayıtlarını, geçmiş büyüme oranını ve beklenen büyüme oranını kapsar. Bütün bu faktörler hesabe katarak hisse senedinin değeri belirlenir. Bu değerlendirme sonucunda bulunan hisse senedi değeri, hisse senedinin pazar fiyatından düşük ise temel analiz yaklaşımına göre fazla değerlendirilmiştir ve satın alınmaması, daha önce satın alınmışsa satılması gerekir. Değerleme sonucunda hisse senedinin değeri pazar fiyatından düşük ise bu hisse senedi satın alınmalıdır.

B- Tesadüfi seçim yaklaşımı

Bu yaklaşımı şöyle bir örnekle açıklayalım: Borsada işlem gören bütün menkul kıymetlerin bir listesini alalım ve bu listeyi bir hedef tahtasına iğneleyelim. Hedef tahtasına iğnelenmiş bu listeye ucu iğneli ok ile onbeş atış yapalım ve okun

isabet ettiği menkul kıymetleri seçelim. Bu menkul kıymetler bizim cüzdanımızı oluşturacaktır. Bu yaklaşım bilimsel yönden açıklanamaz. Ok tahtaya isabet etmişse, okun isabet ettiği listedeki menkul kıymetlerin hepsinin seçilme şansı eşittir. Yatırımlar üzerinde yapılan bilimsel çalışmalar bu tesadüfi seçimin yatırımcılara doyurucu sonuçlar verdiğini göstermiştir. Buna karşın birçok yatırımcı bu yaklaşımı tercih etmez. Bunun nedeni yatırımcıların sadece "doyurucu" olacak sonuçlardan daha iyi sonuçlar almak istemeleridir.

C- Teknik analiz yaklaşımı

Bu üçüncü yaklaşımda yatırımcı, geçmiş fiyat hareketlerine dayanarak gelecek fiyat hareketlerini tahmin etmeye çalışır. Bu fiyat hareketleri bütün menkul kıymetler veya tek bir hisse senedi için söz konusu olabilir.

Bu yaklaşım hisse senetlerinin satın alınması veya satılması gereken zamanı gösterdiği için aynı zamanda bir cüzdan meydana getirme ve onu yönetme yaklaşımıdır.

Teknik analiz bir yerde yukarıdaki temel faktörleri kabul etmez. Bu yaklaşıma göre, bir hisse senedi hakkında bilinmesi gereken tek şey geçmiş fiyat hareketleridir. Geçmiş fiyat hareketleri bilinirse gelecek fiyat hareketleri tahmin edilebilir. En yalın biçimi ile, teknik analiz bir sanattır. Bu sanatı "icra edenler", bunlara "teknisyenler" de denir, analizlerinde temel faktörlerden de yararlanırlar.

D- Cüzdan (Portföy) teorisi

Adi hisse senetlerine yatırımda dördüncü yaklaşım cüzdan teorisi olarak bilinir. Bu yaklaşım daha önce gördüğümüz üç

yaklaşımına göre uygulama açısından daha az uygulanmakta olan fakat önemi yıldan yıla artmakta olan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, hisse senetlerinden bir cüzdan oluşturulmasında, cüzdana alınması düşünülen her hisse senedinin beklenen geliri ve riski cüzdana alınması düşünülen öteki hisse senetlerinin gelir ve riskinden mümkün olduğu kadar farklı olmalıdır.

Bu yaklaşımın hareket noktası, belirli bir hisse senedinin risk ve beklenen geliri olduğundan, temel analiz yaklaşımı ile ilgisi çoktur, çünkü temel analiz yaklaşımı bu verileri tek tek hisse senetleri için kullanır. Bu yaklaşımda, her hisse senedi için beklenen gelir ve riskin, cüzdana girmesi beklenir hisse senetlerinin gelir ve riskleri ile bağlılık derecesi saptanacak olursa yatırımcıya en uygun gelen hisse senetleri cüzdanı bulunmuş olur. Bu yaklaşımda seçimler cüzdan esasına göre yapılır.

Teknik yaklaşım, cüzdan yaklaşımı için, veri sağlamak bakımından uygun olmayan yaklaşımdır.

Öte yandan tesadüfi seçim, cüzdan yaklaşımı ile en az bağdaşan yöntemdir, çünkü tesadüfi seçim, hisse senetlerinin riskleri ve beklenen gelirleri incelenmeksizin yapılır. Bu yöntemde hisse senetlerinin risk ve beklenen gelirleri ne olursa olsun seçilme şansları eşittir.

B İ R İ N C İ B Ö L Ü M

HİSSE SENETLERİNİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

I. TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİ

Temel menkul kıymet analizi yapılmasında amaç bir menkul kıymetin gerçek değerini saptamaktır. Gerçek değer (intrinsic value) bir finansal varlığın doğru (tam) iktisadi değeridir. Bu doğru (tam) iktisadi değer, şirketin gelirlerinin içinde bulunulan ve gelecekte beklenen iktisadi koşullar altında tahminine bağlıdır. Tahmin edilen bu değer menkul kıymetlerin "doğru (tam) değeridir", değişik muhasebe uygulamalarından veya pazardaki geçici dengesizliklerden etkilenmez. Temel menkul kıymet analizcisinin görevi ülke ekonomisindeki düzenli hareketlerden geçici dengesizlikleri ve şirket gelirlerindeki düzenli gelişmelerden muhasebe oyunlarına ayıklayarak gerçek değeri bulmaktır (1).

Temel menkul kıymet analizcileri ekonomik ve finansal istatistiklere ve bilgilere dayanır. Şirketlerin gelir raporlarını, bilançolarını, kâr payı kayıtlarını, yönetim politikalarını, satışlarının artışını, yönetim yeteneklerini, üretim kapasitelerini ve rekabet güçlerini araştırırlar. Bu analizciler iş dünyasının geleceği hakkında birşeyler bulabilmek için günlük gazeteleri karıştırırlar. Banka raporlarını ve çeşitli kuruluşlara ait istatistik yayınlarını izlerler. Bütün bunları yapmalarının nedeni şirket gelirlerini tahmin etmek, bu gelirlere uygun bir gelir çarpanı (fiyat-gelir oranı, kapitalizasyon oranı) uygulayarak incelenen menkul kıymet için gerçek bir değer bulmaktır.

(1) Robert A. Levy, "Conceptual Foundations of Technical Analysis", Financial Analyst Journal, (July-August 1966), s.83.

Etkin bir bilgi sistemi, analizcilerin kritik faktörler arasından bir endüstriyi, grubu veya tek bir şirketi derhal etkileyebilecek olanları ayırt etmesine yardım eder.

Her endüstri, şirket ve ekonomik sektör değişik işletme olaylarına, güçlere ve kritik faktörlere değişik tepkiler gösterir. Sağlam bir analitik yaklaşım, bu faktörlerin tanınmasını, ayrılmasını ve sistemli bir temele göre izlenmesini gerektirir. Bu faktörlerdeki bir değişiklik kâr miktarını ve verilecek yatırım kararını etkiler. Sonuçta hisse senedi fiyatları bu değişiklikler meydana gelmeden etkilenmiş olur. Değişiklikleri çabuk ve doğru olarak yorumlayacak çabalar harcanması gereklidir. İşte bu çabalar temel menkul kıymet analizinin görevi olmalıdır (2).

1- TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİNİN YAPILIŞI

Bir hisse senedinin gerçek değer tahminleri iki ayrı genyöntemle belirlenmektedir. Bunlar, gelirlerin kapitalize edilmesi ve kâr paylarının kapitalize edilmesi genyöntemleridir. Bu nedenle hisse senetlerinin gerçek değerlerinin bulunabilmesi için gelirlerin ve kâr paylarının doğru olarak saptanması gereklidir. Gelirlerin ve kâr paylarının kapitalize edilmesi genyöntemlerinden hangisi seçilmiş olursa olsun, belirli bir hisse senedi için aynı sonucu vermeleri gerekir. Bundan sonra yapılacak iş, şirket hisse senetlerinin pazardaki fiyatları ile gerçek değerlerini karşılaştırmaktır. Şirket hisse senetlerinin pazardaki fiyatı gerçek değerini aşıyorsa hisse senedinin fiyatı yüksektir ve satın alınmamalıdır; pazar fiyatı gerçek değerini al-

(2) Arthur Zeikel, "Coordinating Information", Financial Analyst Journal, (March-April 1969), s.119.

tında ise hisse senedinin fiyatı düşüktür ve satın alınmalıdır. Çoğu kez, gerçek değer büyüyen bir şirketin varlıklarının pazar değerini aşar, şirketlerin varlık değerleri hesaba katılmaz(3).

A- Gelirlerin kapitalize edilmesi

Bir menkul kıymetin gerçek değeri, bu menkul kıymetin getireceği gelirlerinin şimdiki değeridir. Temel menkul kıymet analizi, bir hisse senedinin gerçek değerini tahmin etmek için, pay başına beklenen normal hale getirilmiş gelirleri fiyat-gelir oranı veya gelir çarpanı ile çarpar.

Temel menkul kıymet analizinin yapılabilmesi için önce normal hale getirilmiş gelirlerin bulunması, bundan sonra da fiyat-gelir oranı, gelir çarpanı veya kapitalizasyon oranının bulunması gerekir (4).

B- Kâr paylarının kapitalize edilmesi

Temel menkul kıymet analizcisinin gerçek değeri tahmin ederken yapabileceği ikinci hesaplama kâr paylarını kapitalize etmektir. Burada da hisse senedi başına kâr paylarının, kâr payı çarpanının veya kapitalizasyon oranının bulunması önemlidir.

Aşağıda sırasıyla gelirlerin normal hale getirilmesi, kapitalizasyon oranı, bu oranın saptanmasında etkili olan risk, fiyat-gelir oranı, gelir ve kâr payı çarpanları incelenecektir.

(3) Doğan Sindiren, "Hisse Senetleri, Tahviller ve Gerçek Değerlendirilmeleri", (Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi Cilt III, sayı 2), s.312.

(4) Charles A.D'Ambrosio, A.Guide to Successful Investing, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1970), s.161-162.

2- GELİRLERİN SAPTANMASI VE NORMAL HALE GETİRİLMESİ

Şirketlerin yayımladıkları gelir raporları gelirin miktarını en iyi ve açık gösteren kaynaktır. Bütün menkul kıymet analizleri finansal raporların analizini gerektirir. Bu analizde geçmişin geleceğin bir ölçüsü olacağı düşünülür.

Analizcinin geçmiş rakamlar üzerinde durmasının, onlar üzerinde çalışmasının nedeni bu rakamların elinde, üzerinde çalışabilecek durumda bulunmasındandır. Analizci bu rakamlardan oranlar (rasyolar) bulur, eğilimleri çıkarır (5).

Fakat gelecekte beklenenler geçmiş uygulamalardan o kadar farklı olabilir ki geçmişin analizde hiçbir önemi kalmayabilir. Fakat geleceğin geçmişten ayrılmasına uygulamada seyrek olarak rastlanır. İşletmelerdeki devamlılık ilkesi finansal kayıtlarda geçmişe dayanmayı mantıki hale getirir. Bu nedenlerle temel menkul kıymet analizcileri için gelir raporu ve bilanço analizi en önemli iş olmaktadır (6).

Gelir raporundaki kalemler endüstriden endüstriye değişir. Hizmet şirketinin hasılatı çalışma hasılatı olarak nitelendirilebilir. Gaz, su, elektrik şirketlerinin çalışma hasılatı gelirlerinin en başta gelen kaynağıdır. Ticari bankalar gelirlerini işletmelere verdikleri kredi faizlerinden ve yatırım gelirlerinden sağlarlar. Bankalar genellikle faizi çalışma hasılatı olarak görürler. Sigorta şirketlerinin gelirlerinin iki kaynağı vardır; birisi poliçe sahiplerinin primleri öteki ise yatırımlardan faiz, kâr payı ve kiradır. Bunlar çalışma hasılatıdır.

(5) Benjamin Graham, The Intelligent Investor, (Harper and Row, Publishers, New York 1965), s.155-156.

(6) Graham-Dodd-Cottle, s.105.

İmalat şirketleri mal imal ederler, hasılatları satışlarına bağlıdır (7).

A- Satışlar ve hisse senedi başına gelir arasındaki ilişkiler

Bir adi hisse senedi satın alanlar bu şirketin gelecek gelirlerine ait hakları da satın almış olurlar. Satışların miktarı, istikrarı ve büyümesi ile şirketin hisse senedi başına gelirinde istikrar ve büyüme sağlanacaksa, yatırımcılar bu hisse senedi ile ilgilenirler. Başta gelen şirketlerin devamlı liderliklerini sürdürmeleri için yalnız satışlarının artması yetmez, aynı zamanda devamlı büyümeleri ve hisse senedi başına gelirden istikrar sağlamaları gerekir (8). Yatırımcılar özellikle gelecek gelirlerin miktarı ve bunun kâr payı olarak ellerine geçme zamanı ile ilgilenirler. Bir şirketin hisse senedi başına gelirinin kesin olarak bilinmesi fiyat ve gelirin karşılaştırılmasına olanak verir, böylece hisse senedinin doyurucu bir yatırım olup olmadığına karar verilebilir.

Analizlerde, genellikle satışlardaki artışı gelirlerin izleyeceğine inanılır. Bu nedenle, istikrarlı ve büyüyen şirketlere yatırım tercih edilecek olursa bu şirketlerin hisse senedi başına geliri istikrarlı olur ve gittikçe artar. Gelirlerin satışlara paralelliği giderlerin değişmeyeceği varsayımına dayanır. Başka bir deyişle satışlarla giderler arasındaki ilişki olan kârlılığın değişmeyeceği varsayılır. Bu aynı zamanda üretim araçlarının başabaş noktasının üstünde, sabit olarak çalıştırılacağına varsayılmasıdır. Böylece çalışma kaldırıcının (o-

(7) Frederick Amling, Investments, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1965), s.272.

(8) Amling, s.268.

perating leverage) etkisi aynı olacaktır (9). Satışlar ve giderler arasındaki ilişki aynı zamanda sermaye yapısı içinde borcun değişmeyeceğini varsayar. Borcun değişmesi finansal kaldıracı meydana getirir. Satışlar ve giderler arasındaki ilişki aynı zamanda üretilen malların çeşitlerinin de değişmeyeceğini varsayar. Bu değişkenlerden herhangi biri gelecekte değişecek olursa, bağımsız satışlar olursa, bağımsız satışlar değişirse hisse senedi başına gelirlerde değişiklik olur. Bu nedenle gelecek gelirler tahmin edilirken giderler ve harcamalar da dikkatle incelenmelidir.

Fakat gelirler her zaman satışları izlemez. Bazen gelirler satışların aksi yönünde gelişir. Satışlar ve gelirler arasındaki ilişkiyi analiz ederken karşılaşılan sorunlardan birisi satışların ve gelirlerin görece büyüme oranlarındaki farklılıklardan çıkar. Örneğin satışlar % 10 artarken hisse senedi başına gelirler % 4 artabilir. Bu durumda da gelirler ve satışlar arasında bir korrelasyon vardır fakat bu korrelasyon tam değildir (10).

Bir şirketin satışları düşerken gelirleri artıyorsa daha karışık bir durumla karşı karşıyayız demektir.

Gelirlerin tahmin edilmesinde, satışların hacmi ve büyümesine, şirketin kâr etme kabiliyeti araştırılmaksızın dayanılacak olursa, hata yapılmış olur. Satışlar ve gelirler arasındaki sabit ilişki her zaman görülmeyebilir. Yatırım yapılması düşünülen şirketin gelecek gelir gücü iyi değerlendirilmelidir. Bir şirketin gelirleri, bir endüstrinin gelirlerine veya milli ekonomiye bağlı olursa işimiz kolaylaşır. Karşılaşacağımız ana sorun, ge-

(9) Harry C. Sauvain, Investment Management, (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1973), s.250.

(10) Amling, s.269.

lecekte satışları artacağı için seçtiğimiz şirketlerin aynı zamanda kârlı olup olmayacakları ve gelecek gelirlerin miktar, kalite ve kesinlik bakımından beklenenleri verip vermeyeceğidir.

B- Toplam şirket kârları ve milli ekonomi

Milli ekonominin geçmiş yıllardaki gelişme hızı bulunabilir. Şirket kârları ile şirketlerin satışları, milli ekonomideki gelişmelerle şirketlerin satışları ve hisse senedi başına gelirler arasındaki ilişkiyi araştırmak faydalıdır (11).

C- Gelir raporunun incelenmesi

a) Hisse senedi başına gelirler

Yatırımlarda ölçü birimi hisse senedi olduğundan vergiden sonra net gelir hisse senedi başına rakamlar haline getirilmelidir. Hisse senedi başına gelirler, vergiden sonra net gelir dolaşımındaki toplam hisse sayısına bölünerek bulunur. İmtiyazlı hisse senetleri de varsa imtiyazlı kâr payları hesaplama yapılmadan önce, vergiden önce net gelirden çıkarılmalıdır. Hisse senedi başına gelir hisse senedi başına kâr payı ile karıştırılmamalıdır. Kâr payları hisse senedi sahibine ödenen miktarı gösterir.

Analizde amaç, şirket gelirlerinin hisse senedi başına şimdi ve gelecekteki durumunu görmektir. Büyüme, istikrar ve gelirlerin kalitesi bakımından en iyi potansiyele sahip şirkete yatırım yapılmak istenir.

(11) Douglas H. Bellemore-John C. Ritchie, Jr., Investments: Principles, Practices, Analysis, (South-Western Publishing Company, Cincinnati 1969), s.254-255.

b) Hisse senedi başına nakit akışı veya nakit olarak gelirler

Finans ve yatırım alanında işletmelerin nakit akımlarına giderek artan bir önem verilmektedir. Nakit akımından anlaşılın şirketlerin çalışmaları ile yaratılan fonlardan bütün nakit ödemeleri çıktıktan sonra kalan miktardır. Hisse senedi başına nakit akımını tahmin etmenin normal yolu vergiden sonra net gelire bütün harcamayı gerektirmeyen giderleri eklemektir. Ondan sonra bulunan rakam dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünür. Birçok şirket için en önemli harcamayı gerektirmeyen gider amortismanıdır. Birçok durumda da amortisman tek harcamayı gerektirmeyen giderdir. Bütün öteki giderler harcamayı gerektirir. Nakit akımını ortalama olarak bulmanın en kolay yolu amortismanı vergiden sonra toplam net gelire eklemektir (12).

Birçok şirket geleceği plânlarken gelecek amortisman fonlarının kaynağı olarak önem verir. Gerçekte fon kaynağı olan satışlardır, fakat amortisman giderleri fonları işletme içinde tutar (13). Şirketin sabit sermaye yatırımları bilinçli olarak yönetiliyorsa bu amortisman fonları yeni fabrika yapımında veya çalışma sermayesinin arttırılmasında kullanılır. Bu nedenle, nakit gelirler, yeni yatırımlar yapılması veya eski yatırımların genişletilmesi için kullanılacak, şirket içinde yaratılan fonların miktarı hakkında bilgi verir. Net gelir yerine nakit gelirler alınmakla şirketin gelecek gelir elde etme gücü gerçeği daha yakın olarak değerlendirilmiş olur. Hisse senedi başına küçük bir

(12) Wilford J. Eiteman-Charles A. Dice-David K. Eiteman. The Stock Market, (Mc Graw-Hill Book Company, New York 1966), s.502.

(13) Amling, s.275.

net geliri olan şirketin büyük bir nakit akımı ile kârsız bir işi kârlı hale getirmesi olurludur.

Bir şirketin nakit gelirini incelememizi gerektiren bir başka nokta, şirketin sermaye verimliliğinin incelenmesi zorunludur. Nakit gelirlerin hesaplanmasında yatırımdan gelirin miktarı kadar gelirin zamanı da önemlidir. Nakit gelirlerinin miktarı büyüdükçe sermaye ve gelir hızlı geri dönecek ve yatırım kârlı hale gelecek sonuçta da yatırımı yapan şirket kârlı olacaktır. Nakit akımı sermaye üzerinden geliri gösterdiğinden kârlılığı da ölçer.

c) Gelirde dalgalanmalar

Çoğu kez şirketlerin gelirleri satışlardaki tekrar etmeyen değişiklikler nedeniyle çok sert değişimler gösterir. Örneğin, bir şirketin ömründe ilk kez grevle karşılaştığını varsayalım. Grevin üretimde ve satışta düşüşe yol açtığını bunun sonucunda hisse senedi başına gelirden 50.- liralık düşüşe yol açtığını varsayalım. Şimdi grev sona ermiş ve anlaşma sağlanmış olsun. Grevin gelirler üzerindeki etkisi geçici olduğundan, gelir raporundaki gelirlerin esas gelirleri göstermesi için ayarlanması gerekir. Öte yandan gelirden düşüşe yol açan grev şirket için bir yıllık olaydı. Bu grevle yönetimle işçiler arasındaki ilişkilerde bir kopukluk olmuş, bunun gelecek yıllarda da tekrar ederek gelirden düşümlere yol açması beklenebilir. Grev ve bunun sonucunda gelirlerde düşüş sonraki yıllarda da beklenebileceğinden bir ayarlama da gerekemeyebilir.

Bazı durumlarda da bir şirketin geliri satışlarındaki geçici artış nedeniyle birdenbire artar. Azalan satışlar nedeniyle hasılatındaki geçici azalmalar için nasıl bir ayarlama yapmak

gerekiyorsa, satışlardaki geçici artış nedeniyle net gelirden meydana gelen artış içinde bir ayarlama yapmak gereklidir (14).

d) Hisse senedi başına bozulmuş gelirler

Hisse senedi başına gelirlerin kapitalizasyonu ile hisse senedi değerlerinin bulunmasında dikkat edilecek bir başka nokta şudur: Hisse senetlerinin değeri hesaplanacak şirketin hisse senedine çevrilebilir veya hisse senedi satın alma hakkı veren menkul kıymetleri varsa bu menkul kıymetlerin hisse senedine çevrilmesi veya hakların sahipleri tarafından kullanılması ile şirketin sermaye yapısında değişiklikler olur. Borcun hisse senedine çevrilmesi ile adi hisse senedi başına gelirden bozulma (azalma) meydana gelir.

Bir şirketin hisse senedine çevrilebilir tahvilleri olduğunu düşünelim. Adi hisse senetlerinin pazar fiyatları, değiştirilme fiyatlarının üstüne çıkacak^{olursa} tahvil sahipleri tahvilleri hisse senedine çevirirler veya şirket tahvilleri ödemeye teşebbüs ederek bu çevrilmeyi zorlamış olur. Bu zorlama şöyle olur: Tahvil sahiplerine tahvil tutarı artı bir prim ödeme teklif edilir veya tahvilin nakit olarak ödeme değerinden daha yüksek pazar değerli hisse senetleri teklif edilir. Varlıklarını en yükseğe çıkarmayı amaçlayan tahvil sahipleri hisse senetlerini alırlar (15).

Böylece hisse senedine çevrilebilir tahviller bilançodan, bunların faizleri de gelir raporundan çıkmış olur. Faizlerin çıkarılması adi hisse senetlerinden gelirleri azaltan sabit giderleri azaltır. Bu, diğer etkenler aynı kalmak koşuluyla kurumlar

(14) Amling, s.277.

(15) Sauvain, s.197.

vergisini arttırır, çünkü faiz vergiden düşülür. Bunun sonucunda da hisse senedi başına gelir artar. Fakat aynı zamanda tahvillerle değiştirilmek için çıkarılan hisse senetleri dolaşımdaki hisse senedi sayısını arttırır. Hisse senedi sayısındaki artış genellikle hisse senedi başına gelirden, gelir artışının etkisinden daha çok etkide bulunarak hisse senedi başına gelirin bozulmasına yol açar (16).

Bozulmuş hisse senedi başına gelirler, hisse senedine çevrilebilir tahvillerin vadelerinde hisse senedine çevrileceği, ve buna göre dolaşımdaki hisse senedi sayısının artacağı varsayılarak hesaplanır. Gerçek hesaplanma karmaşık olabilir, fakat gerçeğe daha yakın olmak için gereklidir.

e) Hisse senedi olarak kâr payları ve hisse senetlerinin bölünmesine göre hisse senedi başına gelirlerin hesaplanması

Birçok şirket zaman zaman, hisse senetlerini parçalara böler veya hisse senedi olarak kâr payı öder. Hisse senedinin parçalara bölünmesi dolaşımdaki her hisse senedi için birden çok yeni hisse senedi çıkararak daha büyük sayıda hisse senedinin dolaşıma çıkmasına izin verilmesidir. Fakat bu işlemler sırasında hisse senedinin temsil ettiği sermaye miktarında bir değişiklik yapılmaz. Hisse senedi olarak kâr payı, kâr paylarının hisse senedi ile ödenmesidir, bunda hisse senetlerinin nominal değerleri kâr payının hesaplanmasında esas olarak alınır. Ne hisse senedinin bölünmesi ne de kâr payı olarak hisse senetleri ek sermaye sağlar, sadece sermaye miktarını temsil eden hisse senedi sayısını arttırır (17).

(16) E. Williams-Findlay III, s.279.

(17) Sauvain, s.201.

Bir şirket incelenen dönemde bir veya daha çok hisse senedi bölünmesi veya kâr payı olarak hisse senedi verilmesi uygulamasına girmişse ve hisse senedi başına gelir zaman zaman sayısı değişen hisse senedi sayısına göre hesaplanırsa hisse senedi başına gelir, hisse senedi sayısı arttıkça bozulur. Bu bozulmadan sakınmak için daha önceki dönemde adi hisse senetlerine dağıtılabilecek gelirleri, analiz edilen son dönemin bitiminde dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölerek adi hisse senedi kapitalizasyonundaki değişikliklerin ayarlanması gerekir. Sonuç olarak, hisse senedi bölünmeleri ve kâr payı olarak hisse senetlerine göre düzeltilmiş hisse senedi başına gelirleri bulunmuş olur.(18).

f) Harcama ve giderlerde değişimler

Gelirlerdeki değişimin bir başka nedeni giderlerde ve harcamalardaki değişimlerdir. Gider hesaplarındaki her kalem, gelirler üzerinde artış ve azalışın geçici mi yoksa devamlı mı etkisi olduğunu saptamak için incelenmelidir. Bu tür analiz, analizciye gelecek gelirlerin tahmininde yardımcı olur.

Öteki harcamaların genellikle şirket gelirlerini etkilemeyeceği kabul edilir. Birçok şirket, gelirleri üzerinde çok önemli değişikliklere yol açacak, mühendisliği ilgilendiren değişiklikler yapar. Geçmiş yıllarda, ABD'nde Lockheed Electra uçaklarının düşmeleri, yola çıktığı giderler nedeniyle yapımının büyük ilgisini çekmişti. Düşmelerin nedenini bulmak için sürekli araştırmalar yapıldı. Yapılan çalışmalara dayanılarak servisteki Electra'larda değişiklikler yapıldı. Bu, şirkete milyonlara mal oldu ve gelirleri o yıl içinde birdenbire düşürdü. Bu biçimdeki büyük giderlerin tekrar etmeyeceğini varsayabiliriz.

(18) Cohen-Zinbarg, s.216.

D- Aynı şirket için değişik iki gelir raporu ve bu farkı doğuran nedenler

Aşağıdaki tabloda uyguladıkları muhasebe işlemleri dışında her bakımdan aynı iki şirketin gelir raporu gösterilmektedir. B şirketi vergiye tabi gelirini azaltmayı amaç edinmiştir. A şirketinin gelir raporu her iki şirket için iktisadi geliri gösterir. A ve B şirketinin gelir raporlarına hazırlamada uyguladıkları muhasebe süreçleri kanuni, genel ve uygulamada çalışan muhasebeciler tarafından kabul görmüştür. Her iki gelir raporu muhasebe uygulamaları bakımından doğrudur, fakat yalnız A şirketinin gelir raporu şirketin çalışmalarının ekonomik sonuçlarını gösterdiği için gerçeği yansıtır.

A ve B şirketlerinin her ikisinin de alkolsüz içki yapım-cısı olduğu ve birbirinin aynı olan satışların gelecekte de değişmeyeceği düşünülebilir. Şirketlerin iyi yönetildiği, genç yönetici ve işgören kadrosuna sahip oldukları, üretim işlemlerinde kullanılan varlıkların aynı olduğu ve üretim işlemlerinde maliyeti düşürmek için aynı araştırma programlarını yürüttükleri kabul edilebilir.

Birçok şirket, her ikiside hukuki, rasyonel ve birbiri ile bağdaşabilir iki ayrı gelir raporu hazırlar. Bunlardan birisi vergiye tabi geliri vergi kanunlarının istediği biçimde gösterir. İkincisi ise ortaklara dağıtılmak için hazırlanır. Aşağıdaki A ve B şirketlerine ait tablo, iki değişik şirketin raporu yerine aynı şirketin iki değişik gelir raporu olarak düşünülebilir.

Raporlarda dört madde (kalem) birbirinden farklıdır. Bu farklar aşağıda açıklanmaktadır. Bunlar örnektir, fakat başka

bir gelir raporunda ortaya çıkabilecek farklılıklar veya çapraşıklıklar daha çok olabilir.

a) Satışlar

Her iki şirket, alacakları gerçekleşir gerçekleşmez hesaba geçirmekte, fakat B şirketi bu satışları gerçekten tahsil edilmeden hesaba alacak olarak geçirmemektedir. Her iki uygulama kabul edilebilir. Fakat A şirketinin raporundaki süreç, gerçek satışları ve nakit akımını göstermesi bakımından daha doğrudur ve bu nedenle şirketin ekonomik gelirinin tahmininde kullanılmalıdır.

Sipariş alınmasından hemen sonra satış yapılmış gibi gösterilmesi kabul edilebilir bir muhasebe uygulamasıdır veya bazı uzun dönemli sözleşmelerde teslim yapılincaya kadar satış gösterilmez. Bu teslim işi sözleşmenin imzalanmasından yıllar sonra olabilir. Bu iki uç arasında muhasebecinin satışın yapıldığını kayıtlarında göstereceği birçok tarihler olabilir (19).

b) Stoklar

A işletmesi ilk giren ilk çıkar, B şirketi ise son giren ilk çıkar değerlendirme yöntemlerini kullanmaktadır. Enflasyon dönemlerinde ilk giren ilk çıkar yöntemi yüksek kârlar göstermesine yol açar. Şirket yıl içinde 200 birim mal almış ve 100 birim satmışsa kalan 100 birimin en son satın alma fiyatına göre maliyeti hesaplanacaktır. Şirket 100 birimi 10 liradan ve öteki 100 birimi daha sonra 11 liradan satın almışsa ve 100 birim mal satılmışsa bunlar 10 liradan alınmış mallar olacak ve geri kalan 100 birimin maliyeti 11 lira olacaktır (20).

(19) Bellemore-Ritchie, s.471.

(20) Amling, s.279.

Son giren ilk çıkar yönteminin kullanılmasında sondaki stok, stoklardaki en eski maliyetle değerlendirilmiş olur. Son alınan malın maliyeti satış fiyatının saptanmasındaki malın maliyetidir. Fiyatlar yükselirse stokların maliyeti de yükselir ve bu nedenle kâr marjı daralır. Fiyatlar düşerse stok maliyeti düşer böylece zarar da azalır. Teorik olarak kâr ve zarar düşüktür. Yükselen fiyatlarda stoklardan kârlar düşer ve düşen fiyatlarda stoklardan kayıplarda düşer (21). Enflasyon hüküm sürüyorsa ve stok miktarı değişmiyorsa sondaki stok değeri değişmez. Yukarıdaki örnekte 100 birim mal 10 liradan ve öteki 100 birim 11 liradan alınmış ve 100 birim mal satılmışsa bunun birim maliyeti 11 lira olacaktır. Bundan sonraki 100 birimin maliyeti 10 liradır. İlk giren ilk çıkar yönteminin (vergi bakımından en az avantajlı yöntem olması bir yana) en gerçekçi yöntem olduğu kabul edilir.

c) Amortisman

Şirket gelirlerini yükselten veya düşüren bir başka işletme gideri amortismandır. Amortismanın ve amortismandaki değişmelerin şirketin net gelirindeki geçici değişikliklere yol açıp açmayacağı araştırılmalıdır. Her şirketin çeşitli zaman kesitlerinde vergi kanunlarına göre değişen oranlarda amortisman tabi çeşitli varlıkları vardır. Bu, bütün şirket için tek amortisman oranının tespit edilmesini olanaksız kılar (22).

Birkaç örnek, amortismanın giderleri ve şirket gelirlerini nasıl etkilediğini gösterir. Petrol endüstrisinde bazı şirketler petrol sondaj giderlerini kapitalize ederler ve varlığın

(21) Julius Grodinsky, Investments, (The Ronald Press Company, New York 1953), s.194.

(22) Fred Blackwell Renwick, Introduction to Investments and Finance, (The Macmillan Company, New York 1971), s.247.

ömrü süresince amortismanına tabi tutarak gider yazarlar. Şirketlerin bazıları ise bütün sondaj giderlerini cari gider olarak yazar. Kullanılan yöntem ilân edilen giderler üzerinde etkili olur. Sondaj giderleri 10 milyon lira olan bir şirket düşünelim. Şirket bu gideri 10 yılda amorti edeceğini hesaplamış olsun. Yıl sonunda toplam gider, sondaj giderlerinin ilk yılda gelirden düşülmesi ile, giderlerin bir defada gider yazılmasında olduğundan daha az olur. Bu sondaj aynı tempoda beş-on yıl sürecek olursa sonunda yıllık amorti edilen miktarlar gerçek yıllık harcamalara eşit olacaktır. Bir şirket bir yöntemden diğerine, örneğin, giderlerin kapitalizasyonu yönteminden sondaj giderlerinin cari gider olarak yazılması yöntemine geçecek olursa bu gelirleri düşürecek, çünkü cari giderler arttırılmış olacaktır. Bunun gelirlerin azalması gibi parasal etkileri olacak aynı zamanda amortisman politikasında devamlı bir değişikliğe yol açacaktır.

Şirketin amortisman yöntemindeki değişimin gelirleri nasıl etkilediğini başka bir örnekle gösterelim. Şirketin amortisman yöntemini değiştirdiğini varsayalım. Hızlandırılmış amortisman ilk yıllarda geliri gerçekten daha düşük, son yıllarda daha yüksek gösterme eğilimindedir. Nakit gelirler bu şirket için önemliyse doğrusal amortisman yöntemiyle ilk yıllarda az vergi ödediğinden nakit gelirleride yüksek olacak bu nedenle de doğrusal amortisman yöntemini yeğ tutacaktır. Bir amortisman yönteminden ötekine değişiklikler yapılırsa şirketin gelirlerinde de buna uygun ayarlamalar yapılmalıdır. Bu, şirketin çalışma alanını genişletmesi nedeniyle fabrikasını genişlettiğinde önem kazanır. Bu ayarlamalar karşılaştırılan iki şirketin uyguladıkları amortisman yöntemlerinin değişik olmasına karşın karşılaştı-

tırıldıklarında gerçeğin yansıtılması bakımından önemlidir(23).

Örneğimizdeki şirketlerin yeni teknoloji veya anormal kullanış nedeniyle, kullandıkları varlıkları eskimeden önce amorti etmeyeceklerini varsayarsak A şirketinin kullandığı doğrusal amortisman (vergi bakımından az istenir olmasına karşın), B şirketinin kullandığı hızlandırılmış amortismandan daha gerçeğe uygundur.

d) Araştırma ve geliştirme

A şirketi araştırma ve geliştirme giderlerini kapitalize etmekte ve ondan sonra bunu amortismanına tabi tutmaktadır. B şirketi ise araştırma ve geliştirme giderlerini gider olarak kayıtlarına geçirmekte ve bu giderleri hasılatından düşmektedir. Yıllardan yıla oynamalar, araştırma ve geliştirme için harcanan toplam miktar, gelirler üzerinde etkili olmaktadır. İki şirketin araştırma ve geliştirme çalışmalarının uzun dönemli gelirlerini arttıracaklarını kabul edersek araştırma ve geliştirme giderlerinin amortismanına tabi tutulması yayımlanan gelirleri ile ekonomik gelirlerini yaklaştırır. Böylece temel menkul kıymet analizleri yapan analizcinin A şirketinin araştırma ve geliştirme giderlerini ayarlamasına gerek kalmaz (24).

Muhasebecinin gider yazacağı veya kapitalize ettikten sonra daha sonraki yıllarda amortismanına tabi tutacağı daha birçok kalem vardır. Örneğin, film yapma giderleri, reklam kampanyaları giderleri ve öteki birçok giderin açık olarak gider veya varlık olduğu kesin olarak söylenemez. Bunlar temel menkul kıymet analizcisinin üzerinde duracağı, yöneticilerin isteğine bağlı konulardır.(25).

(23) Bellemore-Ritchie, s.445-446.

(24) Graham-Dodd-Cottle, s.167-168.

(25) Francis, s.292.

	<u>B şirketi</u>	<u>A şirketi</u>
Satış hasılatı	10,200,000	11,000,000
İadeler	-1,000,000	-1,000,000
Net satışlar	9,200,000	10,000,000
Dönem başı mal mevcudu	2,000,000	2,000,000
Alışlar ve taşıma	6,000,000	6,000,000
Satışa elverişli mallar	8,000,000	8,000,000
Dönem sonu mal mevcudu	2,000,000	2,500,000
Satılan malın maliyeti	6,000,000	5,500,000
Brüt gelir	3,200,000	4,500,000
Çalışma giderleri		
Satış giderleri	1,500,000	1,500,000
Amortisman	500,000	300,000
Araştırma giderleri	100,000	20,000
Maaş ve ücretler	200,000	200,000
Primler	100,000	100,000
Toplam çalışma giderleri	-2,400,000	-2,120,000
Net çalışma geliri	800,000	2,380,000
Faiz gideri	100,000	100,000
Vergiye tabi gelir	700,000	2,280,000
Vergi % 20 (⌘)	140,000	456,000
Çalışma kârı	560,000	1,824,000
Öteki gelirler (vergi dışı)	300,000	300,000
Net kâr	860,000	2,124,000
Hisse senedi başına gelir	86.-	2,124.-
Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	10,000 adet	

(⌘) İncelediğimiz konu ile doğrudan ilgisi olmadığı ve dikkatlerin göstermek istenilen noktadan uzaklaşmaması için Türk mevzuatı ile ilgili ayrıntıya girilmemiş, vergi oranının % 20 olduğu varsayılmıştır.

E- Muhasebe gelirini etkileyen etkenler

Yukarıdaki tablo muhasebe geliri üzerinde etkileri görülen muhasebe işlemlerindeki dört farkı göstermektedir. B şirketi A şirketinin bildirdiği gelirden daha az bir gelir üzerinden vergi öder, fakat her iki şirket uyguladıkları muhasebe dışında her bakımdan aynıdır. Böylece öteki vergi yükümlüleri ve B şirketinin ortakları şirketin verdiği beyanname ile aldatılmış olmaktadır.

Bazı finansal yöneticiler ve muhasebeciler yukarıdaki tabloda gösterilmiş muhasebe işlemlerinde hareket özgürlüğünden yararlanır. Bunlar değişkenleri şirketin gelirini isteklerine uygun biçime getirmek için kullanırlar. Bütün finansal yöneticiler geliri kontrolde hukuki kurallara uygun davranışlar bile finansal yöneticilerin değişmesi yeni muhasebe süreçleri doğurabilir. Bu yeni süreçler doğruluk ilkelerine uygun olarak yeni yönetim tarafından uygulanmış olsa bile geçmiş uygulama ile uygun olmadığından yanıltıcı olabilir. Bunun yatırımcıyı, bu değişiklikler için yayımlanan gelirden ayarlamalar yapma ve normal hale getirme zorunda bırakacağı açıktır. Fakat birçok yatırımcının yayımlanan gelir rakamlarında ayarlamalar yapmak için zamanı ve bilgisi yoktur. Yukarıdaki rakamlı örnek tablo muhasebecinin geliri tahmin etmede yanılabileceğini göstermektedir. Bu tablonun kalem kalem incelenmesi temel menkul kıymet analizcisinin yanıltıcı muhasebe raporlarından şirketlerin devamlı ekonomik gelir tahminlerine nasıl geçeceğine nasıl geçeceğini göstermektedir(26).

Bu örneği yorumlayan kişinin en az iki noktayı aklında tutması gerekir. Birincisi, şirketin gerçek ekonomik geliri, şirketin yayımlanan gelirinden az olabilir (B şirketinde olduğu gibi).

İkincisi, A ve B şirketlerinin yayımlanan gelirleri arasındaki fark, yanlış gösterilen rakamlar için ortalama bir örnek değildir. Analizde yanlış gösterilen miktarı tespit etmek zordur, çünkü, değişik analizciler aynı durumu değişik yorumlayabilir. Bununla birlikte iyi yetişmiş, fakat namuslu olmayan bir finans yöneticisi muhasebecinin ve öteki yöneticilerin şirket için bildirdikleri gelirleri istediği sınırlar içinde göstermeyi başarabilir. Buna göre, analizci şirketlerin yayımlanan gelir rakamlarını güvenle kullanamaz.

F- Muhasebe gelirlerinin bilanço üzerine etkisi

Bilanço, defterlerin gerektiği biçimde kapatılmasından sonra hesap sonuçlarını gösterir. Gelir raporları akış, bilanço ise mevcutlarla ilgilidir. Kuşkusuz mevcutlar akışın bir sonucudur. Bu nedenle muhasebe geliri üzerinde oynamalar yaparken gerçek durumun bilanço kalemlerinde olduğu unutulmamalıdır. Bundan başka bilanço satın alınan şerefiye gibi girişlerle ayarlanabilir, çünkü bu girişi yapılan kalemin gerçek değerinin hesaplanması zordur.

Aşağıda bir bilanço örneği verilmiştir.

<u>Aktif</u>	<u>Pasif</u>
Cari varlıklar	Cari borçlar
Sabit varlıklar	Uzun vadeli borçlar
Öteki varlıklar	Öz varlık
<u>Toplam varlıklar</u>	<u>Toplam borç ve öz varlık</u>

Cari varlıklar, cari borçlar, uzun vadeli borçlar şirketin likit varlıklarının ve sözleşmeye bağlı borçlarının nisbeten doğru tahminleridir. Bundan başka finansal raporlarla birlikte

görülen notlar uygulanan stok değerlendirme tekniğini, sürekli olmayan borçların yapısını ve bilanço kalemlerini tahmin etme veya yeniden hesaplamada gerekli olan öteki konuları açıklar.

Muhasebe geliri bilançoda uzun ömürlü varlıkları ve net değeri herhangi bir başka kalemden daha fazla değiştirir. Örneğin, bilançodaki binalar ve makine-alet. Bunlar birçok şirketin varlıklarının büyük kısmını oluşturur. Sabit varlıklar ve öz varlık enflasyondan etkilenir. Birçok eskiden kurulmuş şirketin bilançosunda görülen dağıtılmayan kârlar kalemi ortaklara kâr payı olarak ödenmeyen geçmiş yıllara ait muhasebe kârları toplamıdır. Birçok bilanço kalemi başka biçimlerde yorumlanabildiğinden, bilançodaki öz sermayenin defter değerinden adi hisse senetlerinin gerçek (intrinsic) değerini tahmin etme olanağı yoktur.

G- Gelir raporu rakamlarında ayarlamalar

Gelir bir menkul kıymetin değerinin tespitinde çok önemli olduğundan ve muhasebe kârı kavramı çok değişken olduğundan yayımlanan gelir rakamını ayarlamak veya normal hale getirmek gereklidir.

Bir şirketin bir seri gelir raporunu analiz ederken üzerinde duracağımız anahtar kelime "tutarlılık, birbirini tutma" olmalıdır. Muhasebede gelir ile ilgili pek az kesin tanım olduğundan bir tanım kabul edilmeli ve devamlı olarak buna göre hareket edilmelidir. Bu yolla gelir trendi bulunabilir. Finansal raporlardaki notlara dayanarak çeşitli yıllara ait raporlar ayarlanacak olursa, her yıl için kalemler tutarlı olur. Bu ayarlamalar yapıldıktan sonra yıllar arasında karşılaştırmalar yapılabilir.

a) Satışlar

Satış rakamlarında yanlışlığa yol açan kredili satışlardır. İşletme sözleşmeli taksitli satışlar yapıyorsa yayımlanan yıllık satış rakamlarında bir devamlılık yoktur, bu devamlı olmama hali kredili satışların ilk kez toplam satışlara katıldığı yıl ortaya çıkar. Bu tür devamlı olmama hali kredili satışların başladığı yıl veya hemen bundan sonra başlar.

Satışlarda daha az rastlanan bir başka değişiklik, bir satış anlaşmasının bozulması ile ortaya çıkar. Analizci, satışlarda doğru bir eğilim bulmak için bu anlaşmanın bozulması ile kaybettiği satış miktarını geçmiş satışlardan çıkarmalıdır. Tahsil edilmeyen alacaklardan kayıplar, satışların doğru olan miktarını göstermek için yayımlanmalıdır.

b) Stokların değerlendirilmesi

Stok değerlendirme süreçleri değişebilir. Finansal raporlardaki bir yıl öncesine göre yapılmış herhangi bir değişiklik notlarla gösterilmeli ve bu değişikliğin gelirler üzerindeki etkisi de gösterilmelidir. Stok değerlemelerindeki değişimler bilinse de değerleyici veya uzmanla görüşmeden varlıkların nasıl değerlendirildiğini bilmek zordur. Önemli ölçüde stoka sahip şirketlerin stok değerlemesinde tutarlılıklar olmadıkça yıllık karşılaştırmalar yapmak olanaksızdır.

c) Amortisman

Bir şirkette değişik tür varlıklar için değişik amortisman yöntemleri uygulanabilir. Amortisman yöntemi değiştiğinde dışarıdan bir kişi için hangi varlığın değişik amortismanına tabi tutulduğunu anlamak olanaksızdır.

Bazı analizciler amortismanı ayarlama yerine nakit akımını incelemeyi yeğ tutar. Nakit akımı, kâr artı amortismandır ve amortisman değişikliklerinin yol açtığı değişikliklere karşı daha duyarlıdır ve gelir eğimini (trendini) gelirin kendisinden daha iyi gösterebilir. Nakit akımının çokluğu gelirinde yüksek olacağı anlamına gelmez. Örneğin amortismanına tabi varlığın satışlarda veya muhasebe gelirlerinde bir artış olmaksızın satın alınması nakit akışında bir artışa yol açabilir.

d) Öteki ayarlamalar

Yayımlanan kâr rakamında şirketin gerçek gelirini bulmak için sayısız ayarlamalar yapılabilir. Burada bunlardan önemli olanları üzerinde durulacaktır.

H- Açık olmayan giderler

Satış hasılatı içinde yıpranan sermayenin yerine konulması için bir pay (amortisman) olduğu gibi açık olmayan giderlerde vardır. Örneğin, işletme sahiplerinin ücretleri, işletme sahiplerinin yatırım tutarları üzerinden faiz gibi. Bir işletmeden sağlanabilecek geliri değerlerken, yatırımcı bazı giderlerin şimdiki işletme sahibi için nakit gider olmadığını, fakat yeni bir sahip için gider olabileceğini hesaba katmalıdır(27).

Örneğin birbirinin aynı, birisi Eskişehir'de öteki ise Kütahya'da iki servis istasyonunu ele alalım. Bu iki servis istasyonunun bazı açık olmayan giderler dışında satışlarının ve giderlerinin aynı olduğunu düşünelim. Aşağıdaki tabloda her iki servis istasyonunun birbirinin aynı olduğu halde Eskişehir'dekinin gelir tablosunda kâr veya gelirin Kütahya'dakinin hemen

(27) Adolph Matz-Othel J. Curry-George W. Frank, Cost Accounting, (South-Western Publishing Company, Cincinnati 1967), s.862.

hemen iki katı olduğunu görmekteyiz. Bu fark Eskişehir'deki servis istasyonunun gelir tablosunda muhasebecinin gider yazmadığı açık olmayan giderlerden doğmuştur.

	<u>Eskişehir İstasyonu</u>	<u>Kütahya İstasyonu</u>
Satışlar	2,000,000	2,000,000
Satılan malın maliyeti	<u>1,500,000</u>	<u>1,500,000</u>
Brüt kâr	500,000	500,000
Çalışma giderleri		
Yönetici maaşı	0	100,000
Ücretler	150,000	150,000
Elektrik-su	10,000	10,000
Çöplerin yok edilmesi	0	40,000
Faiz	0	10,000
	<u>160,000</u>	<u>310,000</u>
Vergiye tabi muhasebe kârı	340,000	190,000

Eskişehir istasyonundaki muhasebecinin gider yazmadığı açık olmayan giderler şunlardır:

- Yöneticinin maaşı: Eskişehir istasyonunun sahibi istasyonu kendisi yönetmekte ve başka bir işte kendisine yılda 100,000 lira kazandıracak bir iş gördüğünü unutmaktadır.
- Çöplerin yok edilmesi: Eskişehir'deki istasyonun sahibinin kardeşi Eskişehir belediye başkanıdır ve istasyona ait çöpler ve servis artıkları şehirden geçen nehre atılmaktadır. İstasyon yanından geçen bir nehir olma-

saydı artıkların yok edilmesi için 40,000 lira harcıyacaktı.

- c) Faiz gideri: Eskişehir'deki istasyonun sahibi mal stoklarına kendi tasarruflarından finanse etmekte ve kendisi için faiz hesap etmemektedir. Kütahya'daki istasyonun çalışma sermayesi banka tarafından finanse edilmekte ve bu faiz olarak 10,000 lira gerektirmektedir.

Eskişehir'deki istasyon için açık olmayan veya ödenmemiş giderler toplamı 150,000 liradır.

Eskişehir'deki ve Kütahya'daki istasyonları işleten, bir kişi yerine ayrı birer şirket olabilirdi ve bu şirketlere yatırım yapmak isteyen beklenir bir yatırımcının bu şirketlerin her ikisinin ekonomik kâr veya gelirinin 190,000 lira olduğunu unutmaması gerekir. Çünkü yeni sahip Eskişehir'deki istasyonun 340,000 liralık muhasebe gelirinden 150,000 liralık açık olmayan gideri ödemelidir.

Açık olmayan giderler bütün kişisel işletmelerin gelirini belirlemede karşılaşılan ortak bir sorundur, aynı zamanda menkul kıymet sahipliğinde de kendini gösterir. Bu giderler ekonomik gideri etkileyebilir fakat muhasebe gelirini etkilemez. Örneğin rekabet durumu zayıflayan bir şirketin hisse senedi sahiplerinden birini ele alalım. Bu şirketin hergün iflasa biraz daha yaklaştığını düşünelim. Bu gerçekleşinceye kadar şirket kâr paylarını azaltmadan uzun yıllar ödemeye devam edebilir (belki bu arada azalan gelirlerini yayımlanan gelir raporundaki oyunlarla saklamaya devam etmektedir). Bu menkul kıymetlerin sahibine muhasebeci kâr payları azalmadıkça azalan bir gelir göstermeyebilir. Yani ortak, muhasebe kârlarından yararlanmaya devam

etmektedir. Fakat bu hisse senetleri ile gelecekte sağlanacak tüketim fırsatları azaltıldığından gerçek ekonomik gelir azaltılmış olmaktadır. Hisse senetleri zararına satılincaya kadar veya şirketin iflası duyuruluncaya kadar, hisse senedi sahibi zararda olduğunu bilmeyecektir.

3- KAPİTALİZASYON ORANININ BELİRLENMESİ

Şirkete ait gelir ve kâr payları hesaplandıktan sonra sıra, bu gelir veya kâr paylarının çarpılacağı gelir veya kâr payı çarpanlarının bulunmasına gelir. Aşağıda görüleceği gibi çarpanlar ile kapitalizasyon oranı arasında bir ilişki vardır. Kapitalizasyon oranının belirlenmesi için şirketin risk durumunun açıklığa kavuşması gerekir, çünkü kapitalizasyon oranı risk ile doğrudan ilişkilidir. Risk arttıkça kapitalizasyon oranı da artar, risk azaldıkça kapitalizasyon oranı azalır. Şirketin kapitalizasyon oranının kararlaştırılmasından önce risk durumunun bilinmesine gerek vardır. Bu nedenle risk üzerinde durulması gerekir (28).

4- RİSK NEDİR-NASIL HESAPLANIR?

Riskin bir menkul kıymetin değerinin belirlenmesindeki önemini gördük. Riskin tahmini menkul kıymetin değerinin tahmini için esas olmaktadır. O halde riskin tahmini nasıl yapılmalıdır?

A- Tahminlerin yapılması

a) Yalın bir yaklaşım

Bir menkul kıymete ait gelir oranının % 10 olarak tahmin edildiğini düşünelim. Gelir, bu oranın altında, üstünde veya tam % 10 olabilir. Tahmin edilen % 10, beklenen en düşük veya en yüksek oran değil orta bir orandır. İyimser veya kötümser bir tahmin olmayıp en iyi tahmindir.

Bir menkul kıymetten beklenen oran olarak tek bir oran düşünülebilir. Fakat bu rakama her zaman güvenilmeyebilir. Gerçekleşen oran bundan farklı olabilir. Fakat bu fark ne kadar olursa tahmin isabetli olarak kabul edilecektir. Gelir oranına % 10 olarak tahmin eden gerçek gelirin yüzde 9 ile 11 arasında olmasını normal karşılayabilir. Gelirin % 5 ile % 15 arasında olması ise normal değildir. İşte, gerçek gelir tahmin edilen gelirden % 1 eksik veya fazla olursa, bu yatırım az rizikolu, gerçek gelir tahmin edilen gelirden % 5 eksik veya fazla olursa bu yatırım rizikolu bir yatırımdır⁽²⁹⁾.

Gelecek belirsiz olabilir fakat yine de bazı tahminlerde bulunmak gereklidir. Bu yaklaşım, gerçek gelir oranının tahmin edilen değerden ne kadar sapma göstereceğinin belirtilme yöntemidir. Tahminin gerçeğe yakınlığı arttıkça belirsizlik oranı azalır. Belirsizlik oranı düşük ise, örneğin % 1 ise gerçek değer yüzde $10-1(=9)$ ve $10+1(=11)$ arasında olacaktır. Tahmin edilen gelir oranının gerçekleşme olasılığı daha az ise belirsizlik oranı yükselir. Örneğin bu oran yüzde 5 ise, gelir oranı yüzde $10-5(=5)$ ile $10+5(=15)$ arasında olacaktır.

(29) William F. Sharpe, Portfolio Theory and Capital Markets, McGraw-Hill Book Company, New York, 1970, s.20.

Sonuç olarak bir menkul kıymetten beklenen gelir oranını iki ölçü ile gösterebiliriz.

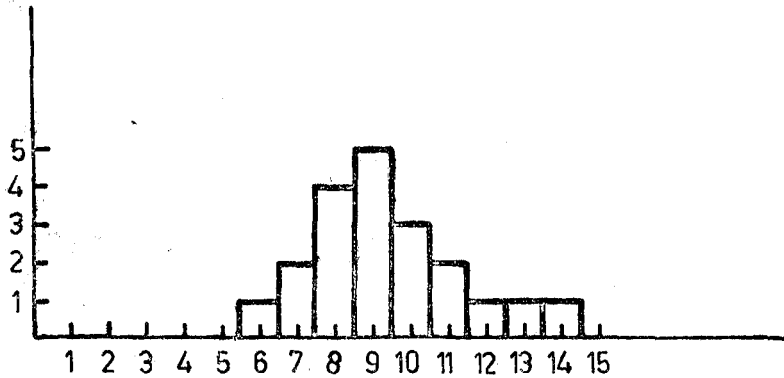
- 1) Gelir oranına ait bir tahmin: Bu en iyi tahmin veya ortalama tahmindir.
- 2) Bir belirsizlik ölçüsü: Gerçek gelirin tahmin edilen değerden sapmasının ölçüsü.

b) Bilimsel bir yaklaşım

Gelir tahminleri bazı durumlarda çok kesin olarak verilir. Örneğin:

<u>Gelir Oranı</u>	<u>Gerçekleşme Olasılığı</u>
% 6	yüzde 5
7	10
8	20
9	25
10	15
11	10
12	5
13	5
14	5

Aşağıdaki şekil bu tahminleri grafik olarak göstermektedir.



Şekil 1-1: İhtimal dağılımına ilişkin histogram

Bu gerçekteşme olasılığı yukarıda olduğu gibi yüzde olarak gösterildiği gibi kesir olarak da gösterilir. Şekildeki grafik ihtimal dağılımı olarak bilinmektedir (30).

Ihtimal dağılımı kavramı genelleştirilebilir. Değişik, muhtemel sonuç sayısının M olduğunu kabul edelim. Birinci sonuç O_1 , ikinci O_2 gibi. O_1 sonucunun gerçekteşme ihtimali P_1 , O_2 sonucunun gerçekteşme ihtimali P_2 olsun. Bu durumda:

<u>M = 9</u>	
$O_1 = \% 6$	$P_1 = 0.05$
$O_2 = 7$	$P_2 = 0.10$
$O_3 = 8$	$P_3 = 0.20$
$O_4 = 9$	$P_4 = 0.25$
$O_5 = 10$	$P_5 = 0.15$
$O_6 = 11$	$P_6 = 0.10$
$O_7 = 12$	$P_7 = 0.05$
$O_8 = 13$	$P_8 = 0.05$
$O_9 = 14$	$P_9 = 0.05$
	<u>1.00</u>

Birinci, ikinci, üçüncü terimlerin toplamları gösterilmek istenirse şöyle yazılabilir.

$$\sum_{i=1}^M P_i$$

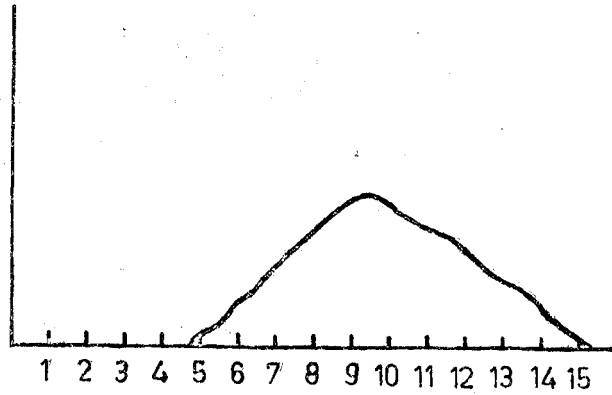
Bunun anlamı şudur:

$$P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_m$$

Ihtimallerin toplamının 1 olduğu gösterilmek istenirse

$$\sum_{i=1}^M P_i = 1$$

Az sayıda sonucun ihtimal dağılımını göstermek istediğimizde yukarıdaki şekildeki grafiği kullanabiliriz. Sonuçların sayısı arttıkça dağılımın daha düzgün hale geldiği görülür. Aşağıdaki şekil çok sayıda sonucu kapsayan bir durumu göstermektedir. Değişik seçenekler seçim için düşünülebilir. Bu örnekte yüzde 6 sonucu yüzde 5 1/2 ile yüzde 6 1/2 arasındakilerin ortalamasıdır.



Şekil 1-2: İhtimal dağılımı eğrisi

Değişik bir yaklaşım yüzde 5 1/2 ile yüzde 6 arasına bir sonuç, yüzde 6 ile yüzde 6 1/2 arasına değişik bir sonuç olarak alabilir.

İhtimal dağılımı daha ayrıntılı bir tahmin sağlayabilir. Fakat bir yatırımcı en iyi dağılımı nasıl seçebilir. Seçenek sayısı iki, beş, yirmi ise yatırımcı bunlar arasında seçim yapabilir.

Yukarıdaki şekildeki bilgileri özetlemek için kaç rakam kullanılmalıdır? Dağılımın hem yeri, hem "yayılması" tanımlanacaksa en az iki rakam gereklidir. İki tane bir taneden iyidir. Dört tane üç taneden iyidir ve bunun gibi. Sorun, ek faydanın ek gider-

den fazla olacağı noktayı bulmaktır. Bu çözümü zor bir sorundur. Belirsizliğin yeteri kadar hesaba katılması gerekiyorsa en az iki rakam gereklidir.

Merkez, merkezsiz eğilim veya dağılımın ortası beklenen değerle gösterilir. Bu, beklenen sonuçların ağırlıklı ortalamasıdır ve her sonucun ağırlığı gerçekleşme ihtimalidir:

$$E = \sum_{i=1}^m P_i \cdot O_i$$

Dağılımın yayılması varyans ve varyansın karekökü olan standart sapma ile ölçülür. Beklenen değer dağılımın ortasındadır. Birçok beklenen sonuç bunun altında veya üstündedir. Bir sonucun beklenen değerden sapması farktır:

$$O_i - E$$

Varyansı hesaplamak için bu sapmanın karesi alınır. Varyans, herbirinin ağırlığı gerçekleşme ihtimali olan, karesi alınmış sapmaların ağırlıklı ortalamasıdır.

$$V = \sum_{i=1}^m P_i (O_i - E)^2$$

Standart sapma varyansın kareköküdür.

$$\sigma = \sqrt{V}$$

$$V = \sigma^2$$

Ele alınan örneğe göre beklenen değer % 9.4, varyans yaklaşık olarak yüzde 4 ve standart sapma yaklaşık olarak yüzde 2'dir.

c) İki yaklaşımın eşitliği

Tahmin yapılmasında yararlanılan iki yöntemden söz ettik. Bunların birisinde her hisse senedi veya hisse senetlerin-

den meydana gelen bir cüzdandan için dolaysız olarak iki rakam verilmektedir. Öteki yöntem bunları ihtimal dağılımı rakamları kullanarak belirli hesaplamalardan sonra bulmaktadır. Ölçülerin anlamı her durumda aynıdır. Tahmin edilen veya beklenen gelir oranı "ortalama" bir tahmindir, "en iyi tahmin" veya "merkezi eğilimdir". Belirsizlik veya standart sapma, gerçek değer tahmin edilen değerden muhtemel sapmasını ölçer.

B- Risk ve belirsizlik

Risk ve belirsizlik bazen değişik anlamlarda kullanılır. Kişi, kararlarını ihtimal dağılımına göre veriyorsa riskden söz edilebilir. Aksi halde ya belirlilik ya da belirsizlik vardır.

Bir hisse senedinin kalitesi standart sapması ve beklenen geliri ile değişmektedir. Bir hisse senedinin geliri yüksek ve standart sapması düşük ise o hisse senedi yüksek kalitelidir. Bir hisse senedinin kalitesi taşıdığı risk miktarına bağlıdır. Bir hisse senedinin değeri onun kalitesine, kalitesi de onun riskine bağlıdır. Riskin önemli ölçüsü ise hisse senedi gelirlerindeki oynamalardır (31).

C- Toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk

Bir menkul kıymetin toplam değişkenliği veya toplam riski iki parçaya bölünebilir, bunlar sistematik ve sistematik olmayan risktir.

a) Sistematik risk

Sistematik risk gelirin toplam değişkenliğinde bütün pazarda alınıp satılır menkul kıymetlerin fiyatlarını etkile-

(31) Sauvain, s.202.

yen faktörlerin yol açtığı kısımdır. Menkul kıymetler pazarını etkileyen ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişimler sistematik riskin kaynağıdır. Gelirin sistematik değişkenliği bütün menkul kıymetlerde değişik ölçülerde vardır, çünkü birçok menkul kıymet birlikte sistematik olarak değişiklik gösterir (32).

Yüksek sistematik riski olan şirketlerin temel endüstri malları olan alet, lastik üreten şirketler olduğu dikkati çeker. Sonuç olarak bu şirketlerin satışları, kârları ve hisse senedi fiyatları ekonomik faaliyetlerin ve menkul kıymetler pazarının düzeyini izler. Bazı belirli şirketlerin yüksek sistematik riski olduğu bilinirse bu şirketlerin yatırımlarından gelirlerini tahmin etmek kolaydır. Gelirlerin pazardaki oranı bir kez tahmin edilirse yüksek sistematik riskli bütün şirketlerin genel durumu hakkında bir bilgiye sahip olunmuş olur.

b) Sistematiik olmayan risk

Toplam riskin bir bölümü olan sistematik olmayan risk bir şirket veya endüstriye özgü olan risktir. İşçi grevi, yönetim hataları, icatlar, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerindeki değişimler şirket gelirlerinde sistematik olmayan değişimlere yol açabilir. Sistematiik olmayan değişimler öteki endüstrileri ve genel olarak menkul kıymet pazarını etkileyen faktörlerden bağımsız olan faktörlerdir. Bu tür risk bir şirket veya birkaçını etkileyen faktörlerden doğduğundan her şirket için ayrı ayrı hesaplanmalıdır (33).

Toplam değişkenlik içinde sistematik olmayan bölüm şirketten şirkete değişir. Bazı şirketlerin sistematik riski yoktur.

(32) A.g.k., s.104.

(33) Francis, s.257.

Bu şirketlerin toplam risklerinin büyük çoğunluğunu sistematik olmayan riskler meydana getirmektedir.

Düşük sistematik riskli ve yüksek sistematik olmayan riskli birçok şirket dayanıksız tüketim malları üretir. Bu şirketlerin satışları, kârları ve hisse senedi fiyatları endüstrideki faaliyetlerin veya hisse senedi pazarının düzeyine bağlı değildir.

D- Riskin kaynakları

Gelirlerdeki değişikliğe yol açan sayısız etken vardır. Bu çeşitli kaynaklar iki ana gruba ayrılır, sistematik etkenler ve sistematik olmayan etkenler. Bu iki gruba giren risk kaynakları aşağıda gösterilmiştir (34).

Riskin Sistematik

Kaynakları

Faiz oranı riski
Satın alma gücü riski
Pazar riski

Riskin Sistematik Olmayan

Kaynakları

Finansal risk
Yönetim riski
Endüstri riski

a) Riskin sistematik kaynakları

1. Faiz oranı riski

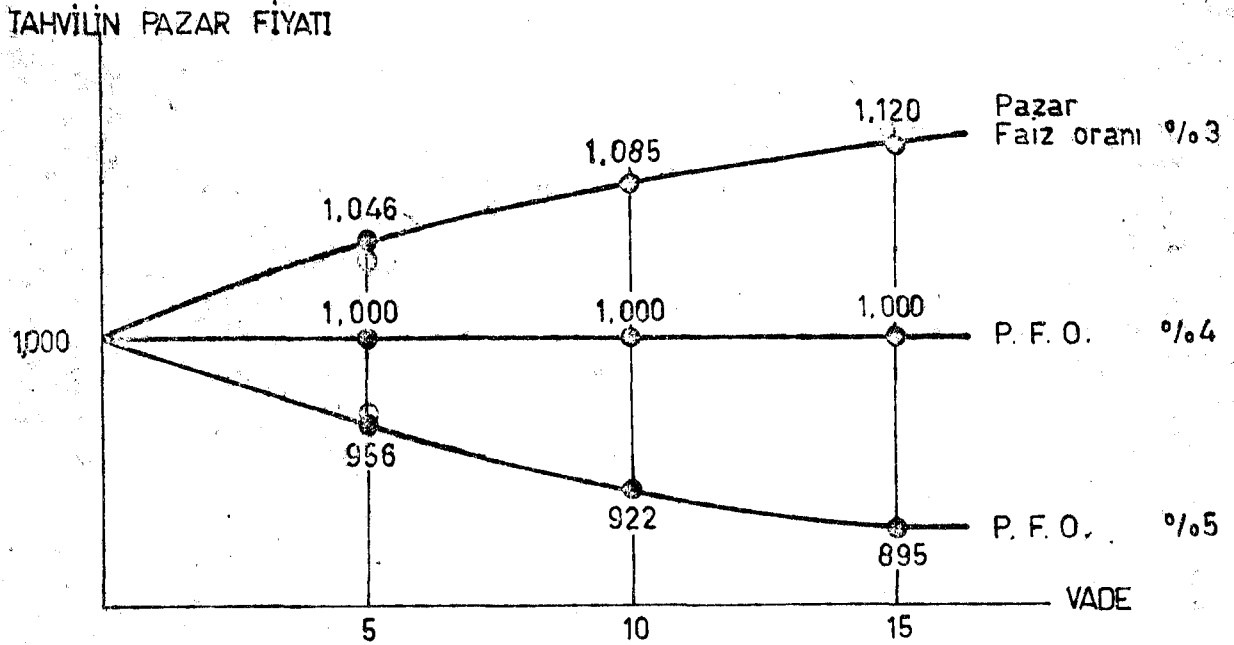
Faiz oranı riski, faiz oranlarındaki değişmeler nedeniyle sabit gelirli menkul kıymetlerin pazar fiyatlarındaki dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Faiz, paranın kullanılması için ödenen fiyattır ve öteki fiyatlar gibi pazardaki istek ve sunuşa bağlı olarak dalgalanır. Bir tahvilin pazardaki verimi ile pazar fiyatı ters yönde değişir (35). Para azaldığında faiz

(34) A.g.k., s.258.

(35) Badger, Torgerson, Guthman, s.25.

oranı yükselir, faiz oranı artınca belirli bir gelirin kapitalize edilmesi ile bulunan değer düşük çıkar. Bunun sonucunda da tahviller gibi sabit gelirli menkul kıymetler bundan zarar görürler. Tahvil fiyatlarındaki düşüş, tahvil alıcılarının gelirinin faiz oranlarının yeni düzeyi ile kazanacakları gelire eşit olacağı noktaya kadar devam eder. Faiz oranı riski, faiz oranlarının en az olduğu zaman en az, en yüksek olduğu zaman ise en çok olur (36).

Aşağıdaki şekil tahvil fiyatlarının faiz oranlarının değişmesi ile nasıl değiştiğini göstermektedir.



Şekil 1-3: % 4 Faizli bir tahvilin, faiz oranları % 3-5 arasında değiştiğinde fiyatındaki değişmeler

Bazı yatırımcılar, uzun vadeli menkul kıymetlerin pazar fiyatlarında görülen büyük oynamaların görülmediği kısa vadeli tahviller satın almakla faiz riskinden kurtulabileceklerine inanırlar. Kısa vadeli tahvillere yatırım yapan yatırımcılar tekrar kısa vadeli yatırımlara girişmek zorunda kalırlar. Böylece faiz o-

ranlarındaki değişmeler nedeniyle doğan gelir oynamalarından kolaylıkla kurtulma olanağı yoktur (37).

2. Satın alma gücü riski

Satın alma gücü riski veya enflasyon riski son yıllarda dikkatleri daha fazla çekmiştir. Satın alma gücü riski, fiyat düzeylerindeki değişmeler nedeniyle satın alma gücündeki potansiyel kayıplar olarak tanımlanabilir (38). Birçok yatırımcı, gelecekte şimdikinden daha çok varlığa sahip olmayı bekler. Birçok yatırımcı makul bir gelir yanında varlığını korumayı amaç edinmiştir. Hemen hepimiz birçok tüketim maddesinin fiyat artışlarının gelecekte devam edeceğini biliriz. Başka bir deyişle şimdi yatırım yapmakla gelecekte tüketim harcamalarının artmasını düşünerek tedbir almış oluruz. Fakat yatırımlardan sağlanan gelirlerle satın alınacak mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış varlığımız için bir tehlikedir. Yatırımlarımızın mal ve hizmet satın almak için daha büyük meblağ sağlamasını isteriz. Bu nedenle yatırım yapmadan önce satın alabileceğimiz sayıda mal ve hizmetten daha büyük sayıda mal ve hizmet satın almamız olurludur. Mal ve hizmet fiyatları artacak olursa paranın satın alma gücü azalır, bu durum enflasyon olarak bilinir (39).

Tahviller ve enflasyon riski

Bir tahvilin kalitesi, sahibini enflasyona karşı koruma kabiliyeti ile ölçülür. Örneğin, mal ve hizmetlerin fiyatı artarsa ana para ve gelirin satın alma gücü azalır, bu azalışı karşılamayan menkul kıymetler düşük dereceli olarak sınıf-

(37) Francis, s.259.

(38) Amling, s.15.

(39) Sauvain, s.120.

lanır. Öte yandan mal ve hizmetlerin fiyatları artarken yatırı-
mımızın gelirinde de artış olursa bu yatırım yüksek dereceli o-
larak sınıflanır (40). Uzun vadeli tahviller, hızlı enflasyon dö-
nemlerinde satın alma gücünde meydana gelen azalma nedeniyle dü-
şük derecelidir (41).

Adi hisse senetleri ve enflasyon riski

Adi hisse senetlerinin enflasyona karşı ko-
ruyucu olduğu kabul edilir. Fiyat düzeyindeki artışlarla birlik-
te şirket gelirleri de yükselme eğilimindedir ve bu yükselen ge-
lirlerle kâr paylarının da artması beklenir. Aynı zamanda menkul
kıymetlerin pazar fiyatlarında bir artış beklenebilir. Sonuç ola-
rak kâr payları ve gelirlerin birlikte artmasını hisse senetle-
rinin pazar değerlerinin artması izler (42). Geleneksel enflas-
yon korunağı teorisine göre bir hisse senedinin enflasyona karşı
korunak olabilmesi için nominal gelir oranının enflasyon oranına
eşit olması veya enflasyon oranından büyük olması gerekir. Buna
göre geleneksel teori "gerçek" gelir oranının sifıra eşit olmasi-
ni veya sıfırdan büyük olmasını ister (gerçek gelir oranını bul-
mek için nominal gelir oranını genel fiyat artış oran ile iston-
to etmelidir). Fakat gerçek gelir oranının sıfırdan büyük olması
olağan değildir, yani gelir ve kâr paylarındaki gerçek artışlar
sonucunda hisse senetlerinin pazar değerlerinde bir artış bekle-
mek doğru değildir, doğru olan hisse senetlerinin enflasyona kar-
şı bir korunak olduğudur (43). Bu nedenle enflasyon dönemlerinde
değerleri artacağı düşüncesiyle adi hisse senetlerine yatırım

(40) D'Ambrosio, s.121.

(41) Francis, s.260.

(42) D'Ambrosio, s.122.

(43) Francis, s.260.

yapanların yanılacağını söyleyebiliriz. Uzun dönemde iyi seçilmiş bütün hisse senetlerinin pazar fiyatları yükselebilir ve fiyat düzeyindeki artışları etkisiz hale getirebilir (44). Acaba olaylar bunu doğrulamakta mıdır? ABD'de yapılan bir çalışmadan alınan sonuçlara göre; enflasyon döneminde grup olarak adi hisse senetleri uygun veya tam bir enflasyon korunağı değildir. Bu, adi hisse senetlerinin hiçbir zaman tam veya kısmi bir korunak olmadığı anlamına gelmez. Ayrıca bu tam veya kısmi korunak olmayan tek tek hisse senetleri olmadığı anlamına da gelmez (45).

Bir hisse senedinin enflasyona karşı korunak olabilmesi için şu özellikleri taşıması gerekir: 1) Satışlarda ve çalışma giderlerinde en az enflasyon artış oranına eşit bir artış, 2) Enflasyon oranından daha düşük olan satışlardaki artışa etkisiz bırakacak çalışma giderlerinde azalış, 3) Çalışma giderlerindeki azalışı karşılayacak istikrarlı satışlar.

Satışlarda artış olması her zaman yeterli değildir. Aynı zamanda satışları doğuran koşulların incelenmesi gerekir. Örneğin bir endüstrideki rekabet ve şirketlerin mallarını satmadaki etkinlikleri incelenmelidir. Tam çalışma koşullarında, elektrik enerjisi üretim endüstrisinde satışların, düşüş dönemine oranla artması beklenir. Her iki durumda da satışların aynı olacağını söylemek mümkündür. Hizmet endüstrilerinde kısa dönemlerde, hatta bazan uzun dönemlerde bir değişiklik görülmeyebilir. Bunun nedeni kişisel gelirleri artsa bile kişilerin elektrik kullanımlarının artmamasıdır. Başka bir deyişle elektrik enerjisi üreten şirketlerin enflasyona karşı iyi bir koruyucu olmadıkları söylenebilir (46).

(44) Badger, Torgerson, Cuthmann, s.27.

(45) Frank K.Reilly-Glenn L.Johnson-Ralph E.Smith: "Inflation, Inflation Hedges, and Common Stocks"; Financial Analysts Journal, Jan-Feb., 1970, s.104-110.

(46) D'Ambrosio, s.122.

Net satışlardaki artış, kârları arttırmanın tek yolu değildir. Bu nedenle çalışma giderlerinin de analiz edilmesi gereklidir. Böylece çalışma gideri kalemlerinin duyarlılığı araştırılmış olur. Bazı giderler kolaylıkla değişir diğerleri ise değişmez. Başka bir deyişle bazı giderler uzun bir süre için değişmeksizin kalırlar, bir başka tür gider oldukça değişkendir. Toplam giderler içinde sabit giderlerin payı yüksek olan şirketler fiyat artışlarından daha az etkilenir, fiyat artışlarının etkisi değişken giderler üzerinde görülür, bu durumda fiyat düzeyi değişince, değişen giderlerin toplam çalışma giderleri içindeki payı düşük olur. Sonuçta toplam çalışma giderlerindeki artış enflasyon oranından daha az olur.

İki şirket için üç basitleştirilmiş durum ele alalım. Bunlar, aşağıdaki tabloda olduğu gibi A ve B şirketleri için I, II ve III durumlarıdır. Durum I'de her iki şirketin net satışları (NS) aynıdır. Fakat çalışma giderleri (ÇG) farklıdır. Bu giderler sabit giderler ve değişken giderler olarak ikiye bölünmüştür (SG), (DG). A şirketi için sabit giderler 60 lira ve değişken giderler 20 liradır. Bu şirketin sabit giderleri toplam giderlerinin yüzde 75'idir. B şirketinin gider yapısı tam tersidir, sabit giderler 20 lira ve değişken giderler 60 liradır. Bu bilgilere göre; 1) Net satışlarda % 20 artışın (durum II), 2) Net satışlarda % 20 eksilişin (durum III) etkilerini görelim. Sabit giderlerin satışlar değiştiğinde dahi sabit kaldığını fakat değişken giderlerin satışlarla birlikte değiştiğini unutmamak gerekir. Örneğimizde, değişken giderler satışlarla aynı oranda artmakta veya azalmaktadır.

	Durum I		Durum II		Durum III	
			NS'larda %20 artış		NS'larda %20 azalış	
	A	B	A	B	A	B
	Şirketi	Şirketi	Şirketi	Şirketi	Şirketi	Şirketi
NS	100	100	120	120	80	80
ÇG:						
SG 60	20	60	20	60	20	
DG $\frac{20}{20}$	$\frac{80}{20}$	$\frac{60}{20}$	$\frac{84}{36}$	$\frac{72}{28}$	$\frac{16}{4}$	$\frac{48}{12}$

Yüzde olarak

değişiklik 16/20 %80 8/20 %40 -16/20 -%80 -8/20 -%40

Durum II'de net satışlarda yüzde 20 artış A şirketinin net çalışma gelirlerinde yüzde 80 artışa yol açmaktadır. B işletmesi için net çalışma gelirlerindeki artış yüzde 40'tır. Farklı sonuçların nedeni A şirketinin toplam giderleri içinde sabit karakterli giderlerin çokluğu, satışlardaki artışın toplam çalışma giderlerini sadece yüzde 5 arttırması (80 liradan 84 liraya) ve kalanının ortakların yararlanmasına kalmasındandır. Öte yandan B şirketinin net satışlarında yüzde 20 artışı toplam çalışma giderlerinde yüzde 15 artışa yol açmaktadır (80 liradan 92 liraya) çünkü, toplam çalışma giderlerinin büyük kısmı değişir karakterdedir ve üretim miktarı ile artmaktadır.

Bundan sonra durum III'ü ele alacak olursak net satışlardaki % 20 azalışın A şirketini B şirketinde olduğundan daha çok etkilediğini görürüz. Bunun nedeni A şirketinin giderlerinin sabit olması böylece satışlarda bir azalma olacak olursa A şirketinin çalışma giderlerini kolaylıkla azaltmayışdır. Buna B şirketinde rastlanmaz çünkü onun giderlerinin büyük kısmı değişik giderdir ve satışların azalması ile azalır.

Net çalışma gelirinin net satışlardaki artışlar kadar arttırılması (örneğimizde A şirketinde olduğu gibi) çalışma manivelası

olarak bilinir ve enflasyon korunağı olan menkul kıymetlerin seçiminde kullanılan anahtarlardan birisidir. Çalışma manivelasına sahip şirketlerin çıkardıkları menkul kıymetler, bu maniveladan yoksun şirketlerin çıkardıkları menkul kıymetlere yeğ tutulur, böylece enflasyon halinde satışlardaki artış çalışma giderlerindeki artıştan büyük olur (47).

Enflasyona karşı koruyucu menkul kıymetlerin araştırılmasında dikkat edilecek nokta yüksek sabit giderleri olan ve ürettikleri mal ve hizmetlerin satış fiyatları değişebilen şirketlerin seçilmesidir. Aynı zamanda bu şirketlerin satış miktarları fiyat artışlarına karşı duyarsız olmalıdır.

3. Pazar riski

Menkul kıymetlerde pazardaki fiyat oynamalarının yol açtığı zarar olasılığı pazar riskidir. Pazar riski öncelikle adi hisse senetlerini etkiler. Tahvil ve öteki menkul kıymetler pazardaki dalgalanmalarla daha az karşı karşıyadır, çünkü bunların doğru değeri hisse senedi değerlerinden daha gerçeğe yakın olarak tahmin edilebilir (48).

b) Riskin sistematik olmayan kaynakları

1. Finansal risk

Finansal risk, şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi veya iflas etmesi halinde yatırımcının yatırdığı parayı kaybetme olasılığıdır. Menkul kıymetlerin pazar fiyatları yatırımcıların gelecek hakkındaki tahminlerinden etkilenir. Herhangi bir tarihte menkul kıymet alıcıları menkul kıyme-

(47) D'Ambrosio, s.125.

(48) Francis, s.262.

ti çıkaranların finansal yükümlülüklerini yerine getirebileceklerine ilişkin görüşleri kötümser iken daha sonra iyimser bir görüşe sahip olabilirler. Bu görüş değişikliği pazar fiyatlarına yansır. Yatırımcıların görüşleri iyimser iken kötümser olduğunda ödeyecekleri fiyattan daha yüksek bir fiyat öderler. Görüş iyimser olsun, kötümser olsun pazar fiyatını etkilemesi için mutlaka doğru olması gerekmez. Tahmin yapıldığında bu tahminin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini kimse bilmez (49).

Hisse senetleri sahipleri bakımından finansal risk, şirkete yatırılan para ve bundan sağlanacak gelirler ve bu gelirlerin gelecekte de sağlanabilme olanaklarıdır.

Tahvillerle ilgili finansal risk, vade bitiminde, alınan miktarın ödenmesi ile ilgili risktir. Tahviller ile adi hisse senetleri arasındaki fark tahvil sahiplerinin haklarının yasalarla korunmuş olmasıdır. Hisse senedi sahiplerinin şirketin ortağı olarak böyle bir korunmaları yoktur. Hisse senedinin pazar fiyatını etkileyen en önemli etken şirketin gelirleridir. Bir şirketin gelirlerinin ölçülmesi için gelirleri belirleyen; şirketin mamullerine olan talep, satış fiyatları ve hasılatı sağlamak için yapılan giderler gibi faktörleri incelememiz gerekir. Gelirlerdeki geçmiş veya beklenir değişiklikler hisse senedinin pazar değerini etkiler. Bu geliri etkileyen etkenlerin incelenmesi gerekir. Net gelirin bulunmasında gelirlerden çıkarılacak kalemlerin de incelenmesi doğru olur. Bu kalemler çalışma giderleri, ücretler, kira, elektrik, gaz, maaşlar, gayrimenkul vergileri ve kurumlar vergisidir. Bu kalemler böylece şirketin risk analizine girmiş olurlar. Fakat öteki ödemeler de önemlidir. Bu ödemeler şirketin fi-

(49) Sauvain, s.103.

nanslama biçiminden doğarlar. Şirket, sermayesini değişik kaynaklardan sağlar ve değişik kaynaklardan sağlanan sermaye oranları değişik olabilir. Sermayenin sağlanması ya hukuki sorumluluk doğurur ve ödemelerin yapılması zorunludur ya da ortaklık fonları ile olur, bu durumda da ortaklara kâr payı ödenmesi ve sermayelerinin geri ödenmesi ile ilgili hukuki bir sorumluluk yoktur. Böylece şirketin finanslanma biçimi ile doğmuş olan risk, finansal risk olmaktadır (50).

Finansal riskin değerlendirilmesinin ortaklar bakımından önemi çok büyüktür. Bazı şirketler tamamiyle öz sermaye fonlarıyla finanse edilirler. Bu durumda şirket giderleri ve vergiler ödendikten sonra kalan gelirler ortakların kullanımına geçmiş olur. Bu gelirler tamamiyle veya kısmen dağıtılabılır veya şirkette bırakılabilir. Bunun aksine, bazı şirketler sermaye sağlanmasında gelirlerden, ortaklardan önce hak sahibi olmayı gerektiren menkul kıymetler, yani tahviller çıkarırlar. Bu şirketler, gelirlerden çalışma giderleri ve vergiler çıktıktan sonra kalan gelirleri bu menkul kıymet sahiplerine borç faizi ve ana para olarak öderler. Bu ödemeler yapıları bakımından sabittir, yıldan yıla değişmezler ve sonuç olarak adi hisse senedi sahiplerinin gelirlerinin hacim, değişkenlik ve eğilimini etkilerler. Kısacası adi hisse senedi sahiplerinin riskini etkilerler (51).

Finansal manivela

Finansal manivelanın finansal risk üzerine etkisini göstermek için bir örnek ele alalım. Bu örnekte, 1) Gelirden hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payları dışında bir ödeme yapmayan yani tahvil faizi ödemeyen, 2) Adi hisse senedi sahibi

(50) D'Ambrosio, s.109.

(51) A.g.k., s.110.

ortakların 10 hisse senedi için 10,000 lira ödedikleri bir durumu ele alalım. Bütün çalışma giderleri ve vergiler ödendikten sonra adi hisse senedi sahiplerine 1000 lira ödenebiliyorsa ve bu kârlardan başka birşey ödenmeyecekse hisse senedi başına kâr 100 liradır. Yöneticiler karar verirlerse bu 100 liranın hepsi kâr payı olarak ortaklara dağıtılabilir.

İkinci durumda da 10,000 liralık toplam sermaye olduğunu fakat bunun 5000 lirasının uzun vadeli borç olduğunu ve şirketin bunun için % 6 faiz ödediğini, geriye kalan 5,000 liranın öz fonlarla 10 hisse sahibinden sağlandığını varsayalım. Bu durumda da çalışma giderleri ve vergiden sonra 1000 lira sağlanırsa bunun hepsi ortakların kullanımına bırakılmayacaktır. Bu gelir üzerinden ilk olarak alacaklılara faiz ödenmesi gerekecektir, bu da 300 lira ise ortaklara hisse senedi başına 700 lira kalacaktır. Bunun tamamı veya bir kısmı kâr payı olarak ödenebilir.

Burada şöyle bir soru akla gelebilir: Şirketin borç almasının ortağa ne gibi yararı vardır? Şirketin borç alması ortakların sermayelerinin gelir oranının arttırmaktadır.

Konuyu açıklığa kavuşturmak için A şirketi örneğine dönelim. Ortaklar A şirketinin çalışmalarını finanse etmek için sermayelerinin tamamını öz kaynaklardan sağlamışlardır. Bu şirkette yatırımlardan gelir oranı % 10'dur. B şirketinde ortakların geliri 700 liradır, bu gelir oranını % 14'e çıkarmaktadır (700/5000). Bu, borç almanın yararını göstermektedir.

Gelirlerden öncelikle pay alma hakkının olduğu başka bir örnekle gelirlerin değişkenliğini görelim. Çalışma giderleri ve vergilerden sonra gelirden % 20 artışın olduğu bir durumu ele alalım. A şirketinde % 20 gelir artışı çalışma giderleri ve vergiden son-

ra 1200 liralık bir gelir sağlar. Bu gelirden öncelikle pay alacak başkası olmadığından bu 1200 liranın hepsi adi hisse senetlerine ait olur. Bu durumda hisse senedi başına düşen pay 120 liradır. Bu % 20 artış demektir. B şirketinde ise çalışma giderleri ve vergiden sonra 1200 lira kalır fakat bunun 300 lirası faiz olarak ödenir. Böylece adi hisse senedi sahiplerine 900 lira kalır, bu da hisse senedi başına 90 liradır. Bu durumda gelirdeki 20 liralık artış, % 28'lik bir artıştır ve öz sermaye üzerinden gelir oranı % 18'dir.

Tersine gelirler % 20 azalacak olursa A şirketinin gelirleri 800 lira olur. Bu gelirlerden başka kimse hak sahibi olmadığından hepsi adi hisse senedi sahiplerine ait olur ve hisse senedi başına kâr payı 80 liradır. B şirketinde de çalışma giderleri ve vergiden sonra 800 lira kalmasına karşın 300 lirası borç faizi olarak ödenecek ve hisse senedi başına kâr payı 50 lira olacaktır. A şirketindeki % 20 düşüşe karşılık bu % 28'lik bir düşüştür. Öz sermaye üzerinden gelir oranı % 10'dur.

Böylece borç almakla şirketler hem gelirlerini hem de zararlarını arttırmış olurlar. Bu tamamiyle gelirlerden ödenecek kısmın sabit olmasından doğmaktadır ve finansal manivela denilmektedir. Gelirlerdeki beklenir artan dalgalanma; sermaye yapısı, gelirlerden öncelikli hak sahiplerinin çokluğu nedeniyle ağır yük altına girmiş olan şirketlerde sermaye yapısı gelirden öncelikli hak sahibi olanların az olduğu şirketlerde daha çoktur. Bu, şirketlerin finansal politikaları için kesin bir yargıya varmayı gerektirmez. Aksine, bazı şirketler çok borç alır, bu, şirket finansmanının genel kabul görmüş ilkelerine göre mantiki bir davranış olur. Örneğin, elektrik enerjisi üreten şirketlerin hasılat ve çalışma gideri istikrarlı bir görünümündedir.

	Bölüm: I		Bölüm: II		Bölüm: III	
	A Şirketi	B Şirketi	A Şirketi	B Şirketi	A Şirketi	B Şirketi
<u>Bilanço Bilgileri</u>						
Varlıklar	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Uzun vadeli borç		5,000		5,000		5,000
Öz sermaye	10,000	5,000	10,000	5,000	10,000	5,000
Hisse senedi sayısı	10	10	10	10	10	10
<u>Gelir raporu bilgileri</u>						
Net satışlar	20,000	20,000	24,000	24,000	16,000	16,000
Çalışma giderleri	18,000	18,000	21,600	21,600	14,400	14,400
Çalışma geliri	2,000	2,000	2,400	2,400	1,600	1,600
Kurumlar vergisi	1,000	1,000	1,200	1,200	800	800
Net gelir	1,000	1,000	1,200	1,200	800	800
Faiz	0	300	0	300	0	300
Adi hisse senedi sahiplerinin kullanabileceği gelirler	1,000	700	1,200	900	800	500
Kâr payı	600	350	600	350	600	350
<u>Gelir-kâr payı ilişkileri</u>						
Hisse senedi başına gelir	100	70	120	90	80	50
Öz sermaye üzerinden gelir	% 10	% 14	% 12	% 18	% 8	% 10
Gelir/kâr payı oranı	1,67	2,0	2,0	2,6	1,33	1,67
Kâr payı ödeme oranı	% 60	% 50	% 50	% 39	% 75	% 70

TABLO : FİNANSAL MANİVELA

Bu nedenle finansal risklerinin düşük olduğu kabul edilir. Gerçekte bu şirketlerin sabit sermayeye gereksinimleri büyüktür ve çalışmalarına büyük ölçüde yabancı sermaye ile finanse ederler. Başka bir endüstri kolundaki şirketlerin riski, satışlarının çok değişken veya çalışma giderlerinin değişkenliği nedeniyle gelirlerde değişken olduğundan, yüksektir. Faiz, imtiyazlı hisse senedi kâr payları ve borçların ana paralarının ödenmesi riski, normal kabul edilebilir bir noktaya kadar adi hisse senetlerinin toplam riskini arttırır. Böylece bu şirketin finansal riski kabul edebileceği nokta, büyük ölçüde şirketin endüstri riski ile belirlenmektedir. İstikrarlı çalışma gelirleri ile ölçülen düşük endüstri riski sermayenin borçlanmaya uygun olduğunu gösterir. Fakat bunun da ayrıcalıkları çoktur. Her yatırımcı kendisi için toplam riski belirlemelidir (52).

Bir şirketin finansal riski; şirketin borç miktarı, satışların dalgalanması, hammadde fiyatlarının dalgalanması, işgücünün pazarlıkta kuvvetli olması, mamulün modasının geçme olasılığı olması, rakiplerinin atılman olması, likit fonlarının azlığı, yönetimin kapasitesinin sınırlı olması ile orantılı olarak artar. Buna karşılık, teknolojik üstünlüğü, tekelci patentlere sahip olması, tüketiciden kabul görmesi, hammadde kaynaklarını kontrol altında tutması ve öz kaynaklarla finanslamanın ağırlık kazanması ile orantılı olarak azalır (53).

Temel menkul kıymet analizi yapanların, şirketlerin finansal risklerini tahmin etmeleri gerekir. Analizi yapanların şirketlerin başabaş noktasının üzerinde çalışma olasılığını belirlemeleri gerekir. Şirket başabaş noktasında veya ona yakın çalışıyorsa ö-

(52) D'Ambrosio, s.113.

(53) Francis, s.262-263.

nemli iflas tehlikesi ile karşı karşıyadır. Başabaş noktasında mamul satan şirket giderlerini karşılayacak miktarda hasılat sağlamıyor demektir. Böyle durumlarda şirketin nakit varlıkları kolaylıkla tükenir.ve borçlarını ödeyememe tehlikesi doğar. Bu, borçlarını ödemede güçlük dönemi uzun sürer veya tersine çevrilemezse şirket çek geçmeden iflas eder (54).

Finansal risk oranları

Finansal riskin işletme yönetimindeki önemi bilindiğinden bunu ölçmek için bazı oranlardan yararlanılmaktadır. Bunlar oran analizleri (rasyo analizleri)dir. Şirketin finansal riskini değerlemek için kullanılan ana oranlardan bir tanesi şirketin bütün borcu ile toplam öz sermayesini oranlar. Sonuç olarak borç-öz sermaye oranı ile toplam öz sermayesini oranlar. Sonuç olarak borç-öz sermaye oranı iki yolla kullanılmaktadır. Birincisi, iflas, tasfiye veya yeniden düzenleme ile sonuçlanacak herhangi bir finansal zorlukla karşılaşıldığında borç verenlere aktarılacak herhangi bir finansal zorlukla karşılaşıldığında borç verenlere aktarılacak varlıkların miktarını belirlemek için kullanılır. Borç miktarı öz sermaye ile karşılaştırılarak varlık miktarı nasıl belirlenebilir? Bilançonun denkliği hatırlanacak olursa, bütün varlıkların borç ve öz sermayeye eşit olması gerekir. Şirketin sermayesinin % 75'i borç, % 25'i öz fonlardan sağlanmışsa varlık değerlerinde % 25'lik bir azalma (bir tasfiye veya iflas halinde) yalnız borç verenlere yetecek kadar varlık kalmasına yol açar. Veya oran 1'e, 1 ise (% 50 borç ve % 50 öz sermaye) borç ödeninceye kadar varlık azalmasının % 50'ye kadar olmasına izin verilebilir.

Borç-öz sermaye oranının yukarıdaki gibi kullanılabilmesine karşın öyle kullanılmamasını gerektiren birçok neden vardır. Yatırımcıların, varlıkları ana borcu ödeyen bir kaynak olarak kabul etmemeleri gerekir, hiç olmazsa varlıklar borç ödemenin en başta gelen kaynağı olmamalıdır. Bunun bir nedeni şudur: şirket varlıklarını, özellikle uzun ömürlü varlıklarını borç ödemedeki kullanırsa şirket çok kötü durumda demektir. Şirketin borçlarını gelirleriyle ödemesi gerekir. Bu nedenle, borç öz sermaye oranı şirketin borçlarının karşılanma kapasitesinin bir ölçüsüdür. Ödeme kapasitesi ile ilgileniyorsak, gelir miktarının borç faiz ve ana parasını ödeyecek miktarda olup olmayacağını araştırmak zorundayız (55).

Borç-öz sermaye oranının kullanıldığı ikinci önemli yer, işletmeler arası karşılaştırmalar yapılmasıdır. Bir şirketin durumunun belli olması için karşılaştırmalar gereklidir, çünkü bir borç-öz sermaye oranının ne olması gerektiği konusunda kesin bir kural yoktur.

Öz sermayeye oranla büyük bir borç, bir şirketin faiz ve ana para ödeme gücünün hesaplanmasında başka bir faktörün hesaba katılmasını gerektirir. Bunun nedeni yüksek bir borç-öz sermaye oranının şirketi önemli miktarda faiz ve ana para ödeme yükümlülüğü altına sokmasıdır. Bir şirketin faiz gücünün hesaplanmasında kullanılacak başka bir orana gerek vardır. Bu oran faizi kapsama oranı veya faizin kazanılma sayısını gösteren bir orandır. Bu oran, şirketin vergiden önce net gelirini aynı yıl içinde ödemesi gereken faiz miktarı ile karşılaştırır. Bu oranın yüksekliği finansal riskin yüksekliğini, düşüklüğü ise finansal

riskin düşüklüğünü gösterir (56).

Şirkete borç verenler gelirlerin büyüklüğü ve istikrarı ile çok yakından ilgilidir, başka bir deyişle bu gelirlerin kendilerine sağladığı güven ile ilgilidirler. Faizi kapsama oranı alacaklara ödenecek faizlerin yayımlanan gelirlerle ne ölçüde kapsandığını ölçmek için kullanılır.

Adi hisse senedi sahipleri yönünden borç-öz sermaye oranı ve faizi kapsama oranı yüksek kredi sınırlarına ulaşmak ve bu sınırı korumak için pazardaki en düşük standartlarda olmalıdır. Buna erişilecek olursa şirketin yüksek kalitesi için birçok yatırımcının bu şirketin menkul kıymetlerine yatırım yapmak istediklerinden adi hisse senetlerinin fiyatı yükselir.

Adi hisse senetlerinin değerini ilgilendiren bir başka oran, adi hisse senetleri kâr paylarının adi hisse senedi sahiplerine ait gelirlerden ne kadarını oluşturduğunu gösteren orandır. Bu oran adi hisse senedi kâr payı oranıdır ve adi hisse senedi gelirlerini adi hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payları ile oranlar (57). Ödenen kâr paylarının ödenebilecek kâr paylarına oranı kâr payı ödeme oranıdır. Kâr payı ödeme oranının önemi yönetimin kâr payı ödeme politikası hakkında bir fikir vermesinden gelmektedir. Örneğin devamlı olarak gelirinin % 60'ını kâr payı olarak ödeyen bir şirketin buna gelecekte de devam edeceği sonucu çıkarılabilir. Fakat yöneticiler yeni bir politika saptayarak daha önce uygulanan bu ödeme oranını değiştirebilirler(58).

(56) J.Fred Weston-Eugene F.Brigham, Essentials of Managerial Finance (Holt, Rinehart and Winston Inc., New York 1968), s.42.

(57) Amling, s.126.

(58) D'Ambrosio, s.116.

2. Yönetim riski

Şirketin mamullerine veya finansal durumuna bakılmaksızın şirket yönetimi yatırımcıların gelirlerinde önemli değişmelere yol açabilir. Örneğin, ABD'de General Motors'un çok iyi yönetilen bir şirket olduğu, kaliteli mamuller ürettiği ve finansal bakımdan sağlam olduğu kabul edilir. Bununla birlikte General Motors yönetimi Ralph Nader'in yönettiği küçük bir tüketici topluluğu ile ilişkilerinde başarısız olmuştur. Birçok analiziye göre General Motors'un satışlarında, kârlarında ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüşlerin nedenlerinden biriside yönetimin hatalarıdır.

Yöneticilerin, yönetimdeki hataları veya plânlı hileleri çeşitlidir ve gelirlerin dalgalanması üzerinde etkileri değişiktir. Yönetim hatalarından en çok görülenleri hazırlıksız girilen işçi grevleri, iyi korunmadığı ve sigorta ettirilmediği için kaybedilen fabrika ve teçhizat, pazar araştırması yapılmadığı için kaybedilen satışlar ve ikameleri bulunmadığı halde kaybedilen hammadde sağlayıcılarıdır (59).

3. Endüstri riski

Bir endüstri içindeki şirketlerin gelirleri bazı ortak güçlerin etkisi ile dalgalanmalar gösterir. Bu güçler yalnız belirli endüstrideki şirketleri etkilemekte, bu endüstri dışındaki şirketleri etkilemeyebilmektedir. Örneğin elektrik üretim endüstrisindeki şirketler, demirçelik endüstrisindeki şirketlere göre daha az riskle karşı karşıyadır. Bunun nedeni de elektrik üretim endüstrisindeki şirketlerin ürettikleri elektrik

(59) Francis, s.264.

enerjisinin, demir-çelik endüstrisindeki şirketlerin mamulleri talebine göre daha az dalgalanmasıdır. Bir endüstri grubundaki büyük bir sendika grev kararı alacak olursa, bu endüstrideki şirketler, müşterileri ve bu şirketlere, hammadde, malzeme sağlayan şirketler bu grevden etkilenirler. Grev uzun sürecek olur veya beklenmedik bir zamanda ortaya çıkarsa bu grevden etkilenen şirketlerin gelirleri ve pazar değerleri düşer (60).

c) Değişik risklerin birbirleri üzerine etkisi

Faiz oranı, satın alma gücü, pazar, finansal, yönetim ve endüstri risklerinin hepsi birbirini etkiler. Tahvil ve hisse senetleri fiyatlarının dalgalanmalarına yol açan çeşitli etkenler aynı anda kendilerini gösterebilirler ve bu etkenler çeşitle güçleri harekete geçirebilir, bu güçlerde ya birbirlerini etkisiz bırakabilir ya da hep birlikte menkul kıymet fiyatlarında daha büyük harekete yol açabilir.

5- HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN BULUNMASI

Risk belirlendikten sonra gelirlerin kapitalize edileceği oran kesin olarak belirlenmiş olur. Adi hisse senetleri paylarının gerçek değerini tahmin etmek için uygulanan en yaygın yöntem, hisse senedi başına beklenen normal hale getirilmiş gelirleri fiyat-gelir oranı veya gelir çarpanı ile çarpmaktır. Buna ait formül şöyledir:

Hisse senedi başına gerçek değer = (hisse senedi başına normal hale getirilmiş gelirler)(gelir çarpanı)

Fiyat gelir oranı (veya gelir çarpanı), hisse senedi büyüyen hisse senedi değilse gelirlerin kapitalizasyon oranının tersine eşittir.

$$\text{Fiyat-gelir oranı} = \frac{1}{\text{kapitalizasyon oranı}}$$

Yukarıda da değinildiği gibi, kapitalizasyon oranı şirketin şimdiki değerini belirlemek için uygun iskonto oranıdır ve şirketin riski ile doğru orantılı olarak değişir. Böylece gelir çarpanı öncelikle şirketin riski ile değişir. Şirketin gelirinde büyük bir büyüme varsa bunun şirketin fiyat-gelir oranında önemli bir etkisi vardır.

Kâr paylarına dayanacak hisse senetlerinin gerçek değerini tahmin etmek için hisse senedi başına beklenen kâr payı, kâr payı çarpanı ile çarpılır. Bu hesaplama şöyle yapılır:

$$\text{Hisse senedi başına gerçek değer} = \left(\frac{\text{hisse senedi başına kâr payı}}{\text{kâr payı çarpanı}} \right)$$

Kâr payı çarpanı şöyle tanımlanabilir:

$$\text{Kâr payı çarpanı} = \left(\frac{\text{gelirler}}{\text{kâr payları}} \right) (\text{fiyat-gelir oranı})$$

A- Varlık değerleri

Bir menkul kıymetin varlık değeri şirketin likidite değeri tahmin edilerek alacaklıların alacakları çıkarılarak ve kalan, dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünerek bulunur. Bu şirketin varlık değeri genellikle; 1) Uzmanlara danışarak ve 2) Defter değerlerinden yararlanılarak ortaya çıkarılır.

Varlık değerleri, şirket iflas etme tehlikesi ile karşılaştığında para değerini saptamak için önemlidir. Bu durumda, şir-

ketin gelir ve kâr payları devam etmez, bu nedenle de hisse senetlerinin değeri düşer. Şirketin değeri, varlıklarının satışında sağlayacakları hasıllata eşittir, fakat gelir getirmeyi sürdüren şirketlerin varlık değerlerinin hesaplanmasına gerek yoktur. Gelir getirmekte olan bir şirketin gerçek değeri varlık değerini çok aşar (61).

B- Çarpanlar

Bir menkul kıymetin değerinin bu menkul kıymetten sağlanacak gelirlerin şimdiki değeri olduğunu biliyoruz. Bu menkul kıymetin değerinin hesaplanması için aşağıdaki gibi bir modele başvurulabilir.

$$\text{değer} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t \text{ dönemdeki gelir}}{(1-\text{kapitalizasyon oranı})^t}$$

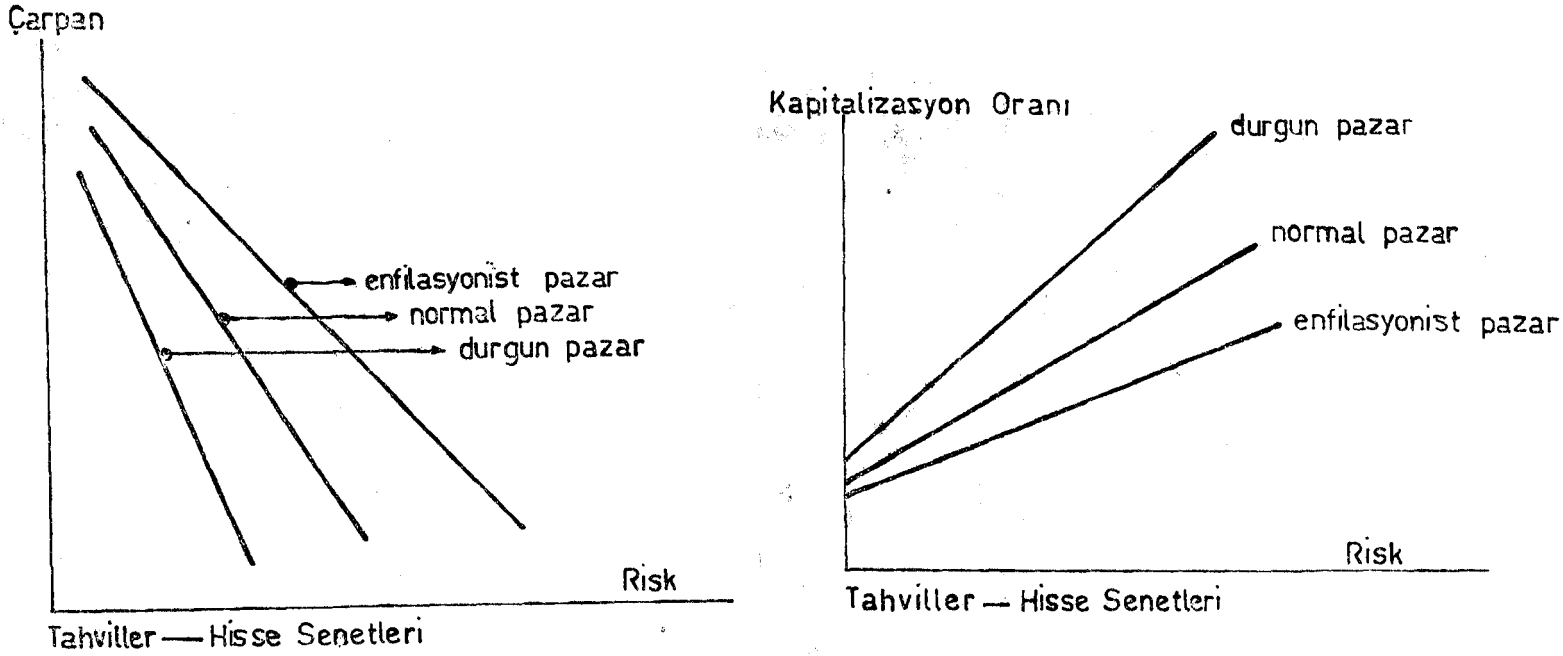
Gelir sabit olarak sonsuza kadar devam ederse yukarıdaki eşitlik şu biçimde yalınlaştırılabilir.

$$\begin{aligned} \text{değer} &= \frac{\text{her dönemdeki gelir}}{\text{kapitalizasyon oranı}} \\ &= \text{gelir} \left(\frac{1}{\text{kapitalizasyon oranı}} \right) \\ &= (\text{gelir})(\text{çarpan}) \end{aligned}$$

Bu eşitlikten çıkan sonuç şudur: gelir sabit ise gelir çarpanı uygun kapitalizasyon oranının tersidir.

(61) John C. Clendenin, Introduction to Investments, (McGraw-Hill Book Company, New York, 1964), s.74.
Sindiren, s.313.

Temel menkul kıymet analizcisinin çalışmaları daha çok uygun kapitalizasyon oranının belirlenmesine veya buna eşit olarak belirli menkul kıymetin gelirini değerlemede kullanılacak uygun çarpanın belirlenmesi etrafında toplanır. Doğru bir çarpan bulunmasında gözönünde tutulacak belli başlı faktörler şunlardır: 1) menkul kıymetin riziko sınıfı, 2) gelir akımının büyüme hızı, 3) herhangi bir büyümenin süresi. Aynı zamanda milli ekonomi ve kredi koşulları değiştikçe faiz oranları, kapitalizasyon oranları ve çarpanları değişir. Aşağıdaki şekilde, kapitalizasyon oranı ile risk ve çarpan ile risk arasındaki ilişkinin, gelirden büyüme gözönünde tutulmadığında genel yapısı görülmektedir.



Şekil 1-4: Ekonomik koşullar ve riskin etkilediği kapitalizasyon oranları ve çarpanlar.

a) Gelir çarpanları

Bir şirketin menkul kıymetlerini değerlerken fiyat-gelir oranını saptamada tahmin edilmesi gereken iki faktör-

den birincisi gelirlerin kapitalizasyon oranı, ikincisi ise gelirlerin büyüme oranıdır. Birçok menkul kıymet analizcisi belirli bir hisse senedi için uygun bir fiyat-gelir oranının seçimine giriştiklerinde pazar için uygun bir fiyat-gelir oranı seçimi ile işe başlarlar. Ortalama fiyat-gelir oranının bulunmasından sonra tek bir hisse senedinin fiyat-gelir oranının ortalama ya göre düşük, eşit veya yüksek olup olmadığına karar verilir(62).

Fiyat-gelir oranlarında endüstriler ve şirketler arası farklar çeşitli endüstri ve şirketlerin temel karakteristik özelliklerini yansıtabilir. Bir şirkete ait en önemli özellik gelir kazanma gücünün beklenen büyümesidir. Bu arada öteki özellikler de önemli olabilir. Örneğin, gelirlerde ve satışlarda geçmişte görülen büyüme ve oynamalar, şirketlerin kâr payı dağıtma politikaları, sermaye yapıları gibi (63).

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, kapitalizasyon oranı, şirketin risk sınıfı ve mevcut pazar koşulları ile birlikte değişir. Bu gelir çarpanının araştırılmasına normal bir pazar için çarpanın tespiti ile başlayalım. Daha sonra yükselen ve düşen pazarların etkisini araştıralım.

Normal bir pazar menkul kıymetlerin çoğunluğunun yavaş, istikrarlı büyüme gösterdiği ve ortalama fiyat-gelir oranının 1 kadar olduğu bir pazardır. Ortalama gelir çarpanı 14'ün altına düşecek olursa pazar fiyatlarının düzeyi düşmüş demektir. Ortalama gelir çarpanı 18'in üstüne çıkacak olursa bu yükselen bir pazar sonucudur ve birçok hisse senedi olması gerekenin üstünde

(62) D'Ambrosio, s.169-170.

(63) Cohen-Zinbarg, s.243.

Ferruh Çömlekçi, Yıllık Rapor ve Yatırım Analizi (Ankara 1971), s.141.

fiyatlanmıştır. Yükselen ve düşen pazar tanımları belirli bir pazar düzeyine değil, daha çok değişmelerin yönüne dayanır. Örneğin, pazar birçok ay için ortalama fiyat-gelir oranı 20 ile istikrarlı kalacak olursa bunun yükselen bir pazar olması gerekmez (64).

ABD'nde yapılan bir araştırmanın sonucuna göre çeyrek asırlık bir dönemde beş yıllık fiyat artışı, fiyat-gelir oranları 20'den büyük olan hisse senetlerinde % 32, fiyat-gelir oranları 10 veya daha az olan hisse senetlerinde % 90'dır.

Hisse senedi alıcılarının paraları ile çok kazanmak istemeleri olağandır ve hisse senedi alıcıları yüksek fiyat-gelir oranları yerine düşük fiyat-gelir oranları ile sağlanan yüksek verimlilik ararlar (65).

Fiyat-gelir oranlarının gerçek faydası şirkete ait rakamlarla, hisse senetlerinin yüksek mi yoksa düşük değerli mi olduğuna karar vermede kullanılmaktadır.

Hisse senedi başına gelirden geçmişteki büyüme gelecekte de hisse senedi başına gelirden artış olacağını göstermez.

Hisse senedi başına gelir ve fiyat birlikte hareket etme eğilimindedir. Fakat geçmişte hisse senedi başına gelirlerinde olağanüstü büyüme görülmüş şirketlere yatırıma karar verirken bunun yanıltıcı olabileceği hiçbir zaman gözden uzak tutulmamalıdır (66).

(64) Francis, s.311.

(65) S.Francis Nicholson, "Price Ratios in Relation to Investment Results" (Financial Analyst Journal, January-February 1968), s.108-109.

(66) Graham-Dodd-Cottle, s.508.

ABD'nden bir örnek vermek gerekirse; IBM hisse senetlerinin fiyatı 35 x gelir, GM'in ise 18 x gelirdir. IBM'in hisse senedi başına net gelirleri GM'inkinden oldukça hızlı artmaktadır. Aynı zamanda IBM'in büyüme hızı GM'inkinden daha istikrarlıdır.

IBM'in yüksek fiyat-gelir oranına sahip olması geçmiş başarılarına değil, pazarın IBM'den GM'e göre gelecekte daha fazla başarı beklemesindedir.

Yatırım değerini arttıran karakteristikler şunlardır:

- 1) Beklenen yüksek büyüme oranı,
- 2) Hisse senedi başına gelirlerde beklenen standart sapma,
- 3) Gelirlerden kâr payı olarak dağıtılacak kısmın oranı.

Bu etkenlerin hisse senedi fiyatı üzerine bileşik etkisi incelenebilir.

İki değişken, normal hale getirilmiş fiyat-gelir oranı ile hisse senedi başına beklenen büyüme oranı arasındaki istatistikî ilişkiyi belirlemek sorunu yanında dört değişken, normal hale getirilmiş fiyat-gelir oranı, gelecek yıllar için tahmin edilmiş büyüme oranı, beklenen standart sapma ve beklenen kâr paylarının gelirlere oranı, arasındaki çoklu ilişki incelenmelidir. İstatistik terminolojisinde kullanılacak alete çoklu regresyon, dört boyutlu en küçük kareler analizi denir.

Yalın gelir çarpanlarının regresyonu ve büyüme oranı her büyüme oranı için pazarda geçerli olan ortalama fiyat-gelir oranını verir. Çoklu regresyon analizi, büyüme, istikrar ve gelirlerden kâr payı olarak dağıtılacak kısmın beklenen karışımı için ortalama fiyat-gelir oranını verir.

Yapılan bir uygulama sonunda şu sonucun alındığını düşünelim:

Teorik fiyat-gelir oranı = $8,2 + 1,5(\text{büyüme oranı}) + 6,7(\text{kâr payı ödeme oranı}) - 0,2(\text{standart sapma})$

Bu eşitlik belirli bir tarihte pazarda mevcut ilişkiyi açıklamaktadır. Şimdi bu eşitliği ayrıntıları ile inceliyelim.

Eşitliğin birinci terimi sabit terimdir ve temel çarpanı verir. Bu temel çarpana değerlendirme faktörleri beklenen büyüme, istikrar ve gelirlerden kâr payı olarak dağıtılan kısmı çıkarır ve ekleriz. Eşitlikteki ikinci terim geleceğe ait olarak tahmin edilen büyümenin yüzde olarak katkısını gösterir. Kâr payı olarak ödenen kısmın etkileri eşitlikteki üçüncü terimden anlaşılır.

Beklenen kâr payı ödeme oranı olarak bulduğumuz faktördeki artı işaretinden anlaşılması gereken şudur: belirli tarihte pazarda cari kâr payları istenir bir yatırım karakteristiğine sahiptir. Eşitlikteki dördüncü terim gelirlerin istikrarını gösterir. Uzun bir dönemde tam istikrar sıfır standart sapma ile gösterilir. Standart sapmanın büyüklüğü yatırım değerinde düşüş demektir.

IBM için % 17 büyüme oranı, % 25 kâr payı ödeme oranı, % 5 standart sapma hesaplanmışsa bu şirketin teorik fiyat-gelir oranının şöyle olduğunu göreceğiz.

$$\begin{aligned} \text{Teorik fiyat-gelir oranı} &= 8,2 + 1,5(17,0) + 6,7(0,25) - 0,2(5,0) \\ &= 8,2 + 25,5 + 1,7 - 1,0 \\ &= 34,4 \end{aligned}$$

GM için büyüme oranı %3, beklenen kâr payı ödeme oranı 0,75 ve beklenen standart sapma % 20 ise teorik fiyat-gelir oranı:

$$\begin{aligned} &= 8,2+1,5(3,0)+6,7(0,75)-0,2(20) \\ &= 8,2+4,5+5,0-4,0 \\ &= 13,7 \end{aligned}$$

Bu iki teorik fiyat-gelir oranının böyle hesaplanmasından sonra önemli bir kavram olan fiyat oranını tanıtabiliriz. Bu kavram pazar fiyatının teorik fiyata oranıdır. Belirli bir tarihte IBM 371 dolara satılmakta idi, bu hisse senedi başına 10,50 dolarlık normal hale getirilmiş gelirlerin 35,3 katına eşittir. Aynı tarihte GM 51 dolara satılmakta idi. Her hisse senedi için pazar fiyatının teorik fiyata bölünmesi (pazar, fiyat/gelir oranı teorik fiyat/gelir oranına bölümü) IBM için 1,02 fiyat oranına, GM için 1,13 fiyat oranına ulaşırız. Aynı tarihte IBM pazar fiyatı teorik fiyatının hemen tamamıyla aynı idi. Öte yandan GM'in pazar fiyatı teorik fiyatının % 13 kadar üstünde idi.

Yukarıdaki bilgileri değerlemek için teorik fiyat-gelir oranının tam yapısını hatırlamalıyız. Bu, belirli bir zamanda belirli bir beklenen büyüme, istikrar ve hisse senedi başına gelirlerden kâr payı ödeme oranı bileşimi ile pazarda hakim olan gelir çarpanıdır. Bunu hatırlayarak analiz için, bir hisse senedi teorik fiyat-gelir oranından daha düşük satılıyorsa düşük değerlendirildiğini, teorik fiyat-gelir oranından daha yüksek fiyatla satılıyorsa yüksek değerlendirildiğini söyleyebiliriz (67).

Yapılan çalışmalar sonucunda belirli bir dönemdeki fiyat-gelir oranı ile bunu kovalayan dönemlerde hisse senedi başına gelirler arasında çok az sistematik ilişki olduğu görülmüştür.

(67) Volkert S. Whitbeck - Manown Kisor, Jr., "A New Tool in Investment Decision-Making" (Financial Analyst Journal, May-June 1963), s.55-62.

Yüksek bir fiyat-gelir oranı büyük gelir büyümesini göstermediği gibi düşük bir fiyat-gelir oranı düşük gelir büyümesini göstermez.

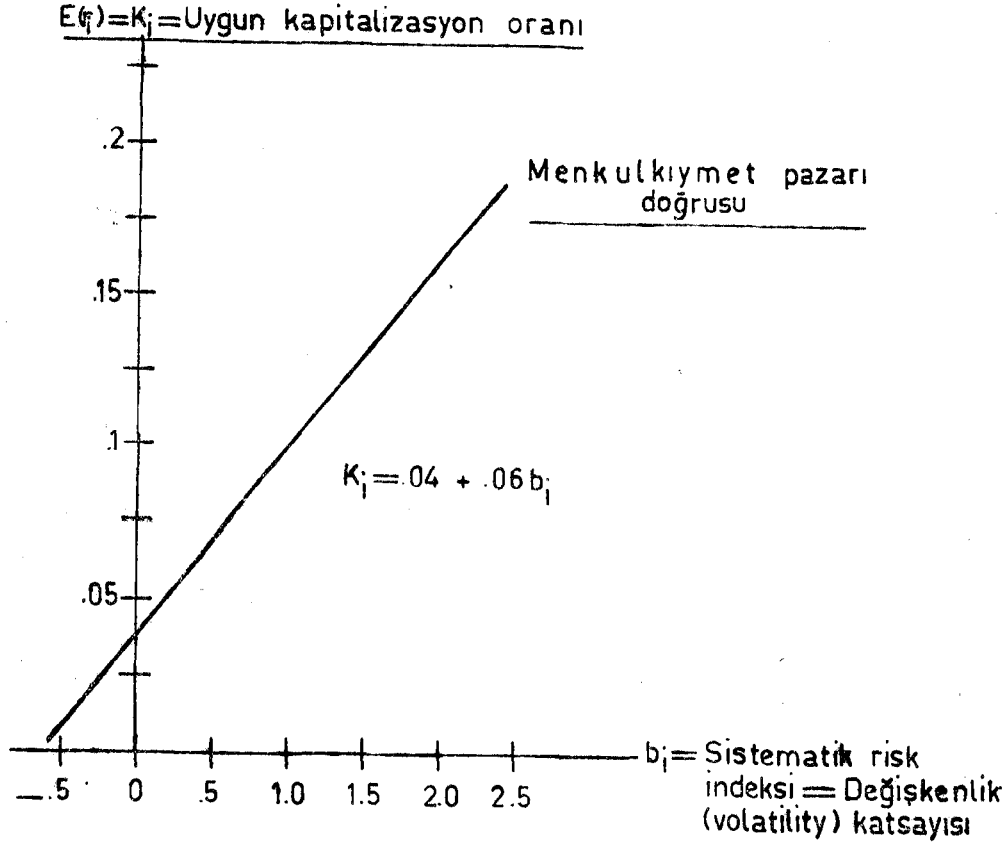
Buna göre, fiyat-gelir oranındaki büyüme gelecek bir büyümenin belirtisi değildir. Fiyat-gelir oranları ile gelirlerin ve kâr paylarının gelecekteki büyümesi hisse senedi fiyat modelleri ve hisse senedi fiyatlarını belirleyen etkenlerle ilgili sorular akla getirir.

Belirli bir endüstrideki belirli bir fiyat-gelir oranında ve endüstriler arasında fiyat-gelir oranının büyüme oranında yıldan yıla oynamalar görülür. Fakat fiyat-gelir oranlarında büyük oynamalar görülen hisse senetlerinin fiyatlarında istikrar görülebilir. Sonuç olarak fiyat-gelir oranı ile hisse senedi başına gelirlerdeki büyüme oranı arasında ilişki olmadığı görülür(68).

Gelecekte beklenenler geçmişten etkilendiğinden bir işletmenin riziko sınıfını (veya gelirlerinin büyümesini) tahmin etmenin en iyi yolu geçmiş verilerin incelenmesidir.

Menkul kıymetlerin geçmiş ortalama gelirlerinin kapitalizasyon oranı menkul kıymetlerin değişkenlik (volatility) katsayısı ile dolaysız olarak değiştiğini görmek mümkündür. Aşağıdaki şekilde bu ilişki görülmektedir. Böylece temel menkul kıymet analizcisi bir şirketin geçmiş dönemlere ait riskini ölçebilir, bu geçmiş dönemlere ait risk istatistiklerini beklenen değişikliklere ayarlayabilir ve yukarıdaki şekildeki kapitalizasyon oranını elde etmek için bu tahmin edilen risk istatistiklerini kullanır.

(68) Joseph E. Murphy, Jr.-Harold W. Stevenson, "Price/Earnings Ratios and Future Growth of Earnings and Dividends" (Financial Analyst Journal, November-December 1967), s.114.



Şekil 1-5: Normal pazar koşullarında menkul kıymet pazarı doğrusu.

Yukarıdaki şekilde kapitalizasyon oranları normal pazarlar içindir. Analiz, enflasyon etkisinde olan bir pazarda yapılacak olursa bu şekildeki kapitalizasyon oranları o günkü koşullara uygun olarak gelir çarpanını arttırmak için aşağı doğru ayarlanmalıdır. Kötümserlik havası varsa ve pazar sıkışıkça bunun tersi olacaktır. Kapitalizasyon oranı belirlendikten sonra gelirlerin büyümesi tahmin edilmelidir (69).

b) Büyümenin Ölçülmesi

Bir menkul kıymet gelecekte daha değerli olacaksa şimdiki değeri de büyük olur. Menkul kıymetin gelecekte sahip olacağı değeri bilmek istiyorsak büyümesinin izlenmesi gerekir. Bunun içinde geleceğe ait tahminlerde bulunmak gerekir.

(69) Francis, s.311.

c) Büyüme değişkenleri

Aşağıdaki değişkenlerin herbiri şirketin büyüme oranı için iyi birer belirtidir.

1) satışlar, 2) lira olarak toplam muhasebe kârları, 3) nakit akımı, 4) kâr payları, 5) hisse senedi başına gelirler.

Satışlar tek başına büyüme ölçüsü olarak kabul edilmemelidir. Çünkü satışlar; şirketlerin birleşmeleri, yeni mamuller, fiyat değişimleri, enflasyon, şirkette veya başka şirketlerde işçi grevleri ve birçok başka geçici faktörle değişebilir. Bundan başka satışlar menkul kıymetin değerini vermez. Satışlar zararına yapılırsa ne olacak? Satışların incelenmesine şu iki sorunun cevabının araştırılması ile başlanır: 1) genel ekonomik hayata ve şirketin içinde bulunduğu endüstrinin aynı pazar için çalışan öteki endüstrilere oranla satış durumu nedir? 2) Rakip şirketlere göre şirketin satış durumu nedir (70)?

Bir satış olayında çeşitli unsurlar vardır; 1) Bilgi toplanan süre içinde büyüme oranı, 2) Bu büyüme oranının istikrarı, 3) Daha uzun bir zaman süresine göre son yıllardaki büyüme oranı, 4) Genel ekonomik daralmalarla satışların ilişkisi. Bir satışın iki boyutu vardır, birincisi birim sayısı, ikincisi ise birim başına fiyat. Bir endüstri veya şirketin satışlarının incelenmesinde yalnız toplam lira olarak satışlar birim sayısı gözönünde tutulmaksızın alınacak olursa yanıltıcı olur. Enflasyonist etkilerin görüldüğü dönemlerde birçok şirket satışlarının arttığını lira olarak göstermek ister. Fakat analiz sonucunda bunların şirketin mallarına artan talebi göstermediği anlaşılır.

(70) Peter L. Bernstein "Growth Companies Us Growth Stocks" (Harvard Business Review, September-October 1956), s.87-98.

Öte yandan hızlı büyüyen bir şirket satışlarında normal artışlar gösterir. Analiz sonucunda bu şirketin satışlarını arttırmak için fiyatlarını düşürdüğü ve uzun dönem için iyi bir geleceği olduğu meydana çıkabilir (71).

Toplam lira olarak kâr yetersizdir çünkü kârlar da birleşmeler ve yeni hisse senedi çıkarılması ile artmış olabilir. Şirketin kârındaki bu artışlar hisse senedi başına gelir ve değerin artmış olduğu veya artacağı anlamına gelmez. Nakit akışı (kâr artı amortisman) da aynı faktörlerle bozulmuş olabilir. Hisse senedi başına kâr payı daha iyi bir ölçüdür çünkü şirketin gelir getirme kapasitesi hakkında fikir verir. Bu doğru olmakla birlikte kâr payları büyümenin yeterli bir ölçüsü değildir çünkü kârlı büyüme fırsatları dağıtılmamış kârlarla finanse edildiğinde kâr paylarının ödenmesinden vazgeçilebilir. Şirket kâr paylarının ödenmesi yerine kârlı genişlemeyi finanse etmek için bütün gelirlerini işletmede bırakabilir, buna gelirlerin büyümesi çok büyük olduğunda daha çok rastlanır.

Hisse senedi başına gelirler büyümeyi ölçmek için en iyi seridir. Hisse senedi başına gelirler hisse senetlerinin bölünmesine, hisse senedi olarak kâr paylarına ayarlandığında ve normal hale getirildiğinde her hisse senedinin gelir getirme gücü tahminini gösterirler. Hisse senedi başına gelirlerde büyüme, hisse senedi başına gerçek değer büyümesinin belirlenmesinde en önemli faktördür (72).

(71) Cohen-Zinbarg, s.261.

(72) Francis, s.313.

d) Büyüyen hisse senetlerini değerlendirme yöntemleri

1. Devamlı büyüme oranı yöntemi

Büyümenin gelecekte sabit olarak aynı oranda süreceğini varsayarsak gelecek büyümeyi değerlemek için bir formül bulunmuş olur. Yapacağımız şey bu sabit büyüme oranını yatırımcıların beklediği yıllık gelir oranından çıkarmaktır, kalan ödemekte olan kâr payını kapitalize etmek için kullanılacak oranı verir.

Bu yöntemi bir örnekle açıklayalım. Devamlı büyüme oranının yüzde 4, yatırımcıların beklediği gelir oranı (veya iskonto oranı) yüzde 7 olsun. Bu esasa yatırımcıların yatırımları için yüzde 3 kâr payı isteyecek ve bu da hisse senetlerinin değerini belirleyecektir. Kâr payının yüzde 4 artacağını kabul edecek olursak pazar fiyatı da yüzde 4 artacaktır. Buna göre yatırımcı herhangi bir yıl yüzde 3 kâr payı ve yüzde 4 pazar değerinde artış elde edecek veya toplam yıllık bileşik yüzde 7 elde edecektir. Beklenen kâr payı gelir çarpanı haline getirilmek için standart bir kâr payı ödeme oranı kabul edilir. Kâr payı ödeme oranının üçte iki olduğu kabul edilirse gelir çarpanı 33 'ün $2/3$ 'ü veya 22 olacaktır.

Bu, bir hisse senedinin veya hisse senedi grubunun değerlendirilmede kullanılacak, oldukça yalın yöntemin neden daha karışık yöntemler yerine kullanıldığının anlaşılması önemlidir. Bu yöntem büyüme oranının yüzde 5'e kadar olduğu durumlarda iyi sonuçlar verir. Buna göre kâr payı ödeme oranı üçte iki ise beklenen kâr payı oranı yalnız yüzde 2 veya cari gelirler çarpanı 33 'e eşittir. Fakat beklenen büyüme oranı daha yüksek ise kârların veya gelirlerin değerlendirilmesiyle bulunan sonuç çok büyük olur.

Yüzde 6 1/2'lik bir büyüme oranı kâr payı çarpanını 200, yüzde 7 veya daha yüksek büyüme oranı çıkarılan hisse senedinin değerini sonsuza çıkarır. Bu teoriye ve yöntemeye göre böyle bir hisse senedi için hiçbir fiyat çok yüksek olmayacaktır.

Yüzde 7'lik bir büyüme oranı bir hisse senedini "büyüyen hisse senedi" olarak tanımlamak için en düşük oran olarak kabul edildiğinden bu yalınlaştırılmış yöntemin bu alanda kullanılamaması olağandır. Bu yöntemin kullanılması olanağı olsaydı böylece her büyümenin sonucunda sonsuz değere erişilmesi gerekirdi. Fakat büyüme oranının süresi sınırlanmıştır. Bundan sonra ya büyümenin tamamen duracağı veya daha sonraki gelirlerin çok düşük bir çarpanla çarpılacağı varsayılır (73).

Büyüyen hisse senetlerinin değerlemesinde şöyle bir yöntemde uygulanabilir. Bu yöntemeye göre oldukça yüksek bir oranda büyüme 10 yıl kadar sürer. Bundan sonra büyüme oranı o kadar düşük olarak ele alınır ki 10'ncu veya herhangi bir "hedef" yılda gelirler daha önce tanımlanan yalın yöntemeye göre değerlendirilebilir. Daha sonra bu hedef yılda bulunan değer şimdiki değere iskonto edilir. Bu yöntemin uygulanması aşağıdaki varsayımlara dayanılarak gösterilebilir. 1) İskonto oranı veya beklenen yıllık gelir % 7 1/2, 2) On yıllık bir süre için yıllık büyüme oranı % 7,2, yani gelir ve kâr payları on yılda iki katına çıkmaktadır, 3) Onuncu yılın gelirlerinin çarpanı 13 1/2'dir. Bu çarpan yüzde 5 kâr payı istenildiğinde onuncu yılın yüzde 2 1/2 oranından sonra beklenen büyüme oranına uygun çarpanıdır, 4) Kâr payı ödeme oranı % 60'dır.

Yukarıdaki varsayımlara dayanılarak her liralık gelirin değerlendirilmesi şöyle olur:

(73) Graham-Dodd-Cottle, s.530.

- A) Gelecek yılın pazar değerinin şimdiki değeri: Onuncu yılın gelirleri 2 lira, pazar fiyatı 27 lira ve şimdiki değeri 27 liranın % 48'i yani 13 liradır.
- B) Gelecek on yılın kâr paylarının şimdiki değeri: Bunlar 0,60 liradan başlayarak 1,20 liraya yükselecek ve ortalaması 0,90 lira olacaktır, bunun toplamı 9 lira ve beş yıllık bir bekleme dönemi için % 70 şimdiki değer faktörü uygulanacaktır. Böylece kâr payının değeri yaklaşık olarak 6,30 liradır.

Toplam şimdiki değer ve çarpan A ve B'nin toplamı 19,30 lira veya gelirler için 19,3 çarpanını verecektir.

2. Gelecek büyüme oranının seçimi

Herhangi bir şirket için büyüme oranı kabul edilmiş süre için tamamiyle geçmiş başarıya dayandırılacak olursa objektif olarak seçilebilir. Fakat geçmiş büyüme oranı bir şirketi analiz ederken faktörlerden biridir ve gelecek için büyüme oranını belirlerken olduğu gibi alınamaz.

e) "Normal gelirlere" uygulanan çarpan

İncelenen yöntemler günlük gelirler için bir çarpan verirler. Bu çarpanın mutlaka gerçek günlük veya geçmiş gelirlere uygulanması gerekmez, fakat uygulanacak rakamın "normal" olması gerekir yani ayarlanmış günlük gelirlere uygulanmalıdır.

f) Kâr payı ve gelir ilişkisi

Beklenen büyüme oranı arttıkça bununla ilgili kâr payı ödeme oranı ve kâr payının değerlemedeki payı, hedef yılın gelirlerine oranla azalır. Kâr payı ödeme oranında beklenen değişmelerin çarpan üzerinde büyük etkisi yoktur. Gelecek 10 yılda bütün şirketlerin aynı % 60 kâr ödeme oranını uygulayacağı varsayılarak hesaplama işlemi yalınlaştırılabilir. T, 1 liralık şimdiki gelirin varsayılan oranda büyüyerek onuncu yılda ulaşılacak değeri ise, on yıllık kâr paylarının değeri 2,1+2,1 T olarak bulunur. Onuncu yılın pazar fiyatı 13,5 T'nin % 48'den şimdiki değeri ile bulunur veya yaklaşık olarak 6,5 T'dir. Böylece 1 liralık şimdiki değerlerin toplam değeri veya hisse senedi için çarpan $8,6T+2,1$ 'e eşittir (74).

g) Kâr payı çarpanları

Kâr paylarının belirlenmesi normal hale getirilmiş gelirlerin belirlenmesinden daha kolaydır. Bazı analizciler de kâr payı ile hesaplamalarını yapmayı yeğ tutarlar, çünkü kâr payı ortakların her yıl aldıkları tek nakittir (ortağın hissesini satarak sermaye geliri sağlaması veya zarar etmesi durumu hariç). Bununla birlikte doğru olarak hesaplanacak olursa kavram olarak gelirlerin kapitalize edilmesi ile kâr paylarının kapitalize edilmesi arasında bir fark yoktur. Gerçek değeri tahmin etmenin bu iki yöntemi birbirini kontrol etmek için kullanılabilir.

1. Kâr payı çarpan formülü

Bir şirketin uygun kâr payı akışı çarpanı aynı şirkete ait gelir çarpanından daha büyüktür çünkü gelirler kâr

(74) Graham-Dodd-Cottle, s.531.

payından daha büyüktür (fark dağıtılmamış kârlar kadardır). Kâr paylarını kapitalize etmek için kullanılan çarpan aşağıdaki gibidir. Bu formül gelirlerdeki büyümenin sıfır veya sabit bir oranda sonsuza gittiği durumlar içindir.

$$\begin{aligned} \text{Kâr payı çarpanı} &= \frac{\text{gelirler/kâr payları}}{\text{kapitalizasyon oranı-büyüme oranı}} \\ &= \frac{1/\text{kâr ödeme oranı}}{\text{kapitalizasyon oranı-büyüme oranı}} \end{aligned}$$

Kâr payı ödeme oranı (KPÖO) gelirlerden kâr payı olarak ödenen kısmın yüzdesidir ve hisse senedi başına kâr paylarının hisse senedi başına gelire veya toplam kâr paylarının toplam gelirlere bölünmesine eşittir. İki şirket hisse senedi başına gelirlerden aynı oranda büyüme vadediyorsa büyüme oranı ile birlikte yüksek kâr payı vadeden şirketin hisse senetlerinin değeri daha çok yükselir. Beklenen büyüme oranlarındaki farkları göz önünde tutacak olursak, büyümeleri yalnız büyük oranlarda kâr payının dağıtılmayarak şirkette bırakılmasına bağlı olmayan şirketlerin hisse senetlerine daha büyük değer verilir (75).

Bir örnek vermek için ABC şirketini ele alalım. ABC şirketinin kapitalizasyon oranı % 10 ve kâr payı ödeme oranının % 60 olacağını kabul edelim. ABC'nin geliri % 3'den sonsuza kadar büyüyecek olursa uygun kâr payı çarpanı, % 60'ın tersinin (veya $1/0,60=1,66$) gelir çarpanı ile çarpımına eşittir. 1,66 ile 14,3'ün çarpımı kâr payı çarpanı 23,7'i verir. Hisse senedi başına 40 liralık gelir ve % 60 kâr payı ödeme oranı ile kâr payı 24 liradır. Hisse senedi başına 24 liranın kâr payı çarpanı 23,7

(75) Richard A. Brealey, Security Prices In a Competitive Market (The M.I.T. Press, Cambridge Massachusetts 1971), s.5.

ile çarpımı gerçek değer olan 570 lirayı verir. Bu, ABC şirketinin gelirlerinin kapitalize edilmesi ile bulunan gerçek değeri ile aynı değerdir.

ABC şirketinin % 60 KPÖÖ'nün aynı kaldığını fakat gelirlerinin büyümesinin sıfır olduğunu kabul edersek uygun kâr payı çarpanı düşmüş olacaktır. Bu durumda KPÖÖ'nün tersi ile gelir çarpanı 10'un çarpımı kâr payı çarpanı olarak 16,6'yı verir. Hisse senedi başına 24 liranın 16,6 ile çarpımı hisse senedi başına 400 lira gerçek değeri verir. Bu aynı şirket için sıfır büyüme oranı ile gelirlerin kapitalize edilmesi ile bulunan değer aynıdır.

ABC şirketinin gelirlerinin 5 yıl süre ile her yıl % 3 artacağını ondan sonra aynı düzeyde kalacağını düşünecek olursak 11,3 fiyat-gelir oranı ile kâr paylarını kapitalize etmek için ayarlanabilir. ABC'nin KPÖÖ % 60'ın tersi gelir çarpanı 11,3 ile çarpımı kâr payı çarpanı olarak 18,8'i verir. ABC'nin kâr payı 2,40 ile kâr payı çarpanı 11,8'in çarpımı hisse senedi başına 452 liralık gerçek değeri verir. Burada da bu gelirlerin kapitalize edilmesi ile bulunan değerler aynıdır.

2. Sıfır kâr payı

Başlı şirketler bütün gelirlerini, genişlemelerini ve sermaye artış gelirlerini en yükseğe çıkarmak için tekrar yatırıma ayırırlar. Bu nedenle bu şirketler nakit kâr payı ödemezler. Kâr payı ödemeyen şirketlerin gerçek değerlerinin hesaplanmasında gelirlerin kapitalizasyon modeli kullanılmalıdır.

C- Çarpanları etkileyen etkenler

Şirketin gelirlerinin büyüme oranı ve kapitalizasyon oranının belirlenmesinde etkili olan birçok etken vardır. Şirketin yönetimi ve finansal durumu önemli etkenlerden ikisidir.

a) Yönetim

Şirketin risk ve gelirlerini tahmin etmede temel menkul kıymet analizcisi yönetimi de hesaba katmalıdır. Bir yatırımın başarı veya başarısızlığını şirketin gelecekteki gelirleri belirler. Bu gelir kendiliğinden ortaya çıkmaz. Bunu oluşturan yetenekli bir yönetici kadro tarafından yönetilen çok sayıdaki iş görenin çabalarıdır. Hisse senedi sahipleri şirket yönetimi kurulumu, yönetim kurulu da profesyonel yöneticileri görevlendirirler. Eksiksiz bir yönetimin şirketin başarıya ulaşmasındaki etkisi çok önemli olmakla birlikte, yönetimin eksiksizliğini belirlemek o kadar kolay değildir (76). Yönetimin tecrübesi, yaşı, eğitimi, sağlığı, bir örgütte dar boğaz olan yönetimin yeteneği ve yönetimin değişikliklere karşı hareket yeteneği, şirketin risk derecesini ve gelecek gelirlerini etkiler. Araştırma ve geliştirme programı da gözden uzak tutulmamalıdır. Şirket, gelecekte kendisine rekabet üstünlüğü sağlayacak ileri bir teknolojiye sahipse, riski azalacak, gelirleri artacak, bunun da tahmin edilen gerçek değer üzerine olumlu etkileri görülecektir.

1. Şirketlerin amaçları ve yönetim fonksiyonları

Birçok şirket için en önemli amaç kârın en yükseğe çıkarılmasıdır. Fakat bu, bir şirketin göz önünde tutacağı

(76) Graham, s.259.

tek amaç değildir. Şirket, ortaklarını olduğu kadar çalışanlar ve halkı da gözönünde tutmalıdır (77). Halk, istediği mal ve hizmetlerin uygun fiyatlarla, devamlı arz edilmesini ister. Daha iyi bir yaşam ve daha çok yarar sağlaması için, bu mal ve hizmetlerin geliştirilmesini de ister. Ortaklar, yöneticiler, işgörenler arasında iyi ve yararlı ilişkilerin sürmesi halkın bir başka isteğidir. İşgörenler, güvenliklerinin sağlandığı bir iş yeri, yeterli ücret, sürekli çalışma, sosyal güvenlik ve şirkette olup bitenler hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Ortaklar, iyi yönetilen, yeterli finansman olanaklarına sahip, yatırımlarına yeterli bir gelir sağlayan, mevcut üretim olanaklarını tam olarak kullanan, gelişmelerinden bilgi sahibi olacağı bir şirket ister. Bu üç ana grubun amaçları yönetim tarafından birleştirilecek olursa bütün grupların ana amaçlarına ulaşmaları sağlamış olur. Şirketin, bütün grupları ilgilendiren amaçlara ulaşması ile kâr elde edilir. Bu kâr ortakların istediği miktarda olmayabilir, fakat kâr yönetimin amaçlarından sadece biridir ve her şirket yönetiminin kâra verdiği önem değişiktir. Bazı şirketler diğerlerine göre daha çok kâra yönelmiş olabilir. Kâra önem vermeyen bir şirket, kâr üzerinde duran bir şirkete göre geleceğini tehlikeye sokmuş olur. Kâr sağlamazsa, etkin bir pazarda, şirketin hisse senetlerine talep azalır ve şirketin başarısı sona erer.

Başarılı yönetim, amaçların belirlenmesinde her grubun katkıda bulunmasını sağlar. Yine bir şirketin başarıya ulaşması için, ana amaçlarına ulaştıracak temel politikalarının herkes tarafından öğrenilmesini sağlaması gerekir (78).

(77) Amling, s.355.

(78) A.g.k., s.356.

2. İyi bir yönetimde bulunması gerekli koşullar

İyi bir yönetim ne demektir? Bir şirket yöneticisinin veya yönetiminin iyi, yeterli veya tam sayılabilmesi için nelere sahip olması gereklidir? Yönetimin başarısını belirleyen bir kural, hele bir kişiyi başarıya götürecektir bir özellik veya özellikler listesi yoktur. Bu konuda çeşitli görüşler ileri sürülmektedir (79).

Yönetimin taşınması gerekli koşulları ve özellikleri sıralamak zor bir iştir. Uzmanlar, yöneticiyi ve şirketi başarıya götürecektir özellikler üzerinde fikir birliğine varmayabilir. Başarılı yöneticiyi tanımlamanın güçlüğü yanında, tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırmayı düşündükleri bir şirket yönetiminin, şirketi başarıya götürecektir yeteneği taşıyıp taşımadığını anlamak da güçtür. Yöneticilerde bulunması gereken niteliklerle ilgili bazı araştırmalar yapılmıştır. Bu araştırmalar yöneticilerin birbirinden farklı olduklarını ortaya koymuştur.

Bu konudaki çeşitli araştırmalara, yazılara göz atmak yerinde olur. İsviçre Psikoteknik Kurumu bir üst te bulunması gereken yetenekleri ve nitelikleri şu şekilde tespit etmiştir (80).

- 1) İnsanları tanımak,
- 2) Objektif olmak ve objektif kalmak,
- 3) Kendine güvenmek,
- 4) Yerinde kararlar alabilmek,
- 5) İnsiyatif sahibi olmak,
- 6) Sorumluluk duygusuna sahip olmak,
- 7) İradesi kuvvetli olmak,

(79) Bellemore-Ritchie, Jr., s.263.

(80) İlhan Cemalcılar-Doğan Bayar-İnal Cem Aşkun-Şan Öz-Alp, İşletmecilik Bilgisi (Ankara, 1974), s.109.

Bu şirket yöneticilerine ilişkin bilgiyi yıllık raporlar ve şirketle ilgili bilgiler sunmak için hazırlanmış bildirimler dışından sağlamak güçtür (81). Birçok küçük tasarruf sahibi yatırım için karar vermeden önce danışmanlara başvurur. Bu nedenle şirket yöneticilerini tanımaya gerek kalmaz.

b) Şirketin finansal durumu

Şirketin finansal durumundan finansal risk konusunda söz edilmişti. Bu bölümde, finansal durumun işletmenin çarpanlarını nasıl etkilediği daha ayrıntılı olarak incelenecektir.

1. Cari oran

Cari oran bir şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğini belirlememize yardım eder. Cari borçların cari varlıklara bölünmesi ile bulunur. Örneğin oranın 2 veya 3 olması şirketin bir liralık cari borcuna karşılık 2 veya 3 liralık cari varlığa sahip olduğunu gösterir. Cari varlıkları cari borçlara oranlamanın amacı cari borçlar herhangi bir nedenle ödenmesi gerektiğinde bunları ödemeye yetecek kadar cari varlığa sahip olup olmadığını belirlemektir. Cari oran yükseldikçe şirketin cari borçlarını ödemek için durumu uygun demektir. Oran düşükse şirket borçlarını ödeme bakımından pek iyi durumda değil demektir (82).

2. Asit test

Bu oran mal stoklarının dönen varlıklardan çıkarılmasından sonra kalanın kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanır. Mal stokları şirketlerin dönen varlıkları içinde en

(81) Badger-Torgerson-Guthmann, s.172.

(82) A.g.k.

az likit olanıdır ve varlıkların paraya çevrilmesi halinde stoklardan zarar edilme olasılığı büyüktür. Bu nedenle kısa vadeli borçların mal stoklarının satışına güvenmeksizin ödenebilme olasılığının araştırılması önemlidir.

$$\text{Asit test} = \frac{\text{dönen varlıklar-mal stokları}}{\text{kısa vadeli borçlar}}$$

Likit cari varlıklar (cari varlıklar-mal stokları) cari borçlara eşit veya hiç olmazsa teorik olarak onları aşmalıdır. Uygulamada asit test oranının birden yüksek olması, alacaklar kolaylıkla paraya çevrilebilecekse, yeterli görülebilir.

3. Stok dönme çabukluğu

Stok dönme çabukluğu satılan malın maliyetinin stoklara bölünmesi ile bulunur (*).

$$\text{Stok dönme çabukluğu} = \frac{\text{satılan malın maliyeti}}{\text{stoklar}}$$

Bulunan stok dönme çabukluğu endüstri stok dönme çabukluğu ile karşılaştırılmalıdır. Şirketin stok dönme çabukluğunun, endüstri stok dönme çabukluğundan yüksek olması istenir. Bu durumda, şirket elinde fazla stok bulundurmamaktadır. Bunun bir başka nedeni şirketin kârdan fedakârlık etmek suretiyle satış hacmini genişletmiş olması veya maliyet ve genel (ya da satış giderleri) giderlerin satış hacminden daha hızlı artmış olmasıdır (83). Fazla stoklar üretken değildir ve düşük veya sıfır verimli yatırımı gösterir.

(*) Stok dönme çabukluğunun hesaplanmasında bazı kaynaklar kesrin payına satışların yazılmasını önermektedir. Ayrıntı için bkz. Bellemore-Ritchie, s.420.

(83) Ali Sait Yüksel, Parabulma ve Yatırım (İstanbul, 1975), s.101.

Stok dönme çabukluğunun hesaplanmasına ilişkin bir sorun, satışların bütün yıl sürmesi bunun yanında stok rakamının bir andaki durumu göstermesinden doğar. Bunun için ortalama stokun kullanılması yerinde olur. Ortalama stok başlangıç ve yıl sonu stoklarının 2'ye bölünmesi ile bulunur. Aylık stok toplamlarının 12'ye bölünmesi ile ortalama stok miktarı bulunabilir. Şirketin çalışma konusu mevsimlik ise ve yıl içinde yukarı ve aşağı satış oynamaları görülüyorsa bu yalın ayarlamayı yapmak yerinde olur.

4. Toplam varlıkların borçlara oranı

Borç oranı olarak da bilinen bu oran borç verenlerin sağladığı toplam fonların yüzdesini ölçer. Borç, cari borçları ve bütün tahvilleri içerir. Şirket borç almaya yani tahvil satışına iç finansman kaynaklarının yetersizliği veya borçlanmanın daha büyük kâr sağlayacağı umuluyorsa başvurur. Toplam varlıklar ve borç bileşiminin optimal olması istenir. Borç verenler optimal bir borç oranını yeglerler, çünkü düşük oran tasfiye halinde borç verenlerin zararına karşı bir güvencedir (84). Borç verenlerin düşük bir borç oranı istemelerine karşı ortaklar yüksek kaldıraç isterler. Bu yolla gelirlerini yükseltirler ve yeni hisse senedi çıkarılması nedeniyle işletmedeki kontrol olanaklarını yitirmemiş olurlar. Borç oranı çok yüksekse ortakların sorumsuzluğu da söz konusu olabilir. Ortakların öz sermayeleri o kadar küçük olabilir ki şirket başarılı ise spekülatif hareketler ortaklara büyük gelirler sağlayabilir. Fakat şirket başarısız ise ortaklar küçük bir zararla karşılaşırlar çünkü yatırımları küçüktür.

(84) Doğan Bayar, Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası (Ankara, 1973), s.216.

Bir şirketin borç oranının % 50 ve endüstri ortalamasının % 33 olduğunu kabul edelim. Buna göre borç verenler şirketin toplam sermayesinin % 50'sini sağlamışlardır. Bu endüstride borç oranı % 33 olduğundan, şirketin, öz sermayesini arttırmadan ek borç fonları bulma olanağı yoktur. Borç verenler şirkete daha çok para vermek için isteksiz olacaklar ve yöneticiler borç oranını daha çok borç alma ile arttırmak istiyorlarsa tehlikelere karşı ortakları uyarmalıdır.

5. Faizin kazanılma sayısı

Bu oran, faiz ve vergiden önce gelirin faiz giderlerine bölünmesiyle bulunur. Faizin kazanılma sayısı şirketin gelirleri ile yıllık faiz giderlerinin, finansal zorluklara düşmeksizin, karşılanıp karşılanamayacağını gösterir. Faizlerin ödenememesi alacaklıların yasal yollara başvurmasına yol açar ve bu da şirketin iflası ile sonuçlanabilir (85). Vergiden önce kâr rakamının paydada oluşuna dikkat edilmelidir. Bunun nedeni gelir vergilerinin faiz ödemeleri çıktıktan sonra hesaplanmasıdır, cari faizin ödenebilme yeteneği gelir vergisinden etkilenmez.

$$\text{Faiz kazanılma sayısı} = \frac{\text{vergiden önce kâr} + \text{faiz}}{\text{faiz}}$$

Faizin kazanılma sayısının endüstri ortalamasından düşük olmaması istenir. Bir örnekle bunu açıklayalım.

$$\frac{245.000}{45.000} = 5,4 \text{ kez}$$

(85) Yüksel, s.115.

Bu sonuca göre şirketin 45.000 liralık faiz giderini karşılayacak brüt geliri 245.000 liradır. Böylece faiz 5,4 kez karşılanmış olmaktadır. Endüstri ortalamasınının 8 kez olduğunu varsayarsak, şirket faiz giderlerini az bir güven sınırı içinde karşılamaktadır. Borç oranında olduğu gibi bu orandan da şu anlaşılmalıdır: Şirket borçlanma yolu ile ek fonlar sağlayacak olursa bazı zorluklarla karşılaşacaktır (86).

6. Sabit giderlerin karşılanma oranı

Sabit giderlerin karşılanma sayısı, sabit giderlerden önceki kâr toplam sabit giderlere bölünerek bulunur. Toplam sabit giderlere giren kalemler şunlardır: Faiz, kira, tahvil itfa fonları. Bu oran, faizin kazanılma sayısı oranına önemli bir katkıdır ve finansal sorunların faizlerin ödenememesi kadar kira yükümlülüklerinin yerine getirilmemesinden veya tahvil itfa fonlarından doğabileceğini gösterir.

$$\text{Sabit giderlerin karşılanma oranı} = \frac{\text{sabit giderleri karşılayacak gelir}}{\text{sabit giderler}}$$

Şirketin sabit giderlerin karşılanma oranınının endüstri ortalamasından küçük olması, şirketin, alacaklıların yeğ tutacağından daha zayıf olduğunu ve ek borçlanmalara girişilecek olursa zorluklarla karşılaşacağını gösterir (87).

Bu oranlardan alınan sonuçlara göre, büyük bir borç içinde olan şirketin borç-öz sermaye oranı düşük, sabit giderleri yüksek, başabaş noktası yüksek, finansal değişebilirliği düşük, kâr oranları oynak ve tamamiyle öz sermaye ile finanse edilmiş

(86) D'Ambrosio, s.115.

(87) John H.Prime, Investment Analysis (Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1967), s.278.

şirkete göre daha risklidir. Bütün bu etkenler şirketin değerlendirilmesinde başvurulan çarpanları düşürme eğilimindedir.

c) Kârlılık oranları

1. Toplam varlıklardan gelir

Net kârın toplam varlıklara oranı şirketin toplam varlıklarından gelirini ölçer. Formülle gösterilecek olursak:

$$\text{Toplam varlıklardan gelir} = \frac{\text{vergiden sonra net kâr}}{\text{toplam varlıklar}}$$

Bulunan oranın endüstri ortalamasından düşük olması satışlardan düşük kâr marjı ve toplam varlıkların düşük dönme çabukluğunun sonucudur.

2. Net değerden gelir

Vergiden sonra net kârın net değere oranı ortakların yatırımından gelir oranını ölçer.

$$\text{Net değerden gelir} = \frac{\text{vergiden sonra net kâr}}{\text{net değer}}$$

Gelir oranları şirkete yatırılan paranın üretkenliğini ölçer ve sermayenin etkin olmayarak kullanılmasını ortaya çıkarır. Bütün gelir oranları yüksek ise şirket rekabet azlığının veya rekabet yokluğunun sonucu olarak iyi bir durumdadır. Öte yandan düşük gelir oranı sermayenin düşük üretkenliğini gösterir ve borçların vadesinde ödenememe tehlikesi vardır. Düşük gelir oranları şirketin çarpanlarını düşürür.

d) Yatırım yapılacak şirketlerin seçiminde etkili olan başka etkenler

1. Çalışma etkinliği

Çalışma etkinliği bir şirketin kalitesini ve gelecekte gelir elde etme yeteneğini belirleyen başka bir etken-
dir. Çalışma etkinliği çalışma derecesi ve başabaş noktası ile ölçülür. Öteki etkenler eşit kalmak koşuluyla bir şirketin çalışma derecesi düşük ise gelirleri yüksek olacaktır. Başabaş noktası düşük ve kapasiteye göre çalışma düzeyi yüksek ise şirketin kârlılığı yüksek olacaktır. Bir şirketin çalışma etkinliği yüksek ise ve üretim tesislerinin genişletilme olanağı varsa şirkete yatırım yapmayı düşünenler şirketin gelecek gelirleri hakkında iyimser olabilirler (88).

Bir şirketin kârlılığı ve gelirleri, çalışmalarının etkinliği ile çok yakından ilgilidir. Çalışma etkinliği kâr marjı, kazanma gücü ne hisse senedi başına gelir ile ölçülebilir. Çalışma etkinliğinin bir başka ölçme yolu hasılatın giderlerle veya girdinin (giderler) çıktı (harcamalar sonucu elde edilenlerin satış hasılatı) ile karşılaştırılmasıdır. Şirketin çalıştığı etkinliğin derecesinin görece değerini anlamak için çalışma oranından (operating ratio) yararlanılır. Çalışanlar başına çıktı, 1 liralık yatırım için çıktı, çalışma derecesi (operating rate) ve başabaş noktası gibi öteki ölçüler bize bir şirketin ne kadar etkinlikle çalıştığını gösterir. Bütün bu etkenler hisse senedi başına gelirleri etkiler.

(88) Amling, s.300.

Çalışma derecesi

Çalışma derecesi kapasitenin yüzdesi olarak çıktı ve üretim olarak tanımlanır. Birçok fabrika tam kapasite veya buna yakın olarak çalıştığında kârlı sonuçlar alır. Bazı şirketler tam kapasiteye yaklaştıkça daha az etkin hale gelirler, çünkü etkin olmayan üretim araçları kullanırlar. Bir elektrik üretim şirketi, elektrik enerjisine talep arttığında eski üretim tesislerini de kullanmaya başlayabilir. Bu durumda üretim kapasitesinin yüzde 95'inden yüzde 100'üne çıkmışsa kâr miktarında aynı oranda bir artış olmayabilir. Birçok şirket bu özellikleri taşır, yani kârlar artan üretimle ancak bir noktaya kadar artar. Yüzde yüz kapasiteye ulaşıldığında giderler gelirden daha hızlı artar ve hasılat düşer. Kârlı kapasite kullanım düzeyi bir şirket için % 60 iken başka bir şirket için yüzde 90 olabilir.

Bir şirketin çalışma derecesi ile ilgilenmemizin nedeni hisse senedi başına gelirleri etkilemesindedir. Bu etki kendini iki yolla belli eder. Birincisi çalışma derecesi yüksek ve istikrarlı ise hisse senedi başına gelirler yüksek olur. İkincisi, bir şirketin çalışma derecesindeki değişimler hisse senedi başına gelirlerde değişik etkilere yol açar.

Yatırımcıların bir şirketin çalışma derecesi ile ilgili öğrenmek istedikleri nokta, şirketin geçmişteki çalışma derecesidir. Şirketin ekonomideki daralma ve genişleme dönemlerinde yüksek kapasite ile çalışmayı sürdürüp sürdürmediğini de öğrenmek isterler.

Büyüyen şirket olarak kabul edilen bir şirket kapasitenin yüzdesi olarak yüksek bir çalışma oranına sahip olur. Bu şirket-

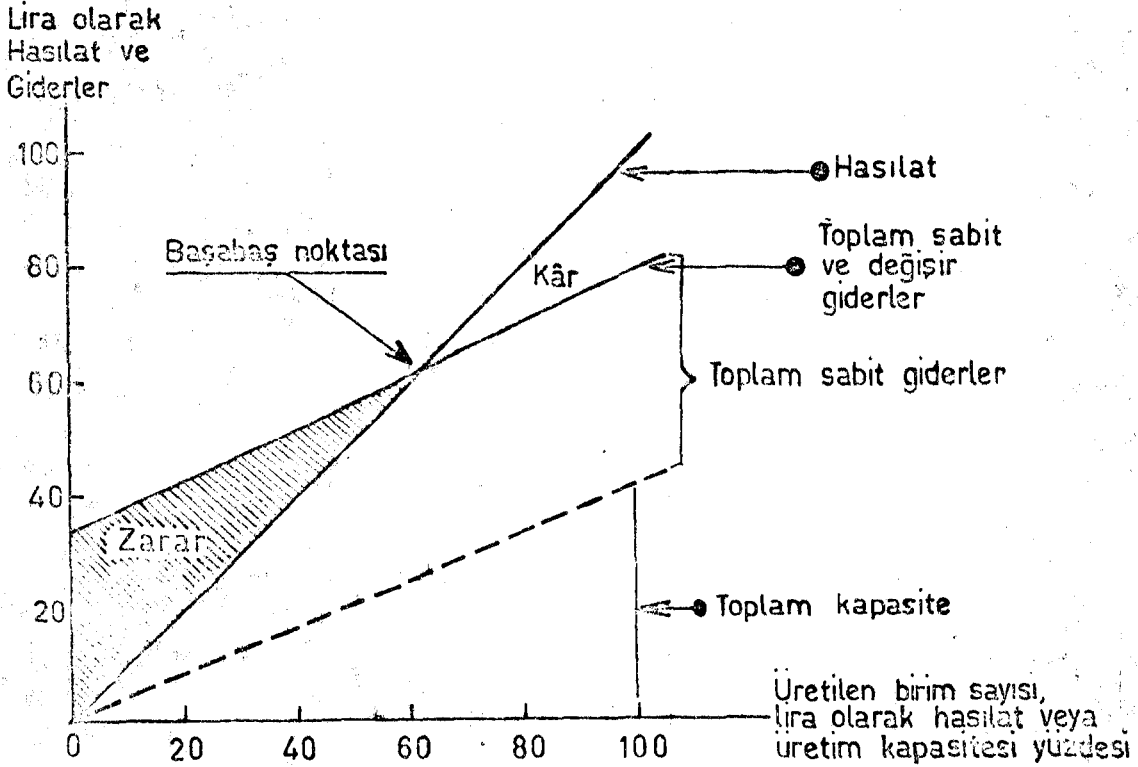
tin ürettiği mallara karşı talep artarsa bu artan talebi karşılamak için üretim olanaklarını devamlı olarak genişletecektir. Buna göre şirket tam kapasiteye yakın çalışacaktır. Büyüyen endüstrilerde olmayan bazı şirketler, ürettikleri mallara talebin azaldığını görürler. Bu tür şirketlerin kullanılmayan kapasitesi olacaktır. Üstelik bu şirketlerin gelirleri de düşer. Bu durumla karşı karşıya olan şirketlerin seçeceği yol, kârlı olarak çalışmalarını gerçekleştirecek yeni mallar geliştirmektir. Yoksa, kullanılmayan üretim olanakları ortakların payına düşecek kârı düşürür.

Yatırımcılar çalışma derecesi yüksek olan ve bütün kaynaklarını şirket ve dolaylı olarak ortaklar yararına kullanan şirketlere yatırım yapmak isterler. Bu, yatırımdan kârlı sonuçlar alınmasını sağlar. Olanaklarını tam olarak kullanan en verimli şirketler en kârlı şirketlerdir (89).

Başbaşı noktası, çalışma kapasitesi ve manivela
Aşağıdaki başbaşı grafiğinde dikey/eksen hasılat ve
harcamaları lira olarak gösterir. Yatay eksen kapasite yüzdesi veya üretilen birim sayısını gösterir. Bazı şirketler gözle görülür bir mal üretmediğinden ve birim olarak iyi tanımlanmış bir kapasiteleri ve çıktı yüzdeleri olmadığından eldeki tek veri lira olarak satışlar kalmaktadır. Bu şirketlerin başbaşı noktasının satış miktarı olarak belirlenmesi gerekir. Bu şirketlerin başbaşı noktalarının hesaplanmasında satış hasılatı yatay eksene yazılır. Grafikteki hasılat doğrusu üretimin veya şirketin kapasitesinin yüzdesi olarak hasılatı gösterir. Lira olarak satışlar yatay eksende gösterilmişse dikey eksende de lira kulla-

nımalıdır. Değişir gider doğrusu toplam çıktı ile değişen toplam değişir giderleri gösterir. Bu giderlerin çıktı ile dolaysız olarak değiştiğini kabul ederiz. Gerçekte bu giderler üretim ile doğrudan değişmez. Toplam giderleri bulmak için değişir giderler sabit giderlere eklenir. Toplam sabit giderler şirketin üretim miktarı ile değişmez. Üretim arttıkça birim başına sabit giderler azalır. Yeniden bir birim üretim yapılacak olursa sabit giderler artar ve başabaş noktası değişir.

Başabaş noktasında çalışmakla giderler karşılanmış fakat şirket ortaklarına bir pay kalmamış olmaktadır. Ancak başabaş noktasının üstüne çıkılacak olursa kâr sağlanır. Bu nedenle düşük bir başabaş noktası ve buna uygun yüksek bir çalışma derecesi olan şirketler yatırım için uygun şirketlerdir.



Şekil 1-6: Bir şirket için tipik başabaş grafiği

Fakat bir şirketin kapasitesinin bir kısmı ile çalışmakta oluşu kârlılığın görece bir belirtisidir. Bir şirket % 95 kapa-

site ile çalışıyorsa % 85 kapasite ile çalışmasından daha kârlı olacağını söyleyebiliriz. Fakat bu kesin değildir. İki şirketin göreceli kârlılığı yalnız çalışma düzeyine değil aynı zamanda başabaş noktasına bağlıdır. Yüzde 50 başabaş noktası ile kapasitenin % 78'ini kullanan bir şirket % 80 başabaş noktası ile kapasitesinin % 85'ini kullanan bir şirketten daha kârlıdır. Çalışma derecesinin önemini göstermek için kârlılığı belirlerken çalışma derecesi ile başabaş noktasının ilişkisi gösterilmelidir. Bu nedenle yatırım yapacağımız şirketin başabaş noktasını ve bunun hisse senedi başına gelirlere etkisi bilinmelidir.

Başabaş noktasının belirlenmesi kolay bir iş değildir. Mevcut üretim olanakları ve değişmeksizin kalan fiyat ve maliyet yapısına dayanan kârlılığın derecesinin belirlenmesi gerekir. Bu yapılmakla ne kadar satışla veya kapasitenin yüzde kaçını ile şirketin, bütün giderlerini karşılayacağı başabaş noktasına geleceği tahmin edilebilir. Fakat kısa bir süre içinde fiyatlar, giderler ve mamullerin çeşidi değişebilir. Bu, başabaş noktasının hesaplanmasını zorlaştırır. Bu arada bir başka sorun sabit ve değişir gider ayırımında ortaya çıkar. Bu ayırım bir yerde kesin olmamaktadır, çünkü bazı giderler her iki grubada girebilmektedir. Telefon giderleri buna bir örnektir. Şirkette iş hacmi arttıkça telefon giderleri de artar. Telefon giderleri ve buna benzer giderler değişebilir ve değişmez olduklarından iki tür giderden birine ait olabilirler.

Çalışma derecesindeki değişikliklerin şirketin gelirlerindeki değişikliklere etkisini anlamalıyız. Çalışma derecesindeki değişikliklerin şirketin gelirlerinde meydana getirdiği değişikliklere çalışma manivelası denir. Bu, başabaş noktasına bağlanabilir ve satışlardaki % 10 artışın neden hisse senedi başına ge-

lirde % 20 artış getirdiğini veya % 5 azalışa yol açtığını açıklamaya yardım eder (90). Çalışma manivelası bir örnekle açıklanabilir. Başabaş noktasında çalışırken satışlarında % 10 artış olan bir şirket alalım. Bu gelirlerde bir artışa yol açar. Hisse senedi başına gelir 0 iken 25 liraya yükseldiğini varsayalım. Gelirdeki artış sonsuzdur.

$$\frac{25 - 0}{0} \times 100 = \infty$$

Satışlardaki % 10'luk artışın gelirleri hisse senedi başına 50 liraya yükselttiğini varsayalım. Satıştaki artış % 10 fakat gelirlerdeki artış % 100'dür.

$$\frac{50 - 25}{25} \times 100 = \% 100$$

Satışlar bir % 10 daha artarken gelirler 75 liraya yükselecek olursa gelirlerdeki artış % 50'dir.

$$\frac{75 - 25}{50} \times 100 = \% 50$$

Böylece üretim, artarak başabaş noktasından tam kapasiteye doğru gidecek olursa gelirler artar fakat bu artış azalan oranda olur. Bir şirket çalışma derecesini tam kapasiteye yakın bir noktaya kadar arttıracak olursa hisse senedi başına gelirler daha düşük bir artış oranı ile artar.

Çalışma manivelasının gelirler üzerindeki etkisini görebilmek için her şirket için ayrı bir çalışma manivelası hesaplanmalıdır. Bir şirketin gelirlerinde devamlı olmayan ani artışlar olabilir. Bu duruma dönemsel değişmelerin etkisinde olan şirket-

lerde daha çok rastlanır. Bu şirketlerde, hasılatındaki bir düşüş gelirlerde ani bir düşüştten sonra ani bir artışla bir düzeye gelmelerini otomatik olarak sağlar. Bu, şirketi büyüyen bir şirket görünümüne sokar. Örneğin A şirketinin dönemlik durgunluk nedeniyle hasılatında % 10'luk bir düşüş olduğunu varsayalım. Bu, gelirlerde ani bir düşüğe yol açabilir. Gelirlerdeki bu düşüş yüzde olarak hasılatındaki düşüştten daha büyük olabilir. A şirketinin çalışma özelliğinin analizinde satışlardaki ve çalışma hasılatındaki değişimlere dayanarak gelirlerdeki değişimleri tahmin edilebilir. Bunu izleyen yıl işler genişlerse A şirketinin hasılatı da artar. İşlerdeki bu genişleme çalışma manivelası nedeniyle A şirketinin kârında ani bir artış sağlar. Analizde yalnız kârdaki artışa önem verilir ve çalışma manivelası gözden uzak tutulursa şirketin kâr özellikleri hakkında yanlış sonuçlar bulunur.

Başabaş analizinin yatırımcı için önemi büyüktür. Şirketin çalışma derecesine bağlı olan başabaş noktası şirketin kârlılığını gösterir. Başabaş noktası düşük olan şirket yüksek ve düşük çalışma düzeylerinde kârlı olur. İş hayatındaki daralmalara karşın bu şirketin gelirleri aynı düzeyde kalır, durgunluk dönemlerinde bile başarılı sonuçlar alan bir şirket olur. Başabaş noktası yüksek olan şirket durgunluk dönemlerinde kârlardaki azalmalara karşı çok duyarlıdır. Hasılatındaki az bir azalma kârları tamamıyla ortadan kaldıracaktır.

Bu nedenle yatırım için, başabaş noktası düşük, çalışma derecesi yüksek ve hasılatı istikrarlı olan şirketler seçilmelidir. Bu, şirketin gelecekteki kârını da garanti eder.

Başabaş noktasının kullanılması ile ilgili sınırlar

Başabaş analizi bir yatırımcı tarafından incelendiği şirketin kâr sağlama olanaklarını hesaplamada etkin bir biçimde kullanılabilir. Başabaş noktası ve çalışma derecesi verilmiş bir şirketin kârlılığının sınırları kolaylıkla hesaplanabilir. Çalışma oranının gelecekte ve olacağı tahmin edilebilirse gelirlerin ne olacağı da tahmin edilebilir. Fakat bu, gelir tahmini için uygulanan tek yöntem değildir.

Başabaş analizi esas olarak statiktir. Fiyatlar, ücretler, sermaye ve faizin üretim süresince sabit olduğu varsayılır. Fakat bu değişkenlerin sabit olmadığını biliyoruz. Başabaş noktası hesaplandıktan sonra bu değişkenlerde değişme olursa, kuşkusuz bu analizin geçerliliğini ortadan kaldırır (91). Ayrıca hasılat ile giderler arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu varsayılmaktadır. Fakat bilindiği gibi, büyüklüğün yararları nedeniyle değişir giderler üretimle aynı oranda değişmez. Bu doğru ise, doğrusal tahminler kâr tahminlerinde geçerli değildir.

2. Çalışma etkinliğinin öteki ölçüleri

Bir şirketin göreceli çalışma etkinliğini ortaya çıkarmada çalışma derecesi ve başabaş noktası dışında başka ölçüler de vardır. Bilinen üç ölçü şunlardır: 1) Çalışma oranı, 2) Çalışanlar başına satışlar ve gelirler, 3) 1 liralık yatırım için satışlar ve gelirler. Bu oranlar dışında her endüstrinin kullanmasında yarar olan, kendine has ölçüsü olabilir.

(91) Bayar, s.141-142.

Çalışma oranı

Bu oran çalışma hasılatını çalışma giderleri ile satılan malın maliyeti toplamına bölünmesi ile bulunur. Çalışma oranı dolaysız olarak kâr marjına bağlıdır. Kâr marjı yüzde 100'den çıkarılırsa çalışma oranı bulunur (92).

Çalışma oranı çalışma etkinliğinin iyi bir ölçüsüdür, çünkü giderleri ve maliyetleri dolaysız olarak hasılatla bağlı kabul eder. Ayrıca anlaşılması kolaydır. Çalışma oranı düşük ise şirket etkindir ve kârlıdır. Bununla birlikte bütün kârlılık ve etkinliğin çalışma varlıkları ile bağlantısı kurulmalıdır. Çalışma oranı yalnız aynı endüstrideki şirketler arasında karşılaştırmalar yapmaya elverişlidir. Bir analizde değişimin yönünü göstermesi bakımından önemlidir. Yükselen bir çalışma oranı kötüye gidişin göstergesi olarak yorumlanmalıdır. Sabit veya azalan çalışma oranı güçlülük belirtisidir (93).

Çalışanlar başına satışlar veya gelirler

Lira olarak satışlar ve birim olarak üretim ile hesaplanan çalışan başına gelir şirket etkinliğinin bir başka ölçüsüdür. Çalışan başına büyük gelirler şirketin görece etkinliğinin büyük olduğunu gösterir. Çalışanlar başına gelirler büyük ve istikrarlı ise şirketin toplam etkinliği de büyüktür. Bu bir etkinlik oranı olmaktan çok bir finansal orandır fakat etkinlik oranı olarak kullanılabilir. Bu oranların her ikisi şirketin kalitesinin ölçüsü olarak kullanılabilir. Zaman içinde çıktı ve gelirler artıyorsa şirket iyiye gidiyor demektir.

(92) Badger-Torgerson-Guthmann, s.188.

(93) Prime, s.278.

1 Liralık yatırım için satışlar veya gelirler

1 liralık yatırım için satışlar veya gelirler şirket etkinliğinin ölçüsüdür. Çalışan başına satışlar ve gelirler için söylenenler bu etkinlik ölçüsü içinde söylenebilir. 1 liralık yatırıma düşen satışın büyük olması şirketin iyi durumda olduğunu gösterir. Bu oran bazı analizciler tarafından satışlardan sağlanan net gelir ölçüsünden daha önemli olarak kabul edilmektedir. Bu oran yeni fabrika ve donatım için yapılan harcamalardan sağlanan hasılatı yansıtır. Bazı endüstrilerde, satışlar fabrika için yapılan harcamalarla karşılaştırılır. Örneğin, kimya endüstrisinde 1 liralık yatırımın 1 liralık satış yaratması beklenir. Daha yüksek veya düşük bir oran çalışma etkinliğinin görece derecesini gösterir. 1 liralık yatırıma düşen satışlardaki düşüş, şirketin etkinlik ve kârlılığındaki bir zayıflığı gösterir.

II- TEKNİK ANALİZ

Teknik analizin temeli, geçmiş fiyat hareketlerine dayanarak çeşitli menkul kıymetlerin kuvvetli ve zayıf yönlerinin araştırılmasına dayanır. Teknik analizci (teknisyen) değişikliğin nedenlerine bakmaksızın hisse senedi pazarı fiyatlarındaki herhangi bir değişiklikten yararlanma yollarını arar. Teknik analizci teknik bakımdan kuvvetli koşullarda satın almayı, teknik bakımdan zayıf koşullarda satmayı salık verir. Bazı teknik analizciler sadece pazar-fiyat koşulları ile bağlı kalır. Başka bir grup teknik analizci aynı zamanda temel faktörleri tahminlerinde gözönünde tutar (94).

(94) D'Ambrosio, s.273.

Teknik analizciler hisse senedi pazarını, bir hisse senedi veya hisse senedi pazarı için bütün olarak arz ve talep eğrisini bulmak için incelerler. Bunu, tekrar eden fiyat hareketlerine veya hisse senedi fiyat hareketleri ile öteki pazar bilgileri arasındaki ilişkileri inceliyerek yaparlar. Fiyat hareketleri çok büyük sayıda değişik kişinin hisse senetleri konusundaki düşüncelerini yansıttığından teknisyenlerin bütün olayların nedenlerini bilmemeleri olağandır. Teknisyenler nedenleri öğrenmeye çalışabilirler fakat birçok model ve ilişkinin açıklanamama olasılığı her zaman için vardır. Modellerin durmaksızın tekrar edeceği biliniyorsa açıklamaların yapılmamasına karşın yine de bu bilgiden yararlanabilir (95). Bu, hekimlerin bazı ilaçların neden o kadar iyi sonuçlar vermesinin nedenlerini bilmemelerine karşın, onları reçetelerinde yazmayı sürdürmelerine benzer.

Aşağıda teknisyenlerin kullanıldıklarında başarılı sonuçlar aldıklarını ileri sürdükleri teknik aletler incelenmektedir.

1- PAZARIN YÖNÜ

Bu alet (breadth of market), bir bütün olarak pazarın önemli noktalarına göstermek için kullanılır. Bu aleti kullanarak yapılan analiz, hisse senedi pazarındaki dönemlerin yapısına ilişkin teoriye dayanır. Fiyatlar yükselirken tek tek hisse senetleri yavaş yavaş en yüksek noktaya erişir ve tek tek birkaç yüksek hisse senedi en yüksek noktaya vardığında pazar ortalaması dönüş noktasına erişmiş olur.

Öte yandan fiyatların düştüğü bir ortamda kısa bir sürede büyük sayıda hisse senedi fiyatının düştüğü görülür. Buna göre

(95) Cohen-Zinbarg, s.503.

pazarın zayıflığını, herkes anlamadan önce anlamak için ortalamalar yükselirken büyük sayıda hisse senedi fiyatının düşüp düşmediği araştırılır. Fiyatların düşüşünün sonuna yaklaşıp yaklaşılmadığını anlamak için teknik analizciler, satışların miktarını araştırırlar. Kısacası incelenen şey genel fiyat düşüş ve yükselişlerinin dağılımıdır, bu da "pazarın yönü" dediğimiz şeydir. Pazarın yönünü ölçmenin çeşitli yolları vardır. Yollardan birisi, haftalık artış sayısı ile düşüş sayısı arasındaki farkı alarak, bu rakamı fiyatı değişmeyen hisse senedi sayısına bölmektir (96).

Başka bir yol yükselen ve düşen hisse senetlerinin net sayısının toplamını almaktır. Hergün fiyatı yükselen, düşen ve değişmeyen hisse senetleri sayısı alınır, fiyatı yükselen hisse senedi sayısı, fiyatları düşenlerin sayısından çıkarılacak olursa olumlu veya olumsuz net bir rakam bulunur (buna net artış veya net düşüş denir). Örnek olarak aldığımız bir haftalık durum aşağıdaki gibi olsun (97):

	<u>alım-satımı yapılan hisse senedi sayısı</u>	<u>artışlar</u>	<u>düşüşler</u>	<u>değişme- yenler</u>	<u>net artış veya düşüşler</u>
Pazartesi	1301	530	535	236	- 5
Salı	1310	464	597	249	-133
Çarşamba	1323	303	739	281	-436
Perşembe	1295	607	453	235	+154
Cuma	1308	807	241	260	+566

Bundan sonra yapılacak iş net artış ve net düşüşleri toplamaktır, böylece "yön" ölçüsü bulunmuş olur. Toplamada birbiri arkasından gelen rakamlar toplanır. Yukarıdaki örnekte son

(96) D'Ambrosio, s.286.

(97) Cohen-Zinbarg, s.504.

na inanır. Fiyat düştüğünde hacim artarsa ve fiyat arttığında hacim azalır, bütün modelin düşen pazar görünümünde olduğu görülür (98).

Hacim ile ilgili bilginin tek tek hisse senetlerinin analizinde kullanılması fikrinin dayandığı gerekçe, hacmin hisse senedi alıcı ve satıcılarının istekleri yönünde dolaysız olarak değişmesidir. Çok istekli alıcıların sayısı, çok istekli satıcıların sayısını aşarsa cesaretle yüksek fiyat vererek yüksek hacimle fiyatların yükselmesine yol açarlar. İstekli satıcılar olayları etkileyecek durumda ise düşük fiyatlarda çok sayıda hisse senedi teklif ederler. Bu nedenle hacim bir hisse senedinin arz ve talep eğrilerindeki oynamalar için bir ipucudur (99).

3- VADELİ SATIŞ

Vadeli satış (shortselling) hisse senedi fiyatlarının düşeceğini tahmin edenler tarafından yapılır. Teknik analizci yönünden vadeli satıcıların haklı veya haksız oluşu önemli değildir. Fakat vadeli satışların satın alınan hisse senetleri ile yerine getirilmesi gerekir. Çünkü vadeli satışı yapanlar kendilerinin henüz sahip olmadıkları bir menkul kıymeti satmak için anlaşma yapan spekülâtörlerdir. Menkul kıymetin fiyatının düşeceğini beklediklerinden düşük fiyatla menkul kıymeti satın alarak, yüksek fiyat üzerinden yaptıkları satış anlaşmasına göre teslim ederler. Böylece vadeli satıcılar fiyat düşüşlerinden kâr sağlarlar (100). Vadeli satışlardaki önemli artışlar hisse senetlerine talebi arttırır, bu da fiyatların yükselmesi-

(98) Bellemore-Ritchie, s.100.

(99) Cocen-Zinbarg, s.509.

(100) Francis, s.57.

ne yol açabilir (101). Vadeli satışta azalış talepte de azalmaya yol açar. Böylece hisse senedi satın alma veya satış zamanına karar vermede bir ay içindeki alım satım hacmine oranla vadeli satış miktarına bakmak yararlı olur. Bu oran devamlı olarak yükseliyorsa gelecek alım-satımlarda artan oranlarda çok istekli alıcıların vadeli satışlarına yerine getirmek için pazara alıcı olarak girecekleri söylenebilir. Bu oranda sürekli düşüş vadeli satıcıların bir fiyat düşüşü beklemediklerini gösterir. Yüksek bir vadeli satış yatırımcının hisse senedinin fiyatını çok iyi incelemesi gerektiğini gösterir (102).

4- KÜÇÜK MİKTARLARDA ALIM-SATIMLAR

Pazarda alım-satımlarda genellikle bir kerede alım-satıma konu olan hisse senedi miktarından daha az sayıda hisse senedi alım satıma konu olursa bu küçük miktarda alım-satım (odd-lot trading) olarak bilinir. Böyle küçük miktarda hisse senedini almak veya satmak için emir alan bir komisyoncu bu emri borsada küçük miktarda alım-satım emirleri ile uğraşan dağıtıcılara verir. Bu dağıtıcılarda, normal olarak kabul edilen miktarlara göre, alımlarda daha yüksek, satışlarda daha düşük fiyatlarla emirleri yerine getirirler (103).

Küçük miktarlarda alım satımlar teorisine göre "sokaktaki adam" genellikle yanlış hareket etmektedir ve bu nedenle sokaktaki adamın görüşlerinin aksine bir strateji uygulamak yararlı olur. Bu teori özellikle yükselen pazarlarda en yüksek noktaları tahmin etmek için kullanılır fakat aynı zamanda tek tek çesitli hisse senetlerindeki tersine dönüşleri tahmin etmek için-

(101) Williams-Findlay III, s.383.

(102) Cohen-Zinberg, s.509.

(103) Dougall, s.312.

de kullanılabilir (104). Sokaktaki adamın ne düşündüğünü anlamak için küçük miktarlardaki satışlara ait istatistikler kullanılır. Bu istatistiklere dayanılarak küçük satışların küçük alışlara oranı bulunur. Oranın hesaplanmasında lira olarak alış ve satışlar yerine miktar olarak alış ve satışlar alınır (105). Satışların alışlara oranı yüzde 100'den yüksek ise "sokaktaki adam" satın aldığından daha çok satıyor demektir. Satışların alışlara oranındaki düşüşler pazar fiyatlarındaki düşüş tahminlerini gösterir. Küçük miktarlardaki alışların alıcıları, tanım gereğince, küçük yatırımcılar olduklarından alışların satışlara oranındaki artış pazardaki fiyatların en yüksek noktasına yaklaşıldığını gösterir. Satışların alışlara oranındaki artış pazar fiyatlarındaki düşüşlerin sonuna gelindiğini gösterir (106).

Bu oran analizleri her zaman için doğru belirtiler olmayabilir. Arasıra yanıltıcı oldukları da olabilir. Fakat bütün teknik analiz aletlerinin böyle yanıltıcı olduklarına rastlanır. Bu nedenle birçok teknisyen yalnız bir değil, çeşitli aletler kullanır. Birçok teknisyen çeşitli aletlerin hepsi aynı "satın al" veya "sat" emrini vermeden satın almaya veya satmaya karar vermez (107).

5- KOMİSYONCU HESAPLARINDAKİ BORÇ BAKİYELERİNİN MİKTARI

(Credit balances in brokerage accounts)

Bir yatırımcı, karşılığında aynı miktarda, başka bir hisse senedi almadan hisse senedi satacak olursa satış hasılatını iki seçenektен birini seçerek kullanır. Satış hasılatını yakın

(104) Francis, s.521.

(105) Cohen-Zinbarg, s.512.

(106) Williams -Findlay III, s.384.

(107) Francis, s.521.

bir gelecekte tekrar yatırmayı düşünüyorsa bir komisyoncuya bırakır ve komisyoncu bu kişiyi kendisine bırakılan para kadar alacaklandırır. Yatırımcı meblağ üzerinden bir faiz almayacağından çok yakın bir gelecekte yatırım fırsatı görmüyorsa bu parayı komisyoncuda tutmaz (108). Komisyoncularda bırakılan bu paralara ait hesaplar hisse senetleri için talebin doğmadığını gösterir. Bu meblağların küçük yatırımcılarda kalması (hemen bir hisse senedi düşünülüyorsa büyük meblağlar faiz alınma koşuluyla bir bankaya yatırılır) fiyatların yükseldiği dönemlerde bu meblağların artacağını ve fiyatların en yüksek noktasına erişeceğini gösterir (109).

6- GÖRELİ GÜÇ

Bu teknik alet (relative strength) toplam pazardan çok tek tek hisse senedi fiyatlarının tahmini ile ilgilendir. Yükselen pazarlarda bazı menkul kıymetlerin fiyatları öteki menkul kıymetlere göre daha düzenli olarak artar. Buna göre bazı menkul kıymetlerin görece bir gücü vardır. Bu görüşü paylaşan teknisyenlere göre, geçmişte görece güce sahip olmuş menkul kıymetlere yatırım yapmakla yatırımcı daha yüksek gelir sağlayacaktır, çünkü bir menkul kıymetin görece gücü zaman içinde değişmekle kalmaz eğilimindedir (110). Bu alet yardımı ile hesaplama yapmak için tek tek hisse senedi fiyatları, pazar fiyatları endüstri grubunun fiyatları alınır ve birbirlerine oranlanarak indeksler yapılır. Örneğin analiz ettiğimiz şirket ABC şirketi olsun. Bu şirketin hisse senetlerinin görece gücü şöyle hesaplanabilir.

(108) Cohen-Zinbarg, s.514.

(109) Williams-Findlay III, s.384.

(110) Francis, s.526.

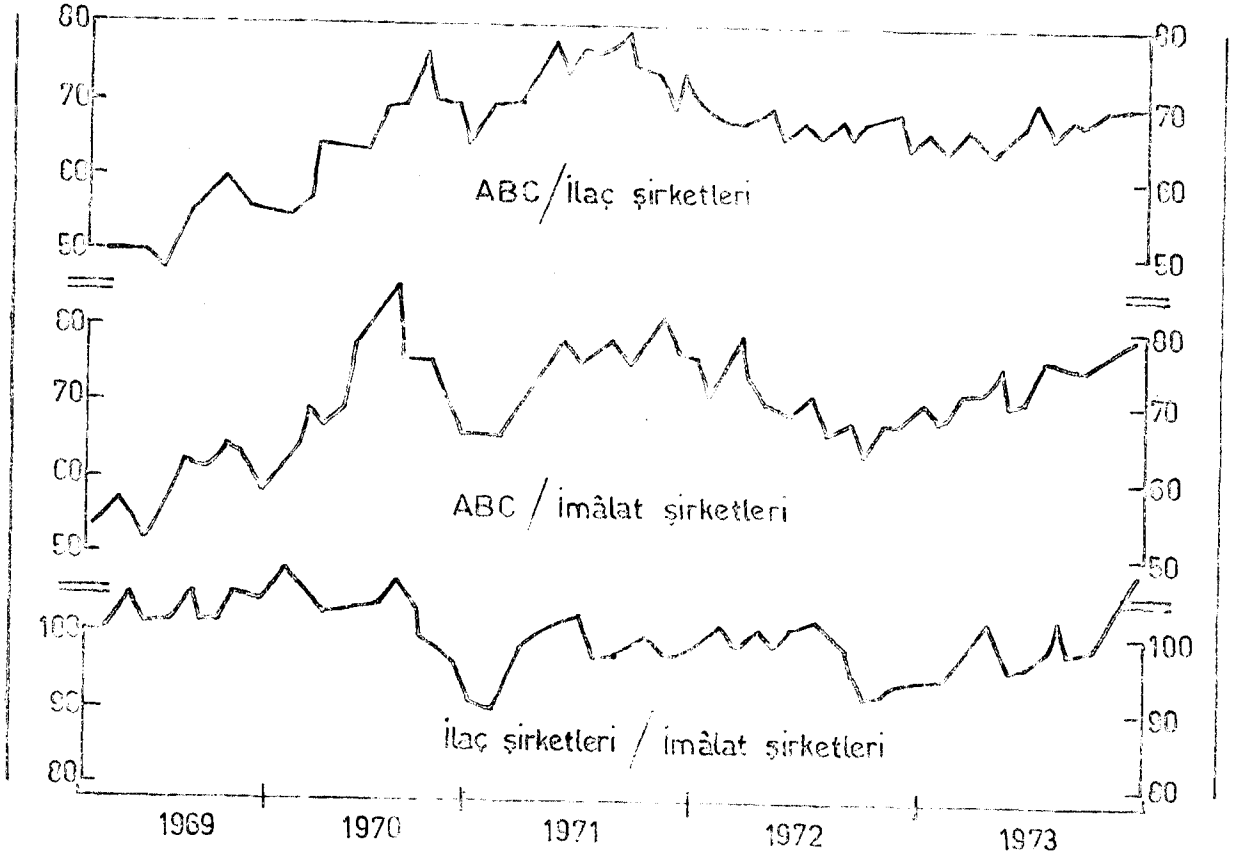
- 1) Bu şirketin aylık ortalama fiyat kayıtları alınır.
- 2) Sütun 2 ve 3'de ilaç sanayii fiyat ortalamaları ile genel olarak imalat şirketleri hisse senetleri (pazar) fiyat ortalamaları gösterilir.
- 3) Sütun 1 sütun 2 ile, sütun 1 sütun 3 ile ve sütun 2 sütun 3 ile bölünür.

Sonuçları aşağıdaki grafik üzerinde gösterecek olursa ABC şirketi hisse senetlerinin genel olarak ilaç şirketleri hisse senetleri ile birlikte ve pazara göre nasıl dalgalandığını ve ilaç hisse senetlerinin pazara oranla nasıl dalgalandığını görebiliriz. Yükselen oran, oranın payının paydasını geçtiğini, daha hızlı yükseldiğini ve daha yavaş düştüğünü gösterir. Düşen bir oran payın payda kadar iyi olmadığını, yavaş yükseldiğini veya hızlı düştüğünü gösterir.

Bir hisse senedi veya endüstri grubunun pazara üstün olması veya ondan kötü almasının tahmin edilmesinin önemi büyüktür (111).

	(1) ABC şirketi en yüksek-en düşük ortalaması	(2) İlaç şirketleri hisse senetleri ortalaması	(3) İmalat şirketleri hisse senetleri ortalaması
Mayıs 1974	1920	2960	2785
Haziran 1974	1860	2969	2764

	(4) ABC/İlaç şirket- leri hisse senet- leri indeksi	(5) ABC/İmalat şirket leri hisse senet- leri (pazar) in- deksi	(6) İlaç şirketleri/ İmalat şirketleri hisse senetleri (pazar) indeksi
	64,8	68,9	106,3
	62,6	67,3	107,4



Şekil 1-7: Fiyatların görece hareketi-ABC şirketi, ilaç şirketleri ve pazarın durumu

7- DEĞİŞME ORANI ANALİZİ (Rate-of-change analysis)

Birçok teknik analizci tek bir hisse senedi veya genel olarak pazar fiyatının yukarı çıkarken tersine dönmesinin önceden bilinebileceğini veya meydana gelmesinden kısa bir süre sonra açıklığa kavuşturulma olanağı olduğunu ileri sürer. Bunun için, bugünkü fiyat hareketlerinin, fiyatların uzun vadeli hareketli ortalamalarına bağlı olarak incelenmesi gerekir.

Gerçek günlük fiyatlar, hareketli ortalama doğrusunu etkilerse teknisyenler bunu bir işaret olarak yorumlarlar. Günlük fiyatlar hareketli ortalamalar boyunca aşağı doğru gidecek olursa, çoğu kez birkaç ay için tekrar yükselmezler. Buna göre düz hareketli ortalamanın aşağı doğru gitmesi satış yapılmasını gerektirir. Gerçek fiyatlar hareketli ortalamanın üstünde fakat aralarındaki fark gittikçe azalıyorsa bu, yüksek fiyatların sonuna yaklaşıldığının belirtisidir.

Değişme oranı analizi bazı teknik analizciler tarafından değişik biçimde kullanılır. Bazı teknisyenler yalnız hareketli ortalama fiyat eğrisi veya gerçek günlük fiyatları birleştiren eğrinin üzerinde dururlar. Artı bir eğim fiyatların yükselmesine yol açacak talebin süreceğinin belirtisidir. Bunun tersine, fiyat eğrisinde veya hareketli ortalama eğrisinde dik bir aşağı eğim arzın talepten fazla olduğunu ve fiyatların düşmeye devam edeceğinin belirtisidir. Fiyat veya hareketli ortalama eğrisinin aşağı veya yukarı doğru eğimi düz bir duruma gelirse bu, arz ve talebin eşit duruma gelmeye başladığının belirtisidir. Böylece artı veya eksi fiyat değişme oranının, fiyatlar yeni bir denge durumunda kararlılık kazandığında, azalması beklenir (112).

8- DOW TEORİSİ

Dow teorisinin (The Dow Theory) birçok değişik biçimi vardır ve bunu kullanmak isteyen analizci sayısı kadar değişik biçimleri olduğu söylenebilir.

En yalın biçimi ile Dow Teorisi pazarın eğimini, hareketlerini zaman ve derece olarak tahmini yapmaksızın göstermede

(112) Francis, s.530.

faýdalanılan bir alettir. Bu teori, binlerce yatırımcının davranışını yansıtan hisse senedi fiyat ortalamalarının, hisse senetlerinin arz ve talebini etkileyebilecek önemli ekonomik ve finansal faktörlerin etkisini azaltacağı varsayımına dayanır(113).

Bu teori hareketleri üçe ayırır. 1) Genel değişmelerin yüzde 20'sinden fazlasının meydana geldiği bir yıl veya daha uzun süren önemli hareketler, 2) Önemli hareketlerin içinde meydana gelen ve üç haftadan üç aya kadar süren ikinci derecede hareketler, 3) Günlük dalgalanmalar. Aşağıdaki şekil Dow Teorisi belirtilerini göstermektedir.

Şekil 1-8: Dow Teorisi belirtileri ile günlük kapanış fiyatlarının grafiği.

(113) Dougall, s.362.

Bu şekilde t döneminden $t+j$ dönemine kadar önemli bir artış vardır. $t+j$ işlem günlerinde sürekli olmayan bir artış görülür ve bu pazarın önemli hareketinin yönünde bir değişmeyi gösterir. Sürekli olmayan bir artış, ikinci derecedeki hareket daha önceki yüksek noktanın üstüne çıkamadığında görülür. $t+j$ 'den önce bütün tepe noktalarını aşan noktalar görülmektedir, fakat sürekli olmayan artış görüldükten sonra $t+k$ 'ya kadar bütün tepe noktalardan daha düşük noktalar görülmektedir. $t+k$ 'da ikinci derecedeki hareket yeni bir tabana erişemez, bu yükselen bir pazarın başlama belirtisidir (114).

9- FİYAT DİYAGRAMI MODELLERİ (Price chart patterns)

Dow Teorisi bütün olarak pazarla ilgilidir. Düşen ve çıkan tepe ve taban noktaları ile ilgili ilkeler, önemli tersine dönen eğilimlerin belirtisidir ve tek tek menkul kıymetlere uygulanabilir.

Tek tek hisse senetleri fiyatlarında dönemsel dalgalanmalar pazar ortalamalarından daha çok olduğundan Dow türü yaklaşım genellikle olumlu sonuçlar verir. Aşağı veya yukarı giden fiyatlar ile tepe ve taban noktaları yanında "kanallar" olarak tanımlanan ve kesin tanımları yapılabilen kavramlar vardır. Bunlar "baş ve omuzlar", "üçgenler", dikdörtgenler", "bayraklar ve flamalar" ve öteki kavramlardır. Aynı grafiğini inceleyen 6 analizci pek ender olarak birbirinin aynı yorumda bulunur.

(114) Francis, s.514.
Cohen-Zinbarg, s.520.

A- Nokta ve şekil ile diyagram (Point and figure charting)

Teknik analiz aletleri yalnız fiyat değişmelerinin ne kadar devam edeceğini tahmin için kullanılmaz. Bu aletler aynı zamanda şu sorulara da cevap arar: Önemli bir yukarı veya aşağı hareket içinde miyiz? Eğilimin kendini tersine çevirme olasılığı var mıdır? Nokta ve şekil analizcileri bunlar yanında şu soruya da cevap ararlar: Belirli bir hisse senedi veya pazar ortalamasının erişeceği fiyat nedir?

Teknik analizcilerinin kullandığı başlıca üç tür diyagram vardır; bunlar çizgi diyagramları (line charts), çubuk diyagramlar (bar charts) ve nokta ve şekil diyagramlarıdır (point-and-figure charts).

Çizgi ve çubuk diyagramlarının her ikisinde yatay eksen zamanı -gün, hafta veya ay- dikey eksen fiyatı gösterir. Bir çizgi grafiğinde birbirini takip eden dönemlere ilişkin kapanış fiyatları doğru çizgilerle birleştirilir. Bir çubuk grafiğinde her dönem için yüksek ve düşük fiyatları göstermek için dikey çizgiler çizilir, bu çizginin tepesi en yüksek fiyatı, tabanı ise en düşük fiyatı gösterir. Kapanış fiyat düzeyinde çubuk üzerine yatay küçük bir çizgi çizilir.

a) Çubuk diyagramlar

Çubuk diyagramlar günlük fiyat hareketlerini gösteren dikey çizgilerden meydana gelmiştir. Bu çizgi günün en yüksek fiyatından en düşük fiyatına kadar uzanır, çizgi üzerindeki küçük yatay çizgi kapanış fiyatını gösterir. Tek tek hisse senetleri ve pazar indekslerinin fiyat hareketleri her üç tür diyagramda (çizgi diyagramlar, çubuk diyagramlar ve nokta

şekil diyagramları) gösterilir. Örneğin aşağıda göreceğiniz baş ve omuzlar modeli (head and shoulders) diyagramcılarının çizgi, çubuk ve nokta şekil diyagramlarında tek tek hisse senetleri ve pazarın indeksini göstermek için kullanılır.

1. Çubuk diyagramında baş ve omuzlara göre tepe noktası

Bu, menkul kıymetin fiyatının tepe noktasına eriştiğini ve gelecekte düşeceğini haber veren bir alettir. İsminden de anlaşılacağı gibi bir sol omuz, bir baş ve bir sağ omuz vardır (115). Baş ve omuzlara göre tepe noktasını veren bir diyagram dört döneme ayrılabilir:

- 1) Sol omuz: Durgun bir alım satım döneminden sonra yoğun alımların görüldüğü ve bu nedenle fiyatlar aşağı düşmeden önce yeni bir tepe noktasına eriştiği dönemdir.
- 2) Baş: Fiyatların yoğun alımlar sonucunda yeni bir tepe noktasına çıktığı ve bundan sonra fiyatların sol omuzun tepe noktasının altına düşmesine izin veren dönemdir.
- 3) Sağ omuz: Fiyatların bir miktar yükselmesine yol açan alımların görüldüğü fakat düşme başlamadan önce baş düzeyine kadar çıkamadığı dönemdir.
- 4) Doğrulama veya dönüşler: Fiyatların boyun doğrusundan aşağı düştüğü ve sol ve sağ omuzlara tanjant doğrunun çizilebildiği dönemdir. Bu dönemde fiyat düşüşü başlar ve bu "sat" haberidir.

Bundan başka baş ve omuzlara göre taban noktasının görüldüğü bir model vardır. Bu model fiyat artışını haber verir. Bu, tepe noktasını veren modelin tam tersidir.

b) Nokta ve şekil diyagramları

Nokta ve şekil diyagramları yalnız fiyat seyrindeki tersine dönüşleri göstermek için değil aynı zamanda gerçek bir fiyat hedefi seçmek için de kullanılabilir.

Nokta ve şekil diyagramı çizgi çubuk diyagramlarından değişik bir yöntemle hazırlanır. Değişiklik noktalarından birincisi, diyagramın yapılışında hisse senedinin fiyatına bağlı kalınmamasıdır. Diyagrama sadece "önemli" değişiklikler işlenir (116). Böylece yüksek fiyatlı menkul kıymetlerde 15-20 liralık fiyat farkları, düşük fiyatlı menkul kıymetlerde 5 liralık farklar gösterilir. Sonuçta 5, 10, 15, 20, 25 liralık nokta ve şekil diyagramları vardır.

Nokta ve şekil diyagramlarının alışılmamış ikinci özelliği zaman ölçeği olmamasıdır. Çizgi ve çubuk diyagramlarında dikey eksen işlem gününü gösterir fakat nokta ve şekil diyagramlarında günlerin belirlenmesi olanaksızdır çünkü her sütun bir işlem günü yerine "önemli tersine" dönüşü gösterir. Sonuç olarak nokta ve şekil diyagramında fiyatın yönünde bir işlem gününde iki önemli değişiklik olursa iki yeni sütun olacaktır (117). Şimdi yaklaşık olarak 1000 liraya satılan bir menkul kıymet için nokta ve şekil diyagramının nasıl yapıldığını görelim. Bir hafta için hayali veriler şöyle olsun:

(116) Lester V. Plum-Joseph H. Humprey Jr.-John W. Bowyer Jr.,
"Investment Analysis and Management" (Richard D. Irwin, Inc.,
Homewood, Illinois, 1961), s.424-425.

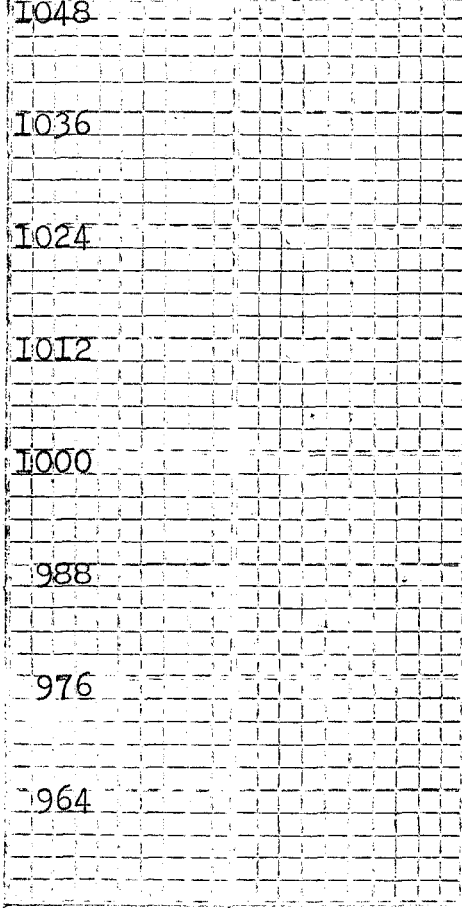
(117) Cohen-Zinbarg, s.524.

<u>Zaman ve tarih (Ocak 1974)</u>	<u>Fiyat</u>	<u>3 Nokta</u>	<u>5 Nokta</u>
11 Pazartesi sabah	1000		
12 Salı sabah	1008		
12 Öğle	1032	iki x	x
12 Öğleden sonra	1036	x	
13 Çarşamba sabah	1016	iki 0	0
13 Öğleden sonra	992	iki 0	0
14 Perşembe sabah	984	0	
15 Cuma sabah	980		
18 Pazartesi sabah	988	x	

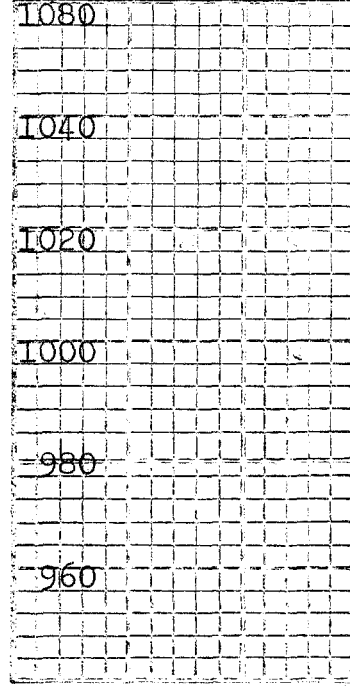
Aşağıdaki şekil, üç birim ve beş birim, nokta şekil nokta diyagramının nasıl hazırlandığını göstermektedir. x önemli fiyat artışını, 0 önemli düşüşü göstermektedir. Üç birim (15 lira) diyagramında ilk üç giriş fiyatlarının önemli üç artış görüldüğü 12 Salı günü meydana çıkmıştır. Bundan sonra yeni sütunda bir tersine dönüş başlamıştır. Beş birimli (25 lira) diyagramda da ilk giriş 12 Salı günü fiyatın 1020'yi geçtiği noktada meydana çıkar.

Hisse senedinin erişeceği fiyat hedefini seçmek için (tahmin edilen fiyat) nokta şekil diyagramcıları ise "toplanma bölgeleri" bulmakla başlarlar. Bir toplanma bölgesi belirli bir fiyat düzeyi çevresinde bir tersine dönüş serisinin yarattığı x'ler ve 0'lardan meydana gelen bir yatay banttır. Bu toplanma bölgelerinin arz ve talebin eşit olduğu durumlarda ortaya çıkacağı kabul edilir. x'lerin sütununun toplanma bölgesinin tepesinin de üstüne çıktığında bir dönüşün meydana geleceği söylenir. Toplanma bölgesinin tepesinin belirgen olması fiyat artışının süreceğinin belirtisidir. 0 sütununun toplanma bölgesinin tabanının belirgen olması düşme belirtisidir.

Pazar fiyatı (TL.)



(a) Tersine dönüş sayısı



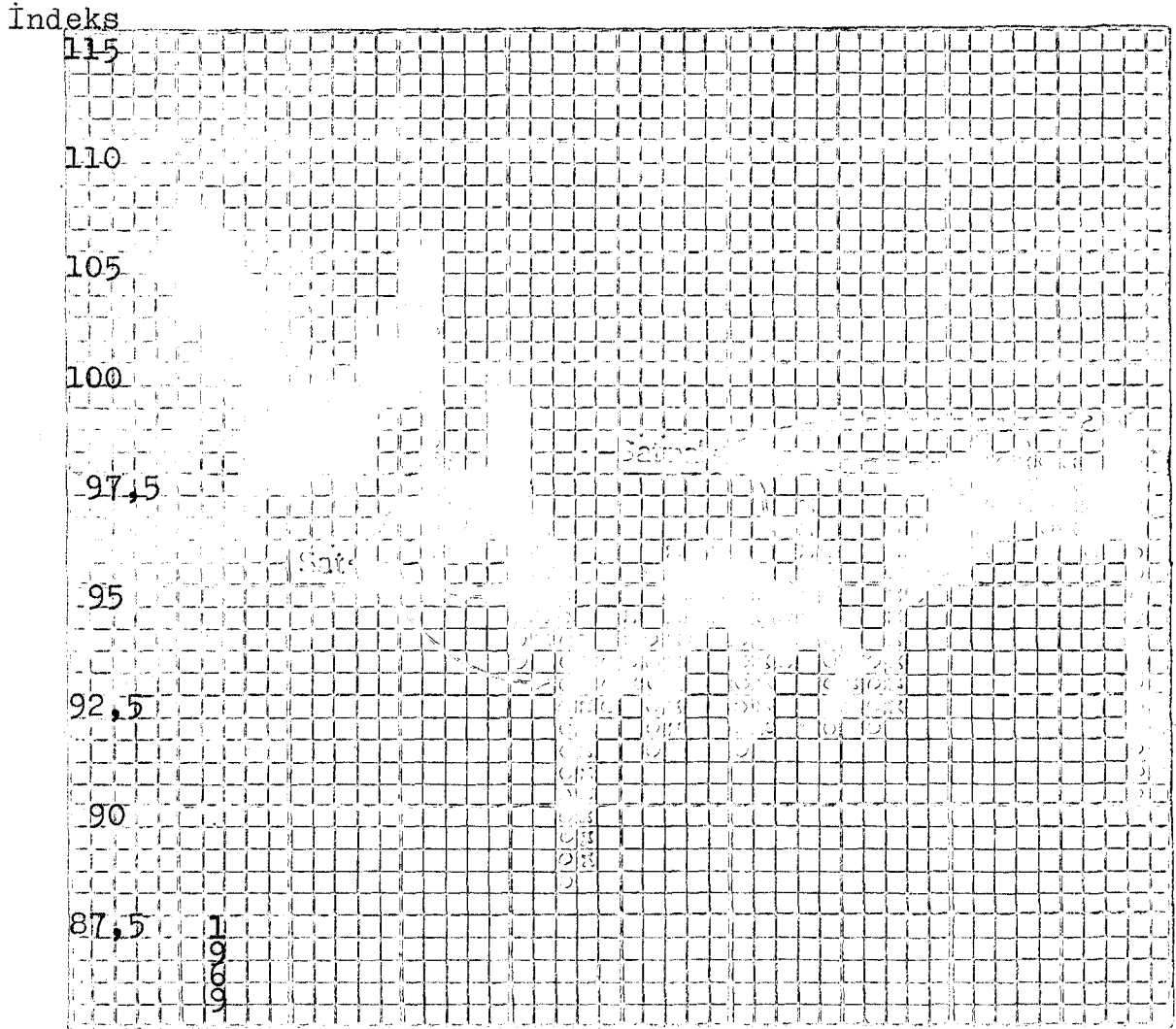
(b) Tersine dönüş sayısı

Şekil 1-9: Nokta ve şekil grafiğinin hazırlanması.

(a) Üç birim; (b) beş birim.

Aşağıdaki şekil tepe ve tabanda belirgen noktaların görüldüğü bir nokta ve şekil diyagramıdır. Bu şekilde nokta ve şekil diyagramının "sat" haberleri verdiği görülmektedir. Yılın ayları 1'den 12'ye kadar numaralarla, yeni ayda ilk önemli değişiklik görüldüğünde x veya 0 yerine kullanılmıştır. 1969'un sonunda 1969 Aralığında kuvvetli "sat" haberleri tarafından izlenen bazı zayıf "satin al" haberleri görülmektedir. Bir yatırımcı bütün bu işaretlere uyacak olsaydı iflas ederdi. Çünkü menkul kıymetler satıldıktan sonra daha yüksek fiyatla satın alınacak ve

daha sonra, önemli kayıplarla karşılaşılabilecek olsa bile, daha düşük fiyatlarla satılacaktı. Aralık 1969'da nokta ve şekil diyagramı kuvvetli bir "sat" işareti verdiğinde 1969-1970 düşük fiyat pazarı gelmek üzereydi, böylece bu işaret açık olan bir durumu göstermektedir.



Şekil 1-10: Nokta ve şekil grafiği.

10- GÜVEN İNDEKSİ

Güven indeksi (confidence Index), yüksek kaliteli tahvil verimlerinin düşük kaliteli tahvil verimlerine oranıdır.

Yüksek kaliteli tahvil verimleri, düşük kaliteli tahvil verimlerinden düşük olduğundan, yüksek kaliteli tahvil verimlerine oranında bir artış, "verim dağılımının" daralmasını gösterir yani iki verim serisi birbirine yaklaşır ve oranda düşüş genişleme belirtisidir (118). Oran yüksek ise yatırımcıların güveni yüksektir ve düşük kaliteli menkul kıymetleri satın almaktan çekinmezler. Yatırımcılar daha çok yüksek kaliteli tahvilleri alıyorsa güven düşük demektir (119). Başka bir deyişle güven indeksi önemli sermayenin aktığı yönü göstermektedir. Güven indeksini savunanlar bunun riskli yatırımlara veya riskli yatırımlardan akışın oldukça doğru bir işaretidir. Böyle bir akış önce kendini tahvil pazarında gösterir. Kısacası verimlerdeki fark tahvil pazarının özelliğini gösterir, bu özellik sonunda hisse senedi pazarına da etkiler.

Yatırımcılar ekonomik daralma dönemlerinde güvene büyük önem verdiklerinden değişik kaliteli tahvillere yatırım dağılmış olur. Yatırımcılar genişleme dönemlerinde riziko kabul etmeye daha istekli olduklarından daha geniş bir kütleden seçim yaparlar. Bu nedenle güven indeksinin, daralma dönemlerinde düşmesi ve genişleme dönemlerinde yükselmesi beklenir. Güven indeksini savunanlara göre, bilinçli yatırımcılar ihtiyatla hareket ederek tercihlerini düşük kaliteli tahvillerden kaydardıklarında adi hisse senetlerinden de kaydırırlar. Bilinçli yatırı-

(118) Cohen-Zinbarg, s.528.

(119) D'Ambrosio, s.284.

rımcılar tercihlerini düşük kaliteli tahviller için de kullandıklarında tercihlerini adi hisse senetlerine de kaydırırlar ve hisse senetleri fiyatları yükselir. Bu nedenle güven indeksinin, hem ekonomi hem de hisse senedi pazarı için önemli bir belirti olduğu söylenebilir (120).

Bu indeksi savunanların varsayımları sağlam temellere dayanmamaktadır. Bunun nedenlerinden birincisi hem yüksek hem de düşük kaliteli tahvil seçiminde iş hayatının geleceğine ilişkin tahminlerin etkili olmasıdır. Şirket tahvillerinin başta gelen alıcıları uzun vadeli cüzdandan dengesi hakkındaki görüşlerden de etkilenir. Bu nedenle, hareketlerinin iş hayatı dönemlerine doğrudan bağlı olduğu söylenemez. İkincisi, tahvil kaliteleri tamamıyla verime bağlanmakta, değişik kalitedeki tahvil arzının etkilerini hesaba katmamaktadırlar.(121).

Ozet olarak teknik teori şudur (122).

- 1) Pazar değeri yalnız arz ve talep tarafından belirlenir.
- 2) Arz ve talep sayısız faktörler tarafından etkilenir. Pazar bu faktörlere devamlı ve otomatik olarak ağırlık verir.
- 3) Pazardaki küçük dalgalanmaları saymazsak, hisse senedi fiyatlarının yönü makul bir zaman süresince devam eder.
- 4) Fiyatların yönünün değişmesi arz ve talepteki sıçramaların sonucudur.

(120) Cohen-Zinbarg, s.529.

(121) A.g.k.

(122) Levy, s.83.

11- TEKNİK ANALİZİN ELEŞTİRİSİ

Temel menkul kıymet analizi ile teknik analiz birbirlerinin karşıtı görünümündedir. Buna göre yatırım "temellerinin" bağımsız olarak ele alınması başarılı bir yatırım yapmak için gerekli değildir. Gerçekte temel menkul kıymet analizcilerinin sahip oldukları bilgiler teknik analize engeldir. Teknik analizci için ideal davranış sadece diyagramları ve pazar istatistiklerini yanına alarak bir odaya kapanmak ve şirket veya endüstrinin satışları, gelirleri ve kâr paylarının tahminleri ile ilgilenmemektir.

Bilimsel çalışma eğiliminde olan temel analizciler teknik analiz aletlerini belirli bir ölçüde kullanır. Örneğin teknik analizi daha sonraki ayrıntılı çalışmalarını için yol gösterici olarak kabul eder. Teknik analiz sonuçları ona bir hisse senedini çekici göstermişse temel analize başvurabilir. Kararlarını teknik aletlerin etkisinde kalarak vermişse bu analizci gelirlerin büyümesinden, işletme dönemlerinden etkilenmemiş demektir.

Dürüst bir teknik analizci, yaklaşımının bütün yatırım sorunlarını çözmeyeceğini bilir. Fakat teknik yaklaşım dışındaki herhangi bir yaklaşımın da sorunları çözemeyeceğini bilir. Teknik analizci, aletlerinin hata payını azaltacağına inanır.

İncelediğimiz teknik aletlerden bazılarının yararlarını kabul etmek zorundayız. Fakat tek bir teknik göstergenin her zaman için başarılı sonuçlar vermesi beklenemez. Güvenilir ise çeşitli belirtiler yararlı bir gösterge meydana getirebilir. Çeşitli sayıdaki ekonomik göstergeden meydana gelmiş tek bir gösterge olduğu gibi, çeşitli teknik göstergelerden meydana gelmiş tek bir göstergede olabilir (123).

(123) Cohen-Zinbarg, s.531-532.

Teknik analizin dayandığı varsayımlarda bazı tutarsızlıklar olduğu söylenebilir.

Pazarın geçmişteki durumu gelecekte de aynı olmasını gerektirmez. Teknik analizcinin geçmiş yıllarda başarılı olması gelecek yıllarda başarılı olmasını garanti etmez.

Teknik analizciler devamlı olarak başarılı ise teknik alım-satımcıların artması bu üstünlüğe sahip olanların sayısını arttıracığından beklenir kârları düşürür.

Sonuç olarak şunu söyleyebiliriz:

Finansal ve ekonomik temelini analizi sonunda uzun vadede pazar fiyatları gerçek değere eşit olma eğilimindedir. Bu arada birçok yatırımcının teknikleri tam olarak uygulayamaması şüphe doğuran bir nokta olmaktadır. Bütün bunların yanında teknik analizin en az temel analiz kadar doyurucu olduğu kabul edilir fakat yeterli değildir, her iki analizin birleştirilmesi yararlı olacaktır (124).

12- TEMEL MENKUL KIYMET ANALİZİNİN TEKNİK ANALİZ İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Temel menkul kıymet analizcileri ekonomik, finansal istatistiklere ve bilgilere dayanır. Analizci şirketlere ait gelir raporlarını, bilançoları, kâr payı kayıtlarını, yönetim politikalarını, satışların büyümesini, yönetim yeteneklerini, üretim kapasitelerini ve rekabetçi güçleri inceler. İş hayatının geleceği ile ilgili ipuçları bulabilmek için günlük yayınları inceleyer. Bankaların hazırladıkları raporları ve çeşitli kamu kuruluşlarının yayınladığı istatistikleri de analiz eder. Bütün bu

(124) A.g.k., s.88.

faktörleri gözönünde tutarak şirketlerin gelecek gelirlerini tahmin eder ve bunlara gelir çarpanı uygular (fiyat gelir oranı, kapitalizasyon oranı) ve analizi yapılan menkul kıymetin gerçek değerini bulur. Bundan sonra bu gerçek değeri pazar fiyatı ile karşılaştırır ve gerçek değer pazar fiyatından yüksek ise bu hisse senedinin satın almaya değer olduğuna karar verir.

Özetlemek gerekirse temel analizci her menkul kıymetin bir gerçek değeri olduğuna ve bunun da menkul kıymetin gelir getirme gücüne bağlı olduğuna bunun yanında pazar fiyatlarının gerçek değer yakınlarında oluşacağına inanır. Eğer bu doğru ise bir menkul kıymetin gerçek değerini gelecek gelirleri kapitalize ederek bulmak menkul kıymetin gelecek fiyatını tahmin etmek ile aynı şeydir (125).

Tam olarak yapılmış bir temel analizin teknik analizden üstün olduğunu kabul etmek zorundayız. Bu nedenle temel analiz menkul kıymetlerin değerlemesinde en çok başvurulan bir yöntemdir. Gerçek değerlerin hatalı çıkmasının nedenleri birkaç nedene bağlanabilir: 1) Analizci, kendisine gerekli bütün bilgiyi sağlayamamıştır, 2) Analizci çalışmasını tam yapmamıştır veya 3) Pazar geçici olarak dengede değildir (126). Teknik analizci, başkalarının sahip olmadığı bilgiye sahip kişilerin pazarda bir hareket yapmalarına kadar beklemelidir. Teknik analizci kritik bilgilerin herkes tarafından duyulmasından önce harekete geçse bile yine de bu temel faktörlerden ilk önce haberdar olmuş "içeriden" kişilere göre (şirket içindeki kişiler) geç kalmış olacaktır. Sonuç olarak, yatırım analizi, analizci gerek duyduğu önemli bilgileri elde edebilecek ilk kişiler arasında ise başarılı olacaktır.

(125) A.g.k., s.83.

(126) Francis, s.333.

Fakat teknik analizcinin yine de kuvvetli karşı görüşleri vardır. Birincisi, tam olarak yapılmış bir temel analiz başarısız yatırımlara götürebilir. Temel analizcinin belirli bir menkul kıymet ile ilgili görüşleri önemli finansal kaynaklara sahip ve bu kaynakları pazara çıkmaya düşünen yatırımcılar tarafından paylaşılmalıdır. Ancak görüşler hareket haline dönüşünce ve önemli ölçüde sermaye, pazara alıcı olarak çıkınca pazar fiyatı gerçek değer yakınlarında oluşacaktır. Böylece temel analizci pazarda bir hareket oluncaya kadar bir menkul kıymete önemli ölçüde bir sermayeyi bağlı tutmak zorundadır. Kuşkusuz bu, başka bir yere yatırabileceği fonları söz konusu menkul kıymete bağlı tuttuğu için gelir oranının düşmesine yol açacaktır. Teknisyen bu soruna bir çözüm olarak, yatırımını belirli bir menkul kıymetin pazar fiyatında bir artış oluncaya kadar geciktirir. Geç bir seçim yapmakla fedâ edilen kârlar, erken seçim yapmakla gelir sağlanamamasından çok değildir.

İkincisi, acaba kaç yatırımcı temel analiz yapabilir? Kaç yatırımcı önemli bilgiyi değerleyebilecek ve herkesten önce fark edebilecek durumdadır? Kaç yatırımcı güvenilir istatistiklere ve bilgiye sahiptir?

Bir an için bütün yatırımcıların yetenekli olduğunu ve bir menkul kıymeti etkileyebilecek ekonomik ve finansal faktörleri analiz etmek için yeterli zamana sahip olduğunu kabul edelim. Bu yatırımcılar belirli bir şirketin gelirlerini tahmin edecek ve bu gelirleri kapitalize ederek menkul kıymetin gerçek değerini bulacaklardır. Yatırımcıların güvenecekleri en önemli bilgi kaynağı şirketin finansal raporlarıdır. Bu koşullar altında temel analizci ne kadar başarılı olacaktır? Başka bir deyişle temel analizcinin başlıca bilgi kaynağı finansal raporlar ne derece güvenilir birer kaynaktır?

Yayınlanmış yıllık raporların en önemli faydası şimdiki ve beklenir şirket ortaklarına şirketin çalışmaları ile ilgili bilgi vermektir. Bu bilgi, yatırımcının şirketin yatırım değeri ile ilgili rasyonel kararlar vermesini sağlayacak bütün noktaları kapsamalıdır. Sonuç olarak yayımlanmış yıllık raporlar yetenekli finansal analizcinin işine yarayacak biçimde düzenlenir. Fakat çok az şirket bu biçimde rapor yayımlar. Birçok şirketin yayımladığı rapor özet bir bilanço, gelir raporundan öteye geçmez. Bunun da temel analizci için yetersiz olduğunu söylemeye gerek yoktur (127).

Yayımlanmış raporlarda bulunması gerekli bilgiden bazıları şunlardır: 1) Birim olarak üretim, 2) Birim olarak satış, 3) Çalışma kapasitesi, 4) Ödenen ücretler, ücret düzeyi, toplam olarak çalışma saati ve çalışanların sayısı, 5) Ödenen vergiler, 6) Satış giderleri ve genel giderlerin toplam ve ayrıntıları, 7) Tamir ve bakım giderlerinin toplam ve ayrıntıları, 8) Yatırımlar, 9) Stokların toplamı ve ayrıntıları, 10) Varlıkların ayrıntıları, 11) Hisse senedi sahipleri sayısı, 12) Mamul türü ve müşteri olan endüstriler bakımından satışlar, 13) Araştırma ve geliştirme giderleri, 14) Amortisman politikası, 15) Yerine getirilmiş ve getirilememiş siparişlerin miktarı.

Bilginin genişliği temel analizcilerin sorunlarından birisidir. Bunun yanında önemli bir sorunda bilgilerin güvenilirliğidir. Bu güven, serbest muhasebe uzmanlarının verecekleri denetleme raporları ile belgelenmelidir. Uzmanın raporu şirketin finansal durumunun ve çalışma sonuçlarının doğru ve genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak sunulduğunu doğrulamalıdır (128).

(127) Levy, s.85.

(128) David Norr, "Accounting and Analysis" (Financial Analyst Journal, May-June, 1964), s.38.

Finansal oranlar temel analizci için çok faydalıdır, fakat bu oranların hesaplandığı rakamların güvenilir olması gerekir. Yıllar orasında karşılaştırmalar yapılması da muhasebe işlemleri yardımı ile finansal veriler arasında oynamalar yapılabilmesi nedeniyle kuşku ile kabul edilmelidir. Şirketler arasındaki karşılaştırmalara da muhasebe uygulamalarının değişik olması nedeniyle güvenilmez.

Sonuç olarak, bir şirketin gelir elde etme gücünü anlamak için yayımlanmış bilgilere dayanarak şirketin finansal raporunu baştan düzenlemeye kalkışmanın son derece güç bir iş olduğunu söyleyebiliriz.

III- TESADÜFİ SEÇİM TEORİSİ

Daha önceki bölümlerde gördüğümüz gibi, temel menkul kıymet analizcileri, hisse senetleri fiyatlarının gerçek değer yankınlarında oluşacağına ve fiyat eğiminin (trendinin) hisse senetlerinin beklenir gelir ve kâr paylarına bağlı olduğuna inanmaktadır. Bu nedenle, bir hisse senedinin gerçek değerini belirlemek ile bu menkul kıymetin fiyatını tahmin etme aynı şeydir.

Teknisyenlere göre bir hisse senedinin herhangi bir güne kadar fiyat değişmelerinin seyri tahminin yapıldığı gündeki fiyat değişmesini tahmin etmek için temel olarak alınabilir.

Bu bölümde inceleyeceğimiz tesadüfi seçim teorisine göre(※)

(※) İngilizce aslına (random walk Theory) bağlı kalınacak olursa "tesadüfi yürüyüş teorisi" denilmesi gerekir. İngilizce aslında teori açıklanırken; kafasında belirli bir amaç olmaksızın yürüyen bir adama benzetme vardır. Bu kişi nasıl önce bir yöne, daha sonra başka bir yöne doğru yürürse, hisse senedi fiyatlarında böyle, bir aşağı bir yukarı değiştiği anlatılmak istenmiştir. Teorinin temelinde hisse senetlerinin tesadüfi olarak seçimi sözkonusu olduğundan bu ismin daha uygun olacağına inanıyoruz.

menkul kıymet pazarındaki fiyat değişmeleri tesadüfidir. Fiyatların yönünü belirlemek için yapılacak teknik ve temel analizlerin hiçbir önemi yoktur. Fiyat değişmeleri sistematik değildir, belirli bir düzene bağlı değildir. Bir yazarın dediği gibi "fiyatların hafızası yoktur" bu nedenle, dünün yarın ile ilişkisi kurulamaz (129).

Bu teorinin geçerliği birçok varsayıma bağlıdır. Bu varsayımlar olmaksızın temel menkul kıymet analizcileri ve teknik analizciler teoriy yönelttikleri eleştirilerde haklı çıkarlar. Bu varsayımlar menkul kıymet pazarının işleyişi ve yatırımcıların davranışı ile ilgilidir. Bunlardan birincisi menkul kıymet pazarının etkin (efficient) olduğu, varsayımdır. Menkul kıymet pazarının etkinliğinden fiyatların şirketlere ait bilgilere bağlı olarak hemen değişmesini ve değişiklik için önemli bir engel olmaması anlaşılır. Satış komisyonları gibi işlem giderleri yüksek olursa fiyat değişmeleri sonucunda menkul kıymetlerin el değiştirmesi kolaylıkla gerçekleştirilemez. İşlem giderleri düşük olursa yatırımcılar iyi seçilmiş yatırımlardan, bütün giderler çıktıktan sonra, kârlı çıkarlar (130).

İkinci varsayım yatırımcıların, menkul kıymet pazarındaki bilgiden aynı derecede sahip olduğudur. Böylece bir yatırımcı için yeni bir bilgi herkes için yeni bir bilgidir (131).

Üçüncü varsayım, yatırımcıların gelecek risk ve gelire etkisi olabilecek bilgileri doğru olarak değerlediği yani yatırımcıların rasyonel davrandığıdır. Son olarak, yatırımcılar kararlarını verir vermez satın alma veya satma için hemen hareke-

(129) Sauvain, s.165.

(130) Francis, s.53.

(131) Wallich, "What Does Random Walk Hypothesis Mean to Security Analysts" (Financial Analysts Journal, March-April 1968), s.31.

te geçmektedirler (132).

Şimdi bu varsayımları birer birer açıklayalım.

1- PAZARIN ETKİNLİĞİ

Etkin bir pazar likit sermayeyi çabuk ve tam olarak, ulusal ekonomi için en iyi sonucu verecek biçimde ve yere kanalize eder. Menkul kıymet satın almak için parası olan bir kişi veya satmak için menkul kıymeti olan bir kişi bunu pazarda derhal yerine getirilecek bir emir haline getirebilir. Hiçkimse hiçbir şey için tekel kuramaz. Çok sayıda kişi, çok sayıda işlem yapar (133).

Bir örnekle fonların ekonomi içindeki akışını açıklayalım. Rekabetin geçerli olduğu bir ortamda, bir kişinin daha iyi bir kapı kilidi yaptığını ve patentini aldığını ve bu kapı kilidini seri olarak yapmak için bir anonim şirket kurma girişimde bulunduğu varsayalım. Bu şirkete ait hisse senetleri halka satılacak olursa, etkin bir pazarda fonlar daha düşük kalitede kapı kilidi yapan şirketlerin hisse senetlerinden daha iyi kapı kilidi yapan şirketlerin hisse senetlerine kayacaktır (134).

Etkin pazarlarda, ayrı ayrı menkul kıymetlerin birbirini izleyen fiyat değişimleri birbirinden bağımsızdır. Bir fiyat değişimi daha önceki fiyat hareketlerine bağlı değilse bu bir tesadüfi seçim pazarıdır (135).

(132) Harvey D. Shapiro, "The place Where They Measure It All" (The Institutional Investor, August 1969), s.67.

(133) Sauvain, s.166.

(134) Francis, s.53.

(135) Eugene F.Fama, "Random Walks in Stock Market Prices" (Financial Analysts Journal, September-October 1965), s.56.

Etkin pazarlar, kurulmakta olan şirketler için hazır bir finanslama kaynağıdır ve sermayeyi iyi yönetilmeyen veya modası geçmiş mallar üreten şirketlerin hisse senetlerinden çeker. Bir ülkenin erişebileceği en yüksek gelir düzeyine, refaha kavuşması isteniyorsa o ülkede etkin pazarlar olmalıdır. Bazı az gelişmiş ülkelerin gelişememe nedenlerinden birisi sermaye pazarlarının etkin olmayışıdır. Etkin olmayan bir sermaye pazarında fiyatlar ya sabittir ya da güdümlüdür, fakat arz ve talebe göre belirlenmezler. Sermaye akıcı değildir birkaç varlığının elinde toplanmıştır ve gerek duyulduğu yere akmaz. Bu ülkelerde kötüye kullanmalar ve güvensizlik paranın sermaye pazarında yatırımdan çok elde tutulmasına yol açar, yatırımcılar aldırma-
dır ya da yatırıma değer ve kötü yatırımlar arasında ayırım yapamazlar (136).

Bazı menkul kıymetler için pazar, diğerleri için olduğu kadar etkin değildir çünkü alım-satım çok daha azdır. Üzerinde çok işlem yapılan menkul kıymetler pazardaki alım-satım hacminden etkilenmeksizin alınıp satılabilir. Üzerinde az işlem yapılan hisse senetlerinden birkaç bin adet satın alan yatırımcı o günkü fiyatlarda önemli bir değişikliğe yol açabilir. Büyük bir alıcı veya satıcı verdiği ve istediği fiyatlarla pazar fiyatını belirleyen bir tekelci gibi hareket edebilir. Bu koşullar altında pazar fiyatı, çok sayıda yatırımcının pazardaki bilgiye karşı tepkisinin ürünü değildir. Özellikle birçok kurum yatırımcı, böyle pazarlanma olanağı zayıf olan menkul kıymetlere yatırım yapmaz (137).

(136) Francis, s.53.

(137) Sauvain, s.167.

Pazarın etkinliğini engelleyen bir başka faktör yatırımcıların gelir vergisi ödeme zorunludur. Birçok yatırımcı menkul kıymetlerin alış ve satış fiyatı arasındaki fark için vergi ödemek zorundadır. Yatırımcının gelir sağlayarak daha yüksek bir dilim üzerinden vergi ödemek isteleyişi yatırımcının yeni bilgi karşısında davranışının değişik olmasına yol açar. Öte yandan bazı yatırımcılar gelir vergisi dilimlerini düşürmesi için menkul kıymetler satışından zarar etmek isterler. Vergi miktarı, yeni bilgidен çok kararları etkileyen bir etken olabilir. Buna göre yatırımcıların satın alma ve satma kararları yalnız yeni bilgileri değerlemelerinin sonucu değildir (138).

2- TOPLUM BİLGİ SAHİBİDİR

Tesadüfi seçim teorisinin geçerli olabilmesi için gerekli varsayımlardan ikincisine göre; halk pazar hakkında bilgilere tam ve doğru olarak sahiptir ve pazardaki değişimlerden hemen haberdar olur. Pazara ait bilgilerin böyle kolayca ve serbestçe dolaşabildiği bir ortamda yeni bilgiler elde etmek için daha fazla araştırma yapmak gereksizdir (139). Birkaç kişi doğru ve ötekilerden daha erken bilgi sahibi olacak olursa, ötekilerden daha erken bir menkul kıymeti satın alabilir veya satabilir. Böylece yeni bilgilerin yayımlanmasından sonra yeni bir fiyat değişimi olmaz (140).

Yatırımcıların herkese duyurulmuş bilgiye sahip olduğunu, yayımlanmış bir bilginin herkes tarafından aynı zamanda elde edildiğini kabul etmek zorundayız. Bazı durumlarda yasalar menkul

(138) A.g.k., s.166.

(139) Wallich, s.31.

(140) Badger-Torgerson-Guthmann, s.639.

kıymetleri borsada işlem gören şirketlere ait bilgilerin, yatırımcıların menkul kıymetleri değerlemeleri için hemen yayımlanarak duyurulmasını zorunlu tutar. Aynı zamanda menkul kıymet borsaları da kayıtlı şirketleri hemen ve doğru bilgiler vermeye zorunlu tutar. Bazı yazarlar, sadece birkaç menkul kıymeti analiz edilen şirkette çalışan kişi tarafından bilinen "iç bilgi" üzerinde önemle durur.

Fakat yine de bazı kişiler şirkette çalışmalarını veya şirketle iş ilişkileri olması nedeniyle, şirkette görülen günlük ve haftalık gelişmelerden herkesten önce ve ayrıntılı olarak bilgi sahibi olurlar. Bir hisse senedinin fiyatının, iyi bilgiler halka duyurulmadan kısa bir süre önce yükseldiği görülebilir. İyi veya kötü haberler önceden duyulacak olursa haberler herkes tarafından duyulduğunda bunun pazar fiyatı üzerinde etkisi çok az olacaktır (141). Tesadüfi seçim teorisinin geçerliğini koruması için bilginin herkes tarafından, aynı zamanda, aynı derecede ayrıntılı olarak elde edilmesi gerekmektedir.

3- BİLGİLER DOĞRU DEĞERLENİR

Yatırımcıların yeni bilgileri risk veya gelir tahminleri yaparken doğru olarak değerledikleri varsayımı belki de bütün varsayımlar arasında en çok kuşku ile karşılanması gerekenidir. Bazı yatırımcılar iyi haberler üzerine azalan fiyatlarla, kötü haberler üzerine artan fiyatlarla hisse senetleri satın alırlar. Bu, bazı yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarda bulunabileceğini gösterir.

Buna göre bazı yatırımcılar şirketler hakkındaki bilgilere dayanarak değil, geçmiş fiyatlar ve alım satım hacminin diyag-

(141) Sauvain, s.168.

ramlarına dayanarak satın alma veya satma kararı verirler. Bu, teknisyenlerin geçmiş bilgilere dayanan bir teoriye göre hareket etmeleri tesadüfi seçimin tam tersidir. Bu görüşü sanunalar hisse senedi fiyatlarının bir eğilime göre arttığını ileri sürmektedirler. Bu görüşü paylaşanlar hisse senedi fiyatlarının hiçbir kurala bağlı olmayarak, tesadüflere bağlı olarak arttığının kabul edilmesiyle menkul kıymetler alım-satımında para kazanmak için bir strateji gerektiğini öne sürmektedirler. Böyle bir strateji varsa fiyat değişimleri tesadüfi olamaz (142).

Bazı yatırımcıların bilgiyi değerlendirme yeteneklerinin zayıf veya hiç olmadığı görülür. Bunların herhangi bir yeni bilgi karşısındaki tepkileri tahmin edilemez. Bazı yatırımcılar yeni bilgi sağlamaz, çünkü bu tür bilgileri yayınlayacak yayın araçlarını tanımazlar.

Son olarak profesyonel analizcilerin aynı bilgiyi değişik yorumladığı söylenebilir. Bazıları bilgiyi değerler ve satın almaya karar verir, başka bir analizci aynı bilgiyi değerler ve satmaya karar verir (143).

4- TEPKİ ÇABUKTUR

Bu son varsayıma göre yatırımcılar yeni bilgiye hemen cevap vermektedirler. Böyle çabuk tepki gösteren cüzdan yöneticileri vardır. Fakat genellikle bilginin verilmesi ile buna tepki gösterme arasında bir zaman aralığı vardır. Yatırımcılar elde ettikleri bilgiyi değerlerler ve çoğu zaman, karar vermede zorlukla karşılaşılan konularda, yeni bilgiler toplamadan karar veremezler.

(142) Paul H. Cootnes, "Stock Prices: Random Vs. Systematic Changes" (Industrial Management Review, Spring, 1962), s.30.

(143) Sauvain, s.168.

Menkul kıymetlerin pazar fiyatı, yatırımcıların yeni bilgiye dayanarak doğru olarak tepki göstermelerini yansıtan, bir doğru üzerinde değilse, bir doğrunun altında veya üstünde oynar. Bu fiyat modelinin ortalama eğiliminden sapmalar vardır ve bunlar öteki hisse senetlerine göre ortalama gelir oranından daha iyi hisse senetleri seçmeye yarayacak temeli, menkul kıymet analizcisine sağlayabilir.

Ortalama bir yatırımcı cüzdanları tesadüfen seçme alışkanlığına sahip değildir. Tipik bir yatırımcı davranışlarını başarılı yatırım yöneticilerinin davranışlarına dayandıracak olursa olumlu sonuçlar alacak ve bu tesadüfi olmayan seçimlerle alınacak sonuçlar tesadüfi seçimlerden daha başarılı olacaktır.

Tesadüfi seçimin en zayıf yönü tutarlı, başarılı uygulamaları gösterememiş olmasıdır.

Buna göre pazarda analizcilere gerek vardır ve bunun için ödeme yapılmaya değer ve yatırım yöneticileri çok önemli ekonomik fonksiyonlar yerine getirmektedirler (144).

Finansal çevrelerde uzmanların, şirketlerin finansal durumlarını yeterli doğrulukla tahmin edebilecekleri görüşü kabul görmüştür. Bu nedenle uzmanların çalışmalarından yararlanmalı, hisse senedinden hisse senedine sıçramalar yapmamalıdır çünkü bu gereksiz bir davranıştır ve gereksiz giderlere yol açar. Yatırımcı kabul edebileceği bir riziko sınıfı seçmeli ve bu riziko sınıfındaki menkul kıymetler cüzdanını elde tutmalıdır (145).

Büyük finansal kurumlar finansal analizcilere büyük ölçüde gerek duyarlar çok sayıda analizci çalıştırırlar. Büyük ban-

(144) Renfret, "Investment Managers Are Worth Their Keep" (Financial Analysts Journal, March-April 1968), s.

(145) Wallich, s.32.

kalar da finansal analizcilerden oluşmuş bir bölüme gerek duyarlar. Sigorta şirketleri ve yatırım şirketlerinin finansal yönetimleri finansal analizcilerin çalışmalarına bağlıdır.

Kurum yatırımcılar, cüzdanlar için riski gözönünde tutarak, tesadüfi olarak seçilmiş menkul kıymetleri kabul etmezler ve mutlaka analizcilerin çalışmalarına gerek duyarlar (146).

Tesadüfi seçimi kabul etmeyenlere göre, hisse senedi fiyatları önceden görülebilir ve oldukça doğru olarak tahmin edilebilir modeller izlediklerinden tesadüfi seçim kabul edilmemelidir (147).

IV- CÜZDAN YÖNETİMİ

Bundan önceki bölümlerde incelediğimiz değerlendirme yöntemleri tek tek menkul kıymetleri ele alıyordu. Oysa bir menkul kıymetin fiyatı, pazardaki öteki menkul kıymetlerden yalıtılmış olarak, yalnız kendi risk derecesine dayanarak bulunamaz. Bundan başka menkul kıymet alıcıları pazardaki fiyatları kabul eden kişilerdir, yoksa fiyatları kendileri belirlemezler. Finansal analizcinin görevi menkul kıymetlerin gelir, risk ve öteki menkul kıymetlerin gelirleri ile kovaryansını tahmin etmektir. Buna göre menkul kıymet yöneticisine bir "satin al", "elinde tut" veya "sat" tavsiyesinde bulunulmaz, bunun yerine menkul kıymet gelirlerinin dağılım parametreleri sağlanır.

Menkul kıymet yöneticisi, kişiler tarafından istenen en düşük gelir oranını ve risk taşıma derecesini belirler, bu belirle-

(146) Badger-Torgerson-Guthmann, s.640.

(147) Robert A. Levy, "Random Walks: Reality or Myth" (Financial Analysts Journal, November-December 1967), s.76.

Fayda, fiziki bir doymanın ölçüsüdür. Orneğin ceza, cezalananın fayda derecesini azaltmak için uygulanır, ters fayda sağlar. Öte yandan tatlı, meyva yemek birçok kişi için faydayı artırır. Elma yemek üzüm yemekten daha zevk verici ise ve üzüm yemek ceza almaktan daha çok yeğ tutulacaksa bu durum sembollerle aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$F(\text{elma}) > F(\text{üzüm}) > F(\text{ceza})$$

A- Faydanın en yükseğe çıkarılması

Ekonomik analizde insanların en son hedeflerinin faydanın en yükseğe çıkarılması olduğu kabul edilir. İnsanlar kontrolleri altında olan ekonomik değişkenleri faydayı arttırmak için hareket ettirirler. Herkes belirli bir çabadan değişik derecede tatmin duyduğundan (bu faydadır) bütün insanlar faydayı arttırmak için çaba göstermelerine karşın davranışları farklı olmaktadır (148).

İnsanlar tükettikleri mallardan fayda sağlarlar. Sadece maddi mallardan değil aynı zamanda maddi olmayan tüketim malları ve hizmetlerden (film, eğitim, sigorta, kayak dersi) fayda sağlarlar. İnsanların kontrol edebildiği bu maddi ve maddi olmayan malların bir fiyatı vardır. Böylece bir kişi varlığını arttıracak olursa aynı zamanda tüketim fırsatlarını ve bu arada faydayı arttırmış olur. Bu, ekonomik analizlerde fayda fonksiyonunun neden aşağıdaki gibi olduğunu açıklar.

$$F = f(V)$$

Burada F = kişinin sağladığı faydayı

V = kişinin varlığı veya tüketim fırsatlarını göstermektedir.

B- Beklenen fayda, beklenen gelir ve risk

Belirsiz bir ortamda yatırımcılar önceden hangi yatırımın en yüksek verimi getireceğini bilmezler. Bunun gibi bir ortamda yatırımcılar yalnız beklenen faydalarını arttırabilirler. Beklenen fayda beklenen gelir ve risk tarafından belirlenir.

$$\begin{aligned} B(F) &= f\{ B(r), \text{risk} \} \\ &= f B(r), \sigma \end{aligned}$$

$B(F)$ beklenen fayda, $B(r)$ beklenen gelirdir, risk gelirlerdeki değişkenlik olarak tanımlanır ve gelirlerin standart sapması ile ölçülür (σ ile gösterilir) ve f ise matematik bir fonksiyondur. Beklenen gelirdeki bir artış, risk de beraber artmazsa, yatırımcının beklenen faydasını arttıracak veya riskde bir azalış, beklenen geliri aynı zamanda düşmüyorsa beklenen faydayı arttıracaktır (149).

Riskin gelirlerin değişkenliğine bağlı olduğu varsayılır. Risk gelirlerin standart sapması ile ölçülür. Burada σ risk ile eşanlımlı kullanılmaktadır. Aşağıdaki eşitlik beklenen gelir oranından i 'nci menkul kıymetin gelirlerinin standart sapmasını hesaplamak için kullanılan formülü göstermektedir.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{t=1}^T P_t \{r_i^t - B(r_i)\}^2}$$

Riskli yatırım seçeneklerinin fayda analizi yapılmadan önce yatırım analizcisine sonuçların ihtimal dağılımları ve fayda fonksiyonu verilmelidir, böylece analizci her menkul kıymet için

beklenen faydayı bulabilir. Örneğin teklif edilen yatırımlar arasında seçim yaparken gelirlerin ihtimal dağılımı mümkün yatırım sonuçlarını ve bunların ihtimallerini gösterir. Bir fayda fonksiyonu yatırımın kazanması istenen beklenir gelir oranının faydasını gösterir. Fayda fonksiyonu ve ihtimal dağılımı bilinirse fayda analizleri yapılabilir.

Rakamlı örnek:

Seçim için üç seçenek olduğunu varsayalım. Bunlar, A, B ve C yatırımları ve bunların aşağıdaki tablodaki gelirlerinin ihtimal dağılımlarıdır. Üç yatırımcının beklenen gelir ve risk ölçüleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (150).

$$\begin{aligned} \text{A yatırımı için} \quad B(r_A) &= \sum_{i=1}^2 P_i B(r_i) \\ &= \frac{1}{2} (-0,03) + \frac{1}{2} (0,09) \\ &= 0,03 \\ &= \% 3 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{B yatırımı için} \quad B(r_B) &= \frac{1}{2} (0) + \frac{1}{2} (0,06) \\ &= 0,03 \\ &= \% 3 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{C yatırımı için} \quad B(r_C) &= 1(0,03) \\ &= 0,03 \\ &= \% 3 \end{aligned}$$

(150) Jack Clark Francis-Stephen H.Archer, Portfolio Analysis (Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1971), s.199.

A yatırımı için

$$\begin{aligned}\sigma_A &= \sqrt{\sum P_i \{ r_i - B(r) \}^2} \\ &= \sqrt{\frac{1}{2} (-0,03-0,03)^2 + \frac{1}{2} (0,09-0,03)^2} \\ &= \sqrt{0,0036} \\ &= 0,06 \\ &= \% 6\end{aligned}$$

B yatırımı için

$$\begin{aligned}\sigma_B &= \sqrt{\frac{1}{2} (0-0,03)^2 + \frac{1}{2} (0,06-0,03)^2} \\ &= \sqrt{\frac{1}{2} (0,0009) + \frac{1}{2} (0,0009)} \\ &= 0,03 \\ &= \% 3\end{aligned}$$

C yatırımı için

$$\begin{aligned}\sigma_C &= \sqrt{1(0,03-0,03)^2} \\ &= 0\end{aligned}$$

Aşağıdaki şekiller riskden kaçan, risk karşısında kayıtsız ve risk arayan birer yatırımcının fayda fonksiyonlarıdır. A, B ve C yatırımları hep % 3 beklenen geliri gösterdiğinden üç yatırımcının üç yatırımı için değişik bir sıralama yapacağı açıktır, çünkü risk karşısında tutumları değişiktir (151).

Üç yatırımcının gelirlerinin ihtimal dağılımı

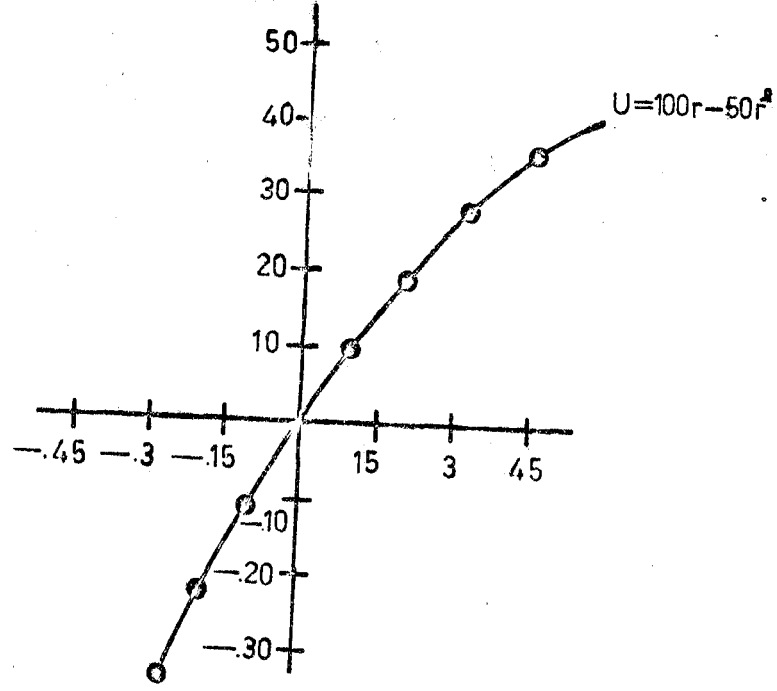
Yatırım	Yatırım sonuçları ve ihtimalleri						Yatırım karakteristikleri		
	Sonuçlar	-%3	0	%3	%6	%9	p=1	B(r)	σ
A	İhtimaller	0,5		+		0,5 = 1,0		$B(r_A) = \%3$	$\sigma_A = \%6$
B			0,5	+	0,5	= 1,0		$B(r_B) = \%3$	$\sigma_B = \%3$
C					1,0			$B(r_C) = \%3$	$\sigma_C = 0$

Riskden kaçan yatırımcının A, B ve C yatırımlarından sağlayacağı fayda aşağıdaki gibidir.

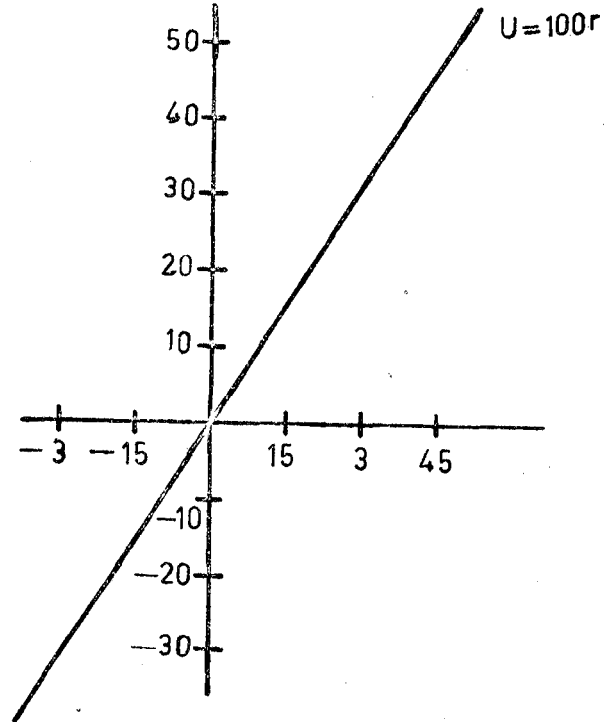
$$\begin{aligned}
 B \{ F(A) \} &= \sum_{i=1}^2 P_i F(r_i) \\
 &= \frac{1}{2} \{ F(-0,03) \} + \frac{1}{2} \{ F(0,09) \} \\
 &= \frac{1}{2} (-3,045) + \frac{1}{2} (8,595) \\
 &= 2,785
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 B \{ F(B) \} &= \frac{1}{2} \{ F(0) \} + \frac{1}{2} \{ F(0,06) \} \\
 &= 0 + \frac{1}{2} (5,82) \\
 &= 2,91
 \end{aligned}$$

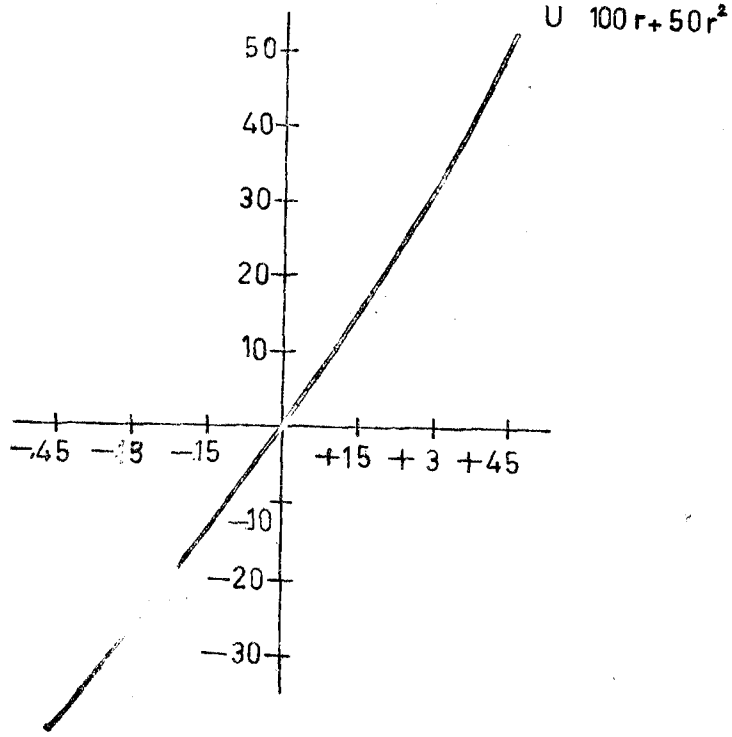
$$\begin{aligned}
 B \{ F(C) \} &= 1 \{ F(0,03) \} \\
 &= 1(2,955) \\
 &= 2,955
 \end{aligned}$$



Şekil 1-10: Riskten kaçan yatırımcının gelirlerden sağladığı fayda fonksiyonu



Şekil 1-11: Risk karşısında kayıtsız yatırımcının doğrusal gelirlerden sağladığı fayda fonksiyonu



Şekil 1-12: Risk arayan yatırımcının gelirlerden sağladığı fayda fonksiyonu

Riskden kaçan için gelirlerin değişkenliği en düşük olan C yatırımı en doyurucudur.

Risk karşısında kayıtsız yatırımcının üç yatırımdan beklediği fayda aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\begin{aligned} B \{F(A)\} &= \frac{1}{2} \{F(-0,03)\} + \frac{1}{2} \{F(0,09)\} \\ &= \frac{1}{2} (-3) + \frac{1}{2} (9) \\ &= 3 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} B\{F(B)\} &= \frac{1}{2}\{F(0)\} + \frac{1}{2}\{F(0,06)\} \\ &= 0 + \frac{1}{2}(6) \\ &= 3 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} B\{F(C)\} &= 1\{F(0,03)\} \\ &= 1(3) \\ &= 3 \end{aligned}$$

A, B ve C yatırımları yalnız riskleri bakımından farklıdır, riske karşı kayıtsız her üçünden aynı faydayı sağlar. Formülle gösterilmek gerekirse, riske karşı kayıtsız yatırımcı için;

$$B\{F(A)\} = B\{F(B)\} = B\{F(C)\} \text{ dir.}$$

Risk arayan yatırımcının fayda hesaplamaları aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned} B\{F(A)\} &= \frac{1}{2}\{F(-0,03)\} + \frac{1}{2}\{F(0,09)\} \\ &= \frac{1}{2}(-2,055) + \frac{1}{2}(9,045) \\ &= 3,225 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} B\{F(B)\} &= \frac{1}{2}\{F(0)\} + \frac{1}{2}\{F(0,06)\} \\ &= 0 + \frac{1}{2}(6,18) \\ &= 3,09 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} B\{F(C)\} &= 1\{F(0,03)\} \\ &= 1(3,045) \\ &= 3,045 \end{aligned}$$

Risk arayan A yatırımında olduğu gibi, gelirlerin büyük değişmeler göstermesini ister.

Üç yatırımcının beklenen faydaları aşağıdaki tablo da özetlenmiştir.

Riskli yatırımlar için değişik yatırım tercihleri

	A Yatırımı-en riskli	B Yatırımı	C Yatırımı en az riskli
Yatırımcı	$B(r_A)=\%3, \sigma_A=\%6$	$B(r_B)=\%3, \sigma_B=\%3$	$B(r_C)=\%3, \sigma_C=0$
Riskden kaçan	$BF(A) = 2,785$	$BF(B) = 2,91$	$BF(C) = 2,955$
Risk karşısında kayıtsız	$BF(A) = 3$	$BF(B) = 3$	$BF(C) = 3$
Risk arayan	$BF(A) = 3,225$	$BF(B) = 3,09$	$BF(C) = 3,045$

A, B ve C yatırımlarının üçünün de beklenen geliri % 3'dür. Bunların yalnız gelirlerinin değişkenliği farklıdır. Beklenen faydaları düşük olduğu için riskden kaçan yatırımcılar tarafından A ve B yatırımları seçilmez. Risk arayan yatırımcının A ve B yatırımlarında gördüğü büyük beklenen fayda bu yatırımcının risk tercihini gösterir. Böylece iki parametre, gelirlerin ortalaması ve varyansı, beklenen faydada yansıtılmış olur. Bütün durumlarda beklenen fayda, $B(r)$ ve σ nin etkilerini ölçer. Formülle göstermek gerekirse $B(F) = f \{B(r), \sigma\}$.

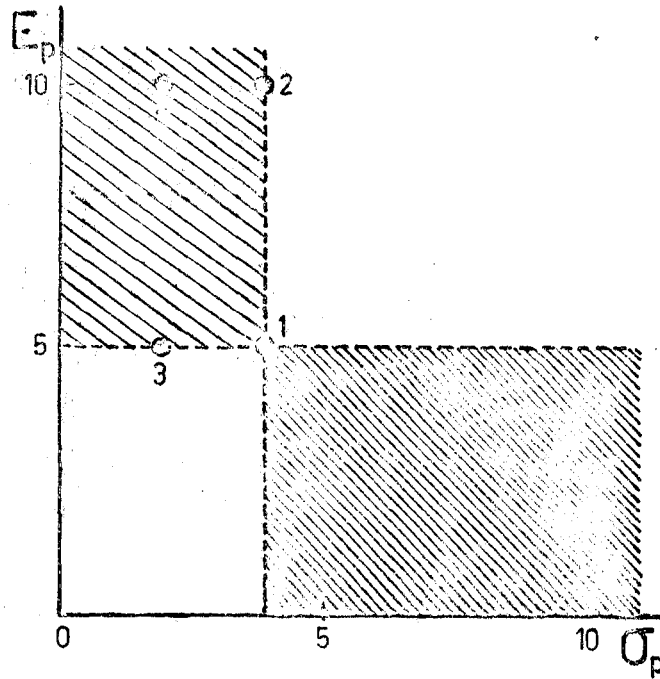
İncelediğimiz rakamlı örnek, $B(r)$ ve σ nin bir yatırımcının beklenen faydasını nasıl arttırdığını gösterir. Şimdi, rasyonel, riskden kaçan, varlığını arttırmayı amaç edinen yatırım-

cının herhangi bir beklenen gelir düzeyinde riski en aza indirerek belirsizlik halinde beklenen faydasını nasıl arttırdığını görelim.

Riskten kaçan ve varlığını arttırmayı amaç edinen yatırımcının herhangi bir gelir düzeyinde riski nasıl en aza indirdiğini görelim.

Aşağıdaki şekil dört cüzdan için gelir oranlarını vermektedir. Bunların r ve σ değerleri şekil üzerinde görülmektedir. Yatırımcının tercihlerine göre

cüzdan 2 cüzdan 1'den üstündür.
cüzdan 3 " 1'den "
Cüzdan 4 " 1'den "



Şekil 1-14: Grafik üzerinde herhangi bir cüzdanın gösterilmesi

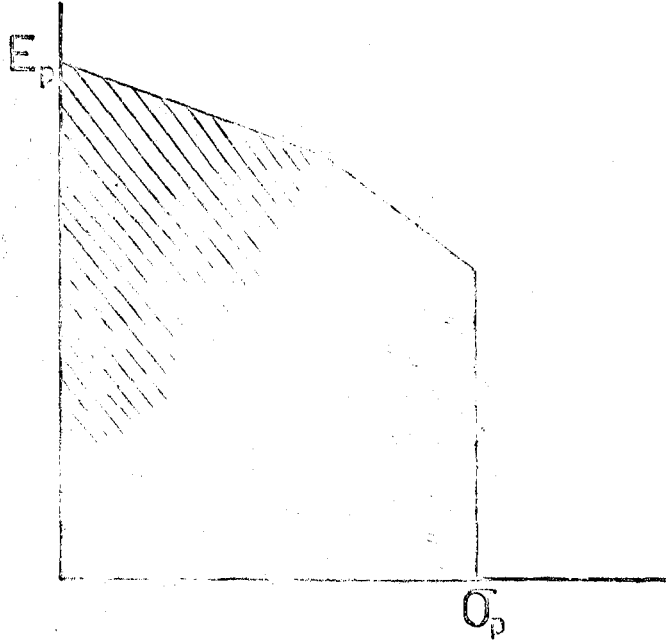
Grafik olarak herhangi bir yatırımcı için kanallar gösterilecek olursa:

Kuzeybatıya doğru giden noktalarla gösterilen cüzdanlar iyidir.

Güneydoğuya giden noktalarla gösterilen cüzdanlar kötüdür.

Yukarıdaki şekilde açık renkli taranmış bölgedeki cüzdanlar 1'nci cüzdandan iyidir, fakat cüzdan 1 koyu taranmış bölgedeki noktalardan üstündür (152).

Belirli bir yatırımcının düşünceleri farksızlık eğrileri grubu ile gösterilir. Aşağıdaki şekili ele alalım. Açık taranmış bölge bay T'nin cüzdan 1'e yeğ tuttuğu cüzdanları gösteren bütün noktaları kapsamaktadır. Koyu taranmış bölge cüzdan 1'e göre yeğ tutmadığı cüzdanları gösteren noktaları kapsamaktadır.



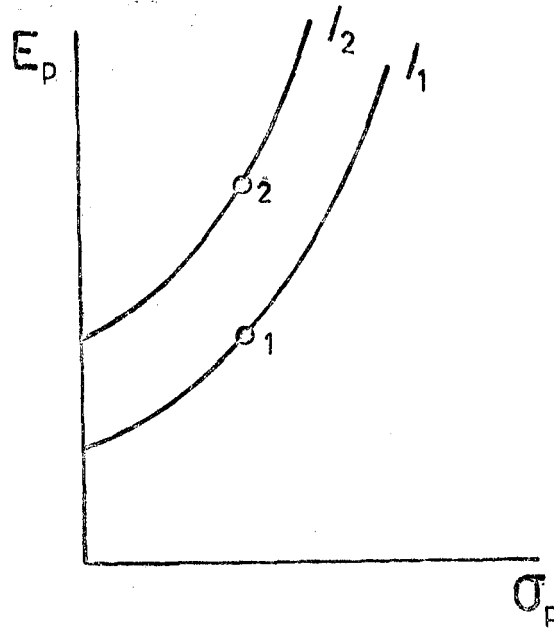
Şekil 1-15: Bir yatırımcının görüşünü yansıtan farksızlık eğrisi

Bölgeleri ayıran eğri cüzdan 1'e eşit olarak kabul ettiği bütün noktaları kapsamaktadır, bunlar arasında bir seçim yapamamaktadır, seçim konusunda bir tercihi yoktur.

(152) Sharpe, s.27.

r istenildiği ve σ istenilmediği sürece bütün farksızlık eğrileri yukarı doğrudur. r ve σ arttıkça eğriler daha dik hale gelir.

Bu şekildeki farksızlık eğrisi bay T'nin düşüncelerinden bazılarını kapsar. Fakat çok değişik durumlarda seçimini nasıl yaptığını göstermek için daha çok eğriye gerek vardır. Aşağıdaki şekil, yukarıdaki şekildeki eğriyi I_1 olarak tekrar göstermektedir. Buna ek olarak cüzdan 2'den başlayan bir eğri çıkarılmıştır.

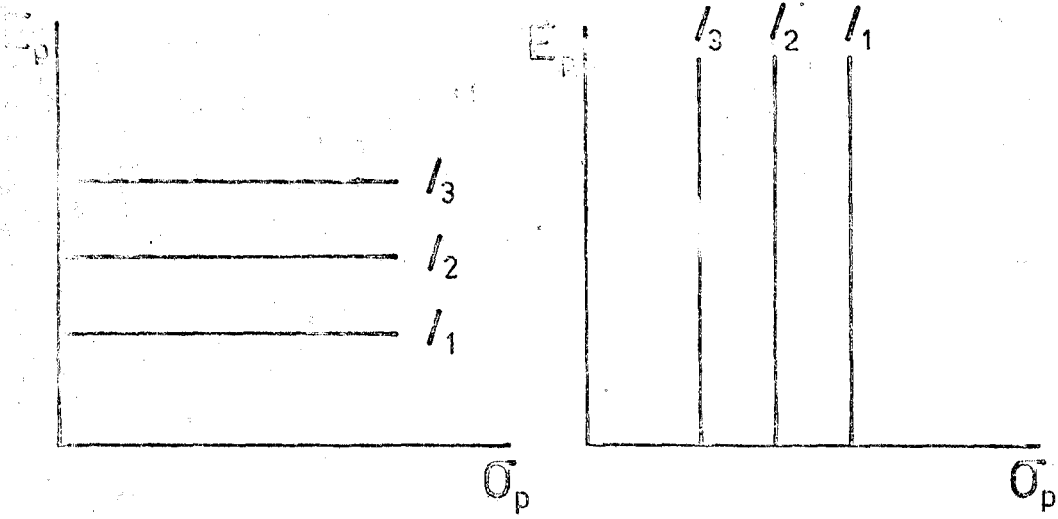


Şekil 1-16: Birden çok farksızlık eğrisi üzerinde cüzdanlar
Cüzdan 2 cüzdan 1'e yeğ tutulduğundan I_2 üzerindeki her nokta I_1 üzerindeki her noktaya yeğ tutulmalıdır. Farksızlık eğrileri birbirlerini kesmemelidir.

Farksızlık eğrilerinin sayısı hemen hemen sonsuzdur. Grafiklerde sadece seçilmiş birkaçı gösterilmektedir. Bunlar tercih sırasına göre sıralanmıştır. Böylece I_2 üzerindeki noktalar

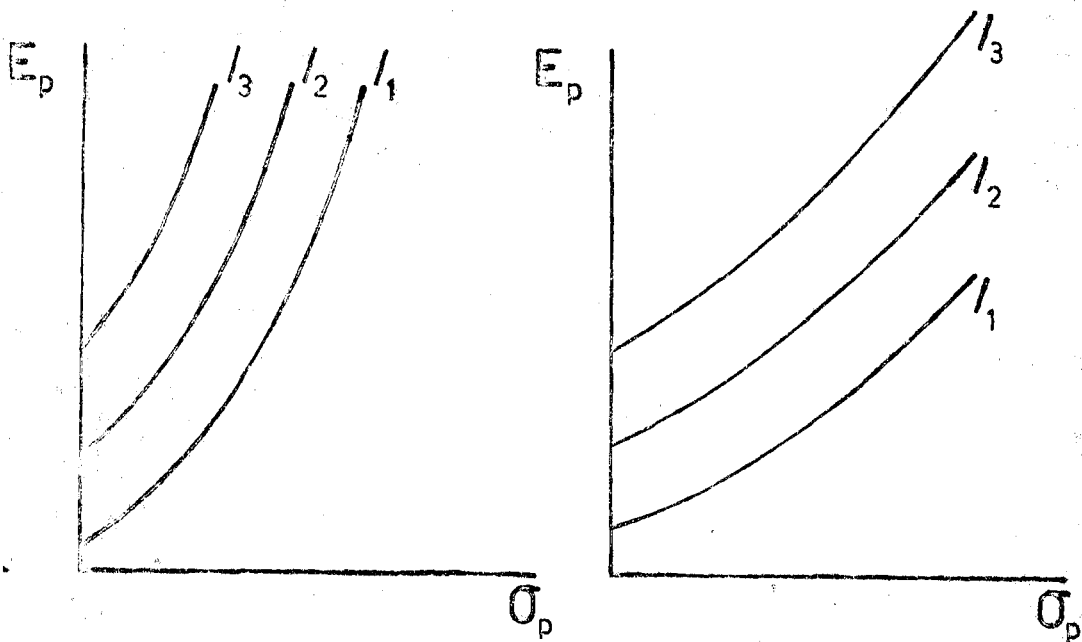
I_1 üzerindeki, I_3 üzerindeki I_2 üzerindekiye yeğ tutulur.

Bir farksızlık eğrileri serisi bir kişinin tercihlerini özetler. Aşağıdaki şekil iki uç durumu göstermektedir.



Şekil 1-17: Bay Korkmaz ve Bay Çekingen'in farksızlık eğrileri

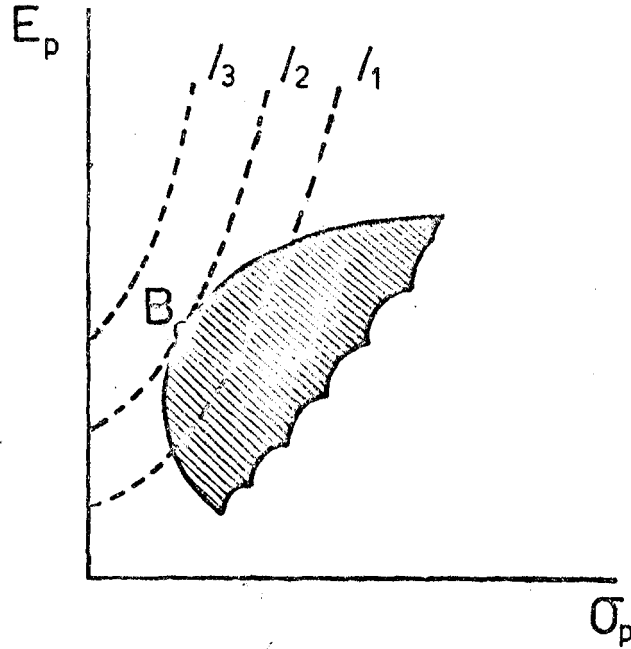
Bay Korkmaz riskden kaçmaktadır. Bay Çekingen ise risk dışında hiçbirşeyden korkmamaktadır. Aşağıdaki şekil daha sık görülen



Şekil 1-18: Bay B ve Bay F'nin farksızlık eğrileri.

durumları yansıtmaktadır. Bay B daha tutucu, daha büyük belirsizliklere (σ) katlanmak için (E_p) de önemli artışlar beklemektedir. Bay F ise daha maceraperesttir. Her ikisinde belirsizliği sevmemekte fakat bay B, (r 'yi tercihine oranla) daha az sevmektedir.

Tercihleri şekilde farksızlık eğrilerinde gösterilmiş olan bay Z'yi ele alalım. Birçok cüzdandan meydana getirme olanağına sahiptir. Bunların r ve σ değerleri şekilde birçok nokta grubu ile gösterilmiştir.

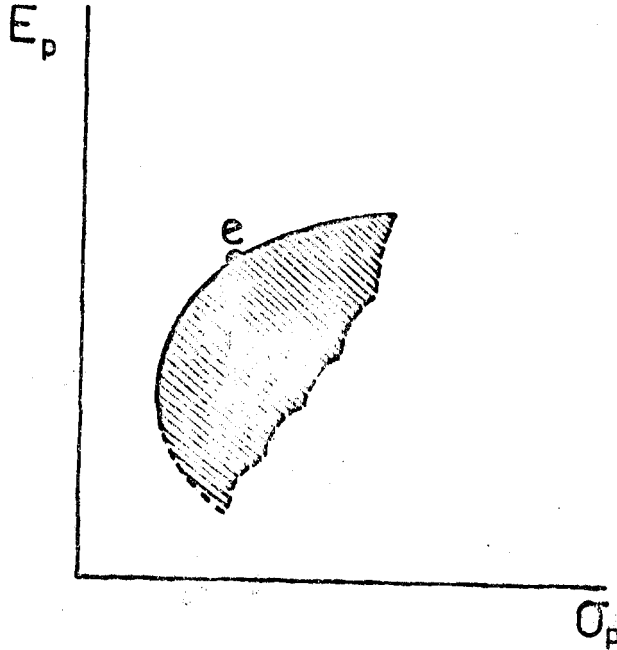


Şekil 1-19: Bay Z'nin cüzdandan seçimi

Bu noktalar taranmış bölgeyi tamamiyle dolduracaktır. Bay Z hangisini tercih edecektir? Kuşkusuz B ile gösterilmiş olanını tercih edecektir.

Cüzdandan analizcisi normal olarak bir yatırımcı için en iyi olan cüzdanı seçemez. Fakat bazı ihtimalleri reddedebilir. Özellikle bölgenin üst sınırındaki bir nokta ile gösterilmeyen bir

cüzdan reddedebilir (153). Bu aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 1-20: Etkin ve etkin olmayan cüzdanlar

e cüzdanı i cüzdanından iyidir, çünkü r daha büyük fakat σ aynıdır. Cüzdan e'ye etkin bir cüzdan, cüzdan i'ye etkin olmayan bir cüzdan denilmektedir.

Mümkün r_2 σ bileşimlerinin üst sınırı etkin sınır olarak bilinir. r, değerleri sınırdaki olan cüzdanlar etkin cüzdanlar serisini meydana getirir (154).

2- RİSK VE GELİR GÖZÖNÜNDE TUTULARAK YATIRIMLARIN SEÇİMİ

Yatırımcının fayda fonksiyonu biliniyorsa, yatırımcının yatırımın beklenen gelir ve riskini gözönünde tutarak seçimini nasıl yapacağını gördük. Aşağıda bir yatırımcının yalnız beklenen gelir ve risk bakımından yatırımı nasıl yaptığını göreceğiz.

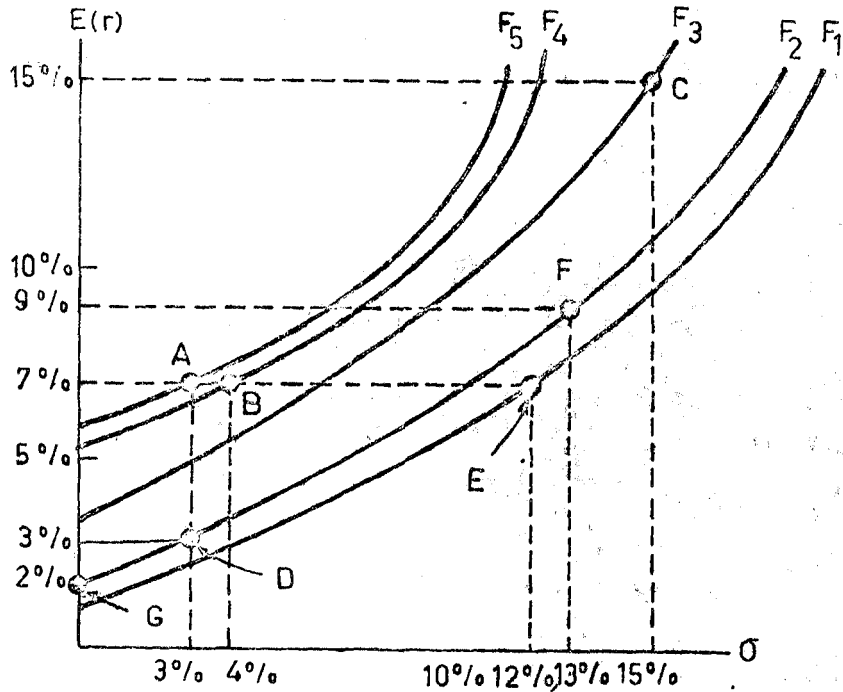
(153) Sharpe, s.32.

(154) Jan Mossin, Theory of Financial Markets (Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1973), s.44-45.

Aşağıdaki tablo 7 hayali şirketin risk ve gelirini göstermektedir.

<u>Şirket</u>	<u>Beklenen gelir B(r), %</u>	<u>Risk, σ, %</u>
A	7	3
B	7	4
C	15	15
D	3	3
E	7	12
F	9	13
G	2	0

Aşağıdaki şekil, riskten kaçan yatırımcıların tercihini gösteren bir fayda grafiğidir. Bu farksızlık grafiğinde yatırımcının faydası her eğriye paraleldir. Bu eğriler farksızlık eğri-leridir. Grafiğe risk-gelir alanında farksızlık haritası denir.



Şekil 1-21: Risk-gelir alanında fırsatlar ve tercihler

F, G ve D yatırımları aynı farksızlık eğrisinde olduklarından (bu eğri F_2 'dir) yatırımcı bunlardan eşit fayda sağlar (fakat beklenen gelirleri ve riskleri önemli ölçüde farklıdır).

Riskten kaçan için sonsuz sayıda farksızlık eğrisi bulunabilir, fakat hepsi şekil olarak aynı olacak ve aşağıdaki özellikleri taşıyacaktır:

- 1) Yüksek farksızlık eğrileri yatırımcılar için daha doyurucudur. Formülle göstermek gerekirse, $F_5 > F_4 > F_3 > F_2 > F_1$ çünkü yatırımcı yüksek beklenen gelir ister ve yüksek risk istemez.
- 2) Bütün farksızlık eğrileri aşağıdan yukarıya doğrudur. Bunun nedeni yatırımcının yüksek risk kabul etmesi için yüksek gelir istemesidir.
- 3) Farksızlık eğrileri yüksek düzeydeki risklerde daha dik olarak yükselir. Bu, yatırımcının yüksek gelir sağladıkça risk kabul etmede daha isteksiz davranmasının sonucudur.

Yukarıdaki şekle göre, yatırımcı A yatırımını yeğ tutar çünkü A, başka herhangi bir yatırımının farksızlık eğrisi üzerindedir. Gerçekten şekilde de $F(A) > F(B) > F(C) > F(G) = F(F) = F(D) > F(E)$ (155).

3- DEĞİŞİK YATIRIM TERCİHLERİ

Kişilerin otomobilleri, elbiseleri, yatırım tercihleri, bu tercihleri yapacak kişilerin yaş, sosyo-ekonomik durumları ve kişiliklerine bağlı olarak büyük değişiklikler gösterir.

A- Kişilerin yatırım tercihleri

Kişilerin yatırım seçimleri büyük ölçüde yaşları ve sosyo-ekonomik durumları tarafından belirlenir. Bir örnek olarak iki hayali karakter alalım. Bunlardan A hanım, yaşlı bir duldur. Emekli sandığından aldığı emekli maaşı ve küçük bir menkul kıymet cüzdanının geliri ile yaşamını sürdürmektedir. Cüzdanın değerindeki düşüşlerden büyük bir telaşa kapılmakta fakat cüzdanını tek başına nasıl yöneteceğini ve pek tabii olarak kendisinin daha kaç yıl yaşayacağını bilmemektedir. Küçük varlığını korumak için yalnız cüzdandan sağladığı geliri harcamakta, ana varlığa dokunmamaktadır.

Diğer taraftan, Dr. B., A hanımın tersine atılğan bir gençtir ve kendisini parlak bir gelecek beklemektedir. Dr.B.'nin geliri oldukça rahat bir yaşam sağlayacak düzeydedir ve çok çalışırsa zamanla yükselmesi beklenir. Bu kişinin geleceği finansal yönden oldukça güven altındadır.

Dr.B., A hanımdan değişik bir yatırım tercihinine sahiptir. Büyük gelirler sağlamak için büyük risklere girmekten çekinmemektedir. Riskli yatırımlardan zarara uğrayacak olursa ailesi bundan zarar görmeyecek, sadece emeklilikten önce birkaç yıl fazla çalışması veya bazı lükslerden vazgeçmesi gerekecektir. Fakat Dr.B. herşeyi umursamaz bir kişi değildir. Riski sevmemekte ve riske yalnız yüksek gelirler sağlanacağına inanırsa katlanmaktadır. Böylece A hanım ve Dr.B. her ikisi de riskten kaçmaktadır fakat A hanım riskten daha çok kaçmaktadır.

B- Kurumların yatırım tercihleri

Kurumların yatırım tercihleri de kişilerin yatırım tercihlerinden pek farklı değildir. Çünkü, bankaların sahip ol-

dukları varlıklar mevduat sahiplerinden toplanan fonlarla sağlanmıştır. Sigorta şirketlerinin yatırımları poliçe sahiplerinin ödedikleri primlerle finanse edilmiştir, bu nedenle katlanılacak risk sınırlı olmalıdır. Yatırım şirketlerinin tercihleri biraz daha değişiktir ve konusunda biraz daha cesaretle davranabilmektedirler (156).

Yukarıda açıklanmaya çalışılan tercih konusunda en büyük zorluk riskin derecesinin seçiminde ortaya çıkmaktadır. Yanlış bir düşünce ile bir cüzdanın riskinin menkul kıymetlerin ağırlıklı ortalamalarına eşit olduğu sanılmaktadır. Aşağıda görüleceği gibi bu doğru değildir. Yukarıdaki tercih konusunda bir başka yanlış inanış, "iç düzenleme" diyebileceğimiz bir uygulama ile "biraz ondan, biraz bundan" alınmakla etkin bir cüzdan meydana getirilebileceğidir.

4- ÇEŞİTLENDİRME

Menkul kıymetlerde çeşitlendirmenin (diversification) temelinde yatan düşünce kazanç ve kayıpları ortalamaya çalışmaktır. Çeşitlendirmeye gitmekle menkul kıymet cüzdanımızın beklenen gelir ve riskini istediğimiz düzeyde tutmuş oluruz. Çeşitlendirmeye gidenler açıkca olmamakla birlikte, bazı menkul kıymetlerden çok iyi, bazılarında orta derecede ve bazılarında ise kötü sonuçlar alınacağını peşin olarak kabul etmiş olmaktadır. Çeşitlendirmiş cüzdandan alınacak sonuçlar, cüzdandaki menkul kıymetlerin ortalama kalitede olanlarının ortalama sonuçlarından daha iyi olamaz. Başka bir deyişle düşük kaliteli menkul kıymetler arasında bir çeşitlendirmeye gidecek olursak düşük kaliteli menkul kıymetlerin ortalama bir sonucunu elde

ederiz. Çok yüksek kaliteli menkul kıymetler arasında bir çeşitlendirmeye gidecek olursak bu yüksek kaliteli menkul kıymetlerin ortalama sonuçlarından daha iyi bir sonuç almamız beklenmez (157).

Çeşitlendirmenin iki türlü yapılma olanağı vardır. Bunlar yalın çeşitlendirme ve endüstrilere göre çeşitlendirmedir.

A- Yalın çeşitlendirme

Yalın çeşitlendirme riski dağıtma için kullanılır. Yalın çeşitlendirmeye göre, değişik 200 menkul kıymetten meydana gelmiş bir cüzdandan, sadece 20 değişik menkul kıymetten meydana gelmiş cüzdandan 10 kez daha çok çeşitlendirilmiştir. Bunun mutlaka doğru olması gerekmez. Yalın çeşitlendirmenin, riski bir miktar azaltması beklenir. Yalın olarak çeşitlendirilmiş cüzdana katılmış menkul kıymetlerin sayısı 10 veya 15'e yükselirse, cüzdanın riski genellikle riskin pazardaki sistematik düzeyine iner. Cüzdandaki menkul kıymetler, tesadüfen seçilmiş 15'den çok menkul kıymeti geçerse, ek menkul kıymetler olarak riskte azaltma yapma olanağı yoktur.

Yapılan çalışmalar, zaman içinde gelir oranlarının varyansı ile ölçülen menkul kıymetlerin toplam riskinin, yaklaşık olarak eşit büyüklükte iki parçaya ayrılabilceğini göstermiştir. Sistematiik ve sistematiik olmayan riskin büyüklüğü menkul kıymetten menkul kıymete ve endüstriden endüstriye değişir.

Yalın çeşitlendirme toplam riskin sistematiik olmayan kısmını, 15 menkul kıymet ilave edilecek olursa, sifıra kadar azaltabilir çünkü sistematiik olmayan riskin (tanım gereğince) pazarla ilişkisi yoktur. Böylece değişik şirketlerin gelir oranla-

rındaki sistematik olmayan değişirlik pazarın ortalama değerinden bağımsızdır ve bu nedenle bir cüzdanda bir araya geldiklerinde sıfıra yaklaşırlar. 15'den çok menkul kıymetin ilave edilmesinin sistematik olmayan riski azaltması veya arttırması beklenemez (158).

B- Endüstrilere göre çeşitlendirme

Birçok yatırım analizcisi menkul kıymetlerin seçiminde bunların birbiriyle ilgisi olmayan değişik endüstrilerden olmasına özen gösterir. Bu öğütü tutmak bütün menkul kıymetleri tek bir endüstriden seçmekten daha iyidir, fakat değişik endüstrilerden seçim yapmanın menkul kıymetlerin tesadüfen seçimden daha iyi sonuç vermesi beklenemez. Bunların herbiri yalın çeşitlendirmedir.

Değişik endüstrilerdeki menkul kıymetlerin gelir oranları üzerindeki çalışmalar hemen bütün endüstrilerin birbiriyle oldukça bağlı olduğunu göstermiştir.

Yalın çeşitlendirme riski pazardaki sistematik düzeye indirir. Bununla birlikte cüzdandan yöneticileri menkul kıymetlerini çok değişik menkul kıymetlere dağıtmamalıdır. Cüzdandan için 10 veya 15 değişik menkul kıymet seçilecek olursa yalın çeşitlendirmeden büyük fayda sağlanır. Cüzdandaki menkul kıymetlerin bundan çok çeşitlendirilmesi aşırı çeşitlendirme olur ve bundan sakınılmalıdır. Aşırı çeşitlendirme çoğu kez aşağıdaki zayıf cüzdandan yönetimi uygulamasına yol açar.

- 1) İyi bir cüzdandan yönetimi olanaksızdır. Cüzdandan düzünelerle menkul kıymeti içeriyorsa cüzdandan yöneticileri bütün

menkul kıymetlerin durumlarından her zaman haberdar olamaz.

- 2) Yüksek araştırma giderleri. Seçilecek menkul kıymetlerin sayısının artması araştırmayı pahalılaştırır.
- 3) Yüksek komisyon. Küçük miktarlarda hisse senedinin sık sık satın alınması büyük miktarlarda fakat daha seyrek satın alınmasından çok komisyon ödenmesini gerektirir.
- 4) İyi sonuç vermeyecek menkul kıymetlerin alınması. Satın almadan önce sayısız değişik varlığın araştırılması en sonunda taşınan riski karşılayamayacak gelir oranına sahip menkul kıymetlerin satın alınması ile sonuçlanabilir.

Aşırı çeşitlendirilmiş bir cüzdanı yönetmek için çok para gerekmesine karşın, cüzdandan alınacak sonuçlarda aynı ölçüde bir gelişme olmaz.

Böylece aşırı çeşitlendirme cüzdan sahiplerinin net gelirini düşürür. İyi sonuçlar almak için cüzdan dikkatlice seçilmiş ve yakından izlenen 10-15 menkul kıymetten meydana gelmelidir.

C- Markowitz'ni çeşitlendirmesi.

Markowitz'in çeşitlendirmesi, herhangi bir cüzdanın gelirini feda etmeksizin cüzdan riskini azaltmak için aralarında tam olmayan olumlu ilişki olan (less than perfectly positively correlated) menkul kıymetlerin bir cüzdanda toplanması olarak bilinir. Markowitz çeşitlendirmesi riski sistematik düzeyin altına düşürebilir fakat yalın çeşitlendirme düşüremez. Markowitz çeşitlendirmesi yalın çeşitlendirmeden daha analitiktir ve menkul kıymetlerin korrelasyon veya kovaryanslarını gözönünde tutar.

Menkul kıymetler arasında korrelasyon azaldıkça riskde azalır (159).

Bir menkul kıymet cüzdanının beklenen geliri, cüzdandaki menkul kıymetlerin beklenen gelirlerinin ağırlıklı ortalamasına eşittir.

- μ = cüzdanın beklenen geliri
 α = i'nci menkul kıymetin cüzdan içindeki payı
 μ_i = i'nci menkul kıymetin beklenen geliri
 n = cüzdandaki menkul kıymetlerin sayısı

ise;

$$\mu = \sum_{i=1}^n \alpha_i \mu_i$$

olur.

Buna göre yüzde 10 beklenen geliri olan ve cüzdanın yüzde 50'sini meydana getiren bir menkul kıymet ile yüzde 20 beklenen geliri olan ve geriye kalan yüzde 50'sini meydana getiren iki menkul kıymetten oluşan bir cüzdanın beklenen geliri $\{(0,50)(\%10) + (0,50)(\%20)\} = \%15$ 'dir. Dikkat edilirse görüleceği gibi hesaplamalarda risk yoktur, yukarıdaki örnekte iki menkul kıymetin standart sapmasına bakılmaksızın $\mu = \%15$ olarak bulunmuştur.

Korrelasyonun risk üzerinde etkili olması nedeniyle cüzdanın standart sapması beklenen değer gibi kolaylıkla hesaplanamaz.

C_{ij} = i ve j menkul kıymetlerinin gelirleri arasındaki kovaryans = i ve j menkul kıymetleri gelirlerinin korrelasyon kat sayısının r_{ij} olduğu durumda $r_{ij}r_i r_j$

σ = cüzdan gelirlerinin standart sapması

ise;

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \alpha_i \alpha_j C_{ij}}$$

veya

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \alpha_i \alpha_j \sigma_i \sigma_j r_{ij}}$$

olur.

Şimdi iki menkul kıymetli bir cüzdanı ele alalım. Beklenen gelir şöyle bulunacaktır ($n=2$) :

$$\mu = \alpha_1 \mu_1 + \alpha_2 \mu_2$$

Standart sapma ise şöyle bulunacaktır:

$$\sigma = \sqrt{\alpha_1^2 \sigma_1^2 + 2 \alpha_1 \alpha_2 \sigma_1 \sigma_2 r_{12} + \alpha_2^2 \sigma_2^2}$$

Her iki menkul kıymetin riskli olduğunu varsayarak cüzdanın riskini belirlemede r_{12} 'nin önemini inceleyelim. Aşağıdaki verilere sahip olduğumuzu varsayalım:

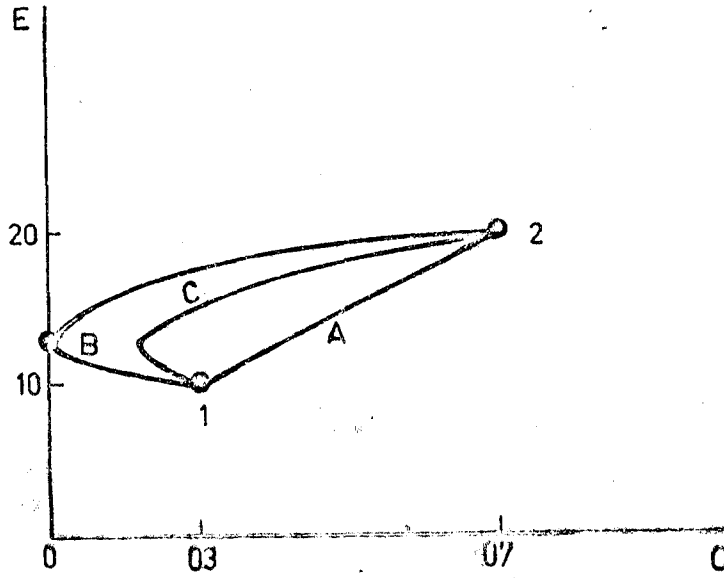
<u>Menkul kıymet</u>	<u>μ_i</u>	<u>σ_i</u>
1	% 10	% 3
2	% 20	% 7

A olayı: $r_{12} = +1.00$ Bu durumda;

$$\sigma = \sqrt{(\alpha_1^2 \sigma_1^2) + 2(\alpha_1 \sigma_1)(\alpha_2 \sigma_2) + (\alpha_2^2 \sigma_2^2)}$$

Cebirsel bir işlem olarak $(a+b)^2 = a^2 + 2ab + b^2$ biçiminde yazılabilir. Böylece $\sigma = (\alpha_1 \sigma_1) + (\alpha_2 \sigma_2)$ dir ve risk ve

gelir (σ, μ) alanında doğrusal olarak artmaktadır. Böyle bir olay aşağıda grafikde A ile gösterilmektedir ve bu grafik riskin daha düşük bir gelir olmaksızın azaltılamayacağını (bu çeşitlendirmeden bir yarar sağlanamaması demektir) gösterir. Çünkü tam olumlu ilişki vardır (perfect positive correlation).



Şekil 1-22: İki menkul kıymetli cüzdan (riskli menkul kıymetler).

B olayı: $r_{12} = -1.00$. Bu durumda;

$$\sigma = \sqrt{\begin{pmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_1^2 \\ \sigma_1^2 & \sigma_1^2 \end{pmatrix} - 2(\sigma_1 \sigma_1)(\sigma_2 \sigma_2) + \begin{pmatrix} \sigma_2^2 & \sigma_2^2 \\ \sigma_2^2 & \sigma_2^2 \end{pmatrix}}$$

Cebirsel bir işlem olarak $(a-b)^2 = a^2 - 2ab + b^2$ biçiminde yazılabilir. Böylece,

$$\sigma = |(\sigma_1 \sigma_1) - (\sigma_2 \sigma_2)| \text{ ve } \sigma_1 = \sigma_2 / (\sigma_1 \sigma_2)$$

ise $\sigma = 0$

Bu varsayımlara göre bir araya getirilen iki menkul kıymet yukarıdaki şekilde B ile gösterilmiştir. Burada tamamiyle 1 no- lu menkul kıymetten meydana gelmiş bir cüzdanda çeşitlendirmeye gitmenin faydası açıktır.

C olayı: $r_{12} = 0$. Bu durumda,

$$\sigma = \sqrt{\begin{pmatrix} 2 & 2 \\ \sigma_1 & \sigma_1 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} 2 & 2 \\ \sigma_2 & \sigma_2 \end{pmatrix}}$$

Bu bileşim grafikte C ile gösterilmiştir ve çeşitlendirmenin yararı açıkça görülmektedir. Yukarıdaki veriye göre eğrinin σ si, $\mu = \% 11,55$ de iken en düşük düzeydedir. Bundan başka gelirleri istatistiki olarak bağımsız olan menkul kıymetlerin sayısı artıyorsa ve bunların herbirine yatırılan kısmın payı azalıyorsa, büyük sayılar kanunu gereğince risk bir noktaya kadar ortadan kaldırılabilir (160).

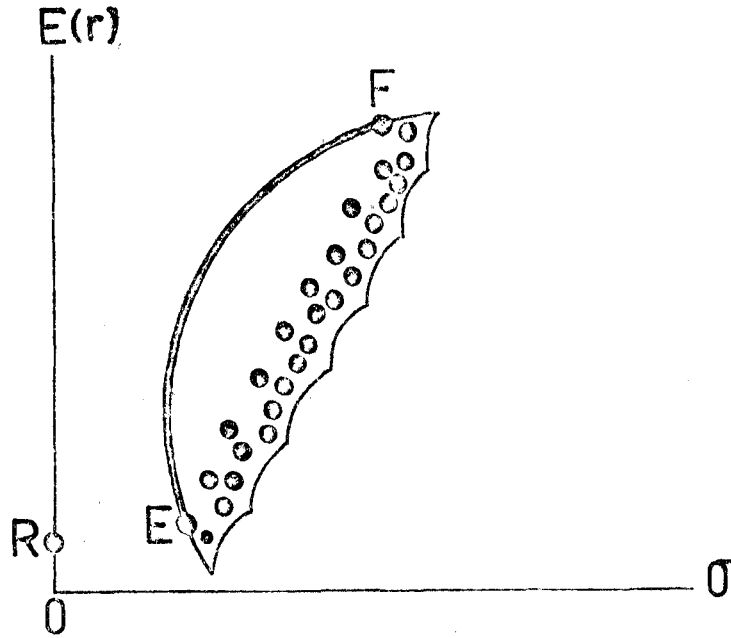
Yatırımcının rasyonel olduğunu ve riskden kaçtığını kabul ediyorsak 1 ve 2'nci menkul kıymetlerinin belirli bazı bileşimlerinin düşünülmemesi gerekir. Yukarıdaki şekilde B olayında (burada $r_{12} = -1$) 1'nci cüzdandan $\sigma = 0$ cüzdanına kadar, başka bir cüzdandan daha vardır bunun σ 'sı aynı, μ 'sı daha büyüktür. Böylece bir kişinin fayda fonksiyonuna bakılmaksızın, daha sonraki cüzdanlardan meydana getirmek olanağı varken ilk cüzdanlara yatırım yapması akıllıca bir iş değildir. Bu bizi "etkinlik" kavramına götürür.

D- Etkin cüzdanlar

Etkin bir cüzdan 1) beklenen (ve kabul edilebilir) risk düzeyinde beklenen geliri en yükseğe çıkarır veya 2) kabul

(160) Weston-Brigham, s.241.

edilebilir beklenen gelir oranında beklenen riski en düşük düzeye indirir. Menkul kıymet cüzdanlarından bu koşulu taşıyanlar etkin sınırdadır. Etkin sınır şekilde yarım ay şeklinde gösterilmiştir. Daha yüksek gelirli ve düşük standart sapması olan daha yüksek gelirli ve aynı standart sapması olan veya aynı gelirli fakat düşük standart sapması olan başka bir bileşim varsa, bir bileşim etkin değildir (161).



Şekil 1-23: Yatırım fırsatları serisi

E- İki den çok menkul kıymeti olan cüzdanlar

İki menkul kıymetli cüzdanlardan, çok (veya n) sayıda menkul kıymeti olan örneklere geçtiğimizde teorik sorunların çok olmadığı görülür. Sadece; yatırımcının 1) elde edebileceği bütün fırsatları ele geçirdiğini; 2) çok sayıda hayali cüzdanlar

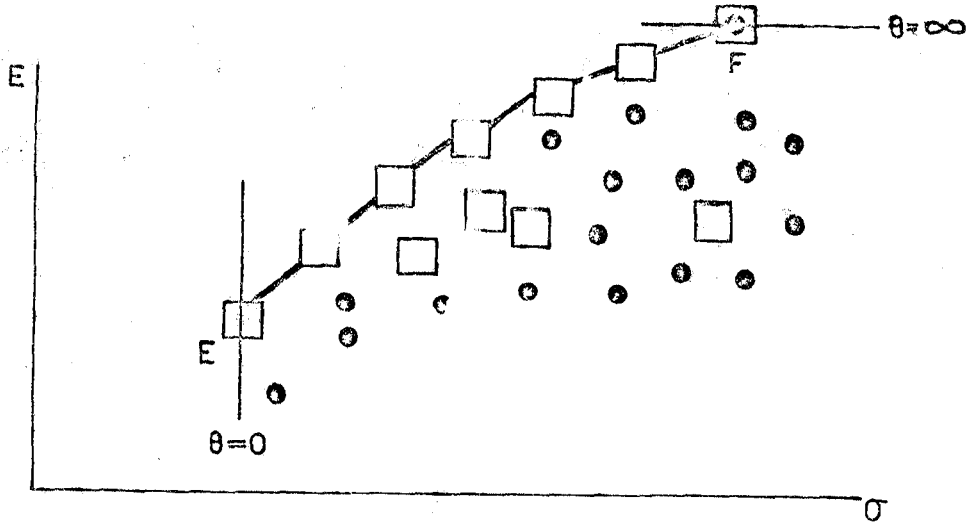
(161) James C. Van Horne, "Financial Management and Policy" (Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1968), s.96.

oluşturmak için bunları değişen oranlarda biraraya getirdiğini; 3) bu cüzdanların herbiri için μ ve σ 'yi hesapladığını; 4) μ nun her düzeyi için en az σ taşıyan cüzdanı seçtiğini; 5) farksızlık eğrilerinin uygulanması için hazır etkin sınırı ortaya çıkardığını ve 6) optimal cüzdan seçtiğini söyleyebiliriz.

Fakat pratik açıdan sorunlar çoktur. Analiz edilen her menkul kıymet için μ ve σ 'yi hesaplamaktan başka her menkul kıymetin bir menkul kıymet ile kovaryansını hesaplamamız gerekir. Bu $n = 1000$ menkul kıymetli bir durumda 499.500 kovaryans demektir ve bunu veren formül $n^2 - n/2$ 'dir. Bundan başka, yukarıdaki salık verilen yöntemle göre çok büyük sayıda cüzdanın parametrelerini hesaplamamız gereklidir.

İşin kolaylaştırılması için ilk adım analiz edilecek cüzdanların sayısını azaltmaktır. Çünkü biz sadece etkin sınırdaki cüzdanlarla ilgileniriz, yalnız bu cüzdanların parametreleri hesaplanmalıdır. Bunu şekil yardımı ile daha iyi açıklayabiliriz. Aşağıdaki şekilde noktalar menkul kıymet parametrelerini, kareler ise cüzdan parametrelerini göstermektedir. Markowitz $\sigma^2 - e\mu$ 'yı en düşük tutacak bir fonksiyon yazmıştır. İşleme $e = \cdot$ da başlayacak olursak en yüksek gelirli menkul kıymet (F) elde edilir. Çeşitlendirme geliri arttırmayacağı için, en yüksek gelirli cüzdan tamamıyla en yüksek gelirli menkul kıymetlerden oluşur. Bu noktada Markowitz e 'yı 0'a indirmek için etkin sınırı çizmek için quadratik programlama algoritmi uygulamıştır (E noktasında en düşük varyanslı cüzdan elde edilmiştir). Gerçekte tekrar eden işlemler sadece "köşe" cüzdanları belirler, bu noktalarda bir menkul kıymet etkin cüzdana girer veya çıkar, iki köşe cüzdan arasındaki etkinlik sınırı köşe cüzdanların doğrusal bir bileşimidir. Amaç fonksiyonunun yanında bu tekniklerin

sınırlayıcıları da vardır. Örneğin menkul kıymetlere verilecek ağırlıkların negatif olmaması ve toplamının bir olması gibi(162).



Şekil 1-24: Etkinlik sınırının bulunması

Cebirsel yolla da bir etkin sınır yaratılması olanağı vardır. Aşağıdaki formül beklenen gelir μ^* ve tam yatırım ($\sum a_i = 1$) sınırlamaları olan en düşük riskli cüzdanı verir.

Z'yi en düşük düzeye indirmek için

$$Z = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_i a_j C_{ij} + \lambda_1 \left(\sum_{i=1}^n a_i \mu_i - \mu^* \right) + \lambda_2 \left(\sum_{i=1}^n a_i - 1 \right)$$

bütün i ve k için

$\partial Z / \partial a_i = 0$ $\partial Z / \partial \lambda_k = 0$ ise en düşük bulunur ve ikinci derecede sınırlamalar da yerine getirilmiş olur.

Cebirsel bir en yükseğe çıkarma uygulanabilir.

Z'yi en yüksek düzeye çıkarmak için

$$Z = \mu \sum_{i=1}^n a_i - \left(\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_i a_j C_{ij} \right) + \lambda \left(1 - \sum_{i=1}^n a_i \right)$$

Z tekrar en yüksek olarak bulunur, burada

$\partial Z / \partial \alpha_i = \partial Z / \partial \lambda = 0$ dir ve α gelir-risk tercihinin işaretidir.

F- Sharpe modeli

Buraya kadar tartışılan yöntemler kovaryans matrisinin hesaplanmasına gerek duymakla kalmamakta, aynı zamanda hesaplama işlemleri bu matrisin analiz edilecek her cüzdan için tersine çevrilmesini gerektirmektedir. Büyük matrislerin tersine çevrilmesi ($n = 1000$ ise 1000×1000 kovaryans matrisi gerektirir), bir komputer yardımı ile dahi bu çok zaman alıcı bir iş olur. Hesaplama ve tersine çevirme sorunlarını çözmek için Sharpe, oldukça doğru sonuçlar alınabilecek yalınlaştırılmış bir model uygulamaktadır.

Bu modelde bir menkul kıymetin geliri aşağıda olduğu gibi bir indeks rakamı ile karşılaştırılmaktadır.

$$i\text{'nin geliri} = a_i + b_i I \text{ geliri} + C_i$$

$$\mu_i = a_i + b_i \mu_I + C_i$$

burada

a_i ve b_i sabit

μ_I indekse göre gelir

C_i $\mu_{C_i} = 0$ ve $\sigma_{C_i} = \text{sabit}$ ise bir hata terimidir.

Bu nedenle $\mu_i(a_i + b_i \mu_I)$ olarak hesaplanabilir. Parametreler a_i ve b_i regresyon analizi ile hesaplanabilir veya her ikisi de uygulanır. Bundan başka σ_{C_i} , indeks ile ilgisinden doğmayan μ_i deki değişkenlik olarak kabul edilirken, $\sigma_i - \sigma_{C_i}$,

μ_I 'daki değişkenliğin yol ağtığı μ_i 'deki toplam değişkenliğin bir bölümüdür.

Cüzdanın geliri şöyle yazılır:

$$\mu = \sum_{i=1}^n \alpha_i (a_i + b_i \mu_I + c_i)$$

$$\mu = \sum_{i=1}^n \alpha_i (a_i + c_i) + \left(\sum_{i=1}^n \alpha_i b_i \right) \mu_I$$

Burada birinci terim menkul kıymetlerin esas yapısında bir yatırım olarak görülür ve ikinci terim indekse göre bir yatırımdır.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (\alpha_i \sigma_{c_i})^2 + \left(\sum_{i=1}^n \alpha_i b_i \right)^2 \sigma_I^2}$$

Burada ilk terim tek tek menkul kıymetlerin belirli özelliklerine bağlanabilen, cüzdanın riski olarak görülebilir, ikinci terim ise indekse bağlanabilen risktir.

Böylece Sharpe modeli, onu tamamiyle regresyon analizine yüklemekle girdi sorununu büyük ölçüde yalınlaştırabilir. Buna ek olarak, bu menkul kıymetler/ arasında indeks yoluyla ilişki kurulması nedeniyle kovaryans matrisinde sıfırdan başka elemanlar diyagonala indirilmekle hesaplama işlemleri kolaylaşmış olmaktadır.

Sharpe'ın yaklaşımını göstermek için indeksin 1000 de durduğu ve yıl sonunda 1100'e yükseleceğinin tahmin edildiğini varsayalım. Aşağıdaki verilere göre cüzdanda μ ve σ 'yı bulmaya çalıştığımızı, $\alpha_1 = 0,20$, $\alpha_2 = 0,50$ ve $\alpha_3 = 0,30$ olduğunu kabul edelim.

$$\sigma_I = 0,10$$

$$\mu_1 = 0,06 + 1 \mu_I, \quad \sigma_{c_1} = 0,03$$

$$\mu_2 = 0,03 + 2 \mu_I, \quad \sigma_{c_2} = 0,20$$

$$\mu_3 = 0,00 + \mu_I, \quad \sigma_{c_3} = 0,10$$

Yukarıdaki formülü uygulayacak olursak şu sonucu alırız:

$$\mu = (0,20)(0,06) + (0,50)(-0,03) + (0,30)(0,00) + \\ \{(0,20)(0,10) + (0,50)(2) + (0,30)(1)\} 0,10$$

$$\mu = 0,012 - 0,015 + (1,32)(0,10) = \% 12,9$$

bir başka formül uygulayacak olursak

$$\sigma = \sqrt{\{(0,20)(0,03)\}^2 + \{(0,50)(0,20)\}^2 + \{(0,30)(0,10)\}^2 \\ + \{(0,20)(0,10) + (0,50)(2) + (0,30)(1)\}^2 (0,10)^2}$$

$$\sigma = \sqrt{(0,006)^2 + (0,1)^2 + (0,03)^2 + (1,32)^2 (0,10)^2}$$

$$\sigma = \sqrt{0,000036 + 0,01 + 0,0009 + 0,017424} = \sqrt{0,02836}$$

$$\sigma = \% 16,8$$

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HİSSE
SENETLERİNİ DEĞERLEME İŞLEMLERİ

Türkiye'de menkul kıymet pazarı gelişme halindedir. Böyle bir ortamda menkul kıymetlerinin değerlendirme işlemlerinin ve alım satım işlemlerinin, bu pazarın gelişmiş olduğu ülkelerdeki modellere uygun olarak yapılmasını bekleyemeyiz. Türkiye'de, etkin bir sermaye pazarında bulunması gerekli koşullar yoktur(⌘).

Pazarın etkinliğini sağlayan koşullardan birisi satış komisyonlarının düşüklüğüdür. Türkiye'de işlem giderlerinden söz ederken ilginç bir durumla karşı karşıya kalırız. Türkiye'de menkul kıymet alım satım işlemleri borsa dışında yapılmaktadır (1). Borsada kote edilmiş olan 188 kuruma ait hisse senetlerinden 1974 Kasım ayında 13 kuruma ait, 1974 Aralık ayında ise ancak 4 kuruma ait hisse senedi işlem görmüştür (2). Bu bakımdan borsada yapılan alım satım işlemlerinde ödenen işlem giderleri çok düşük kalmaktadır.

Fakat bir de işin öteki yüzünü incelemek gerekir. Borsada yapılmayan alım-satım işlemleri borsa bankerleri (simsarlar) eliyle yapılmaktadır. Alım satım fiatları borsa bankerleri tarafından saptanmaktadır. Çoğu kez de alım ve satım fiatları arasında büyük farklar görülmektedir. Borsa bankeri 1500 TL. karşılığında satmak istediği bir hisse senedini, satıcıdan daha düşük bir fiata almak istemektedir. Bu farkın makul ölçüler içindeki bir işlem giderinden yüksek olduğu söylenebilir (3). Buna göre, elinde hisse senedi bulunan bir yatırımcının, fiat farkından yararlanarak bu hisse senedini satmak istediğini düşün-

(⌘) Pazarın etkinliği konusunda bakınız bu etüd s.129-131.

(1) Özhan Eroğuz, "Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler", (Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği Muhasebe Uzmanlığı ve Sermaye Piyasası Semineri bildirisi, 20-22 Ocak 1971), s.2.

(2) Banka ve Ekonomik Yorumlar, "Sermaye Piyasası", (Ocak 1975), s.31.

(3) A.g.k.

lim. Kendisine, elindeki hisse senedi için verilecek fiyat belki de alış fiyatından aşağı olacağından satıştan vazgeçecektir. Bu, etkin bir sermaye pazarının varolmayışının belirtisidir.

Pazarın etkinliğini sağlayan koşullardan bir başkası, şirketler ve hisse senetleri hakkındaki bilgilerin herkes tarafından sağlanabilmesi ve bu bilgileri elde eden yatırımcıların tutumlarını yeni duruma göre ayarlamalarıdır. Türkiye'de bilgi sağlanması çok zordur. Kurumlar ve kişiler gereksiz bir titizlikle açıklanmasında hiç bir sakınca olmayan bilgileri bile açıklamaktan kaçınmaktadırlar (4). Ayrıca küçük pay sahiplerini aydınlatacak yayınlar da yoktur.

Bu bilgi azlığı, başkalarına göre daha fazla bilgi sahibi olan "içeriden" kişilerin haksız gelirler sağlamasına yol açmaktadır.

Etkin bir sermaye pazarında yatırımcılar rasyonel davranır. Rasyonel davranan bir yatırımcının ise etkin menkul kıymetleri seçmesi gerekir. Etkin menkul kıymetler risk sınıfında en yüksek beklenen gelire sahip veya tersine, beklenen gelir düzeyinde en düşük risk taşıyan menkul kıymettir. Yatırımcı kendi yatırım amaçlarını belirlemiş olmalıdır. Türkiye'de banka, sigorta şirketi, emekli sandıkları gibi kurumlar dışındaki yatırımcıların önceden belirlenmiş yatırım amaçları olduğunu söylemek güçtür. Bu yönden de Türkiye'de etkin bir pazardan söz etmemiz olanaksızdır.

Pazarın hacminin küçüklüğü, belirli bir hacmin üstündeki alım-satımların fiyatlar üzerindeki etkisini belirgin hale ge-

(4) Doğan Sindiren, "Sermaye Piyasası ve Güven Duygusu", (Milliyet 26 Ekim 1971).

Ege Cansen, "Halka Açık Şirketlerde Yönetim Sorunları", (Sevk ve İdare Dergisi, Haziran 1973), s.11.

Unal Tekinalp, "Halka Açılmada Hukuki ve Mali Engeller", (Sevk ve İdare Dergisi, Haziran 1973), s.17-18.

tirmektedir. Bir kurumun veya kişinin alıcı olarak pazara girmesi, satın aldığı menkul kıymetin fiyatını yükseltmekte veya talebini arttırmakta, aksine satıcı durumda olması fiyatların düşmesine veya talebin azalmasına yol açmaktadır.

Türkiye'de yatırımcılar politik bunalımlara karşı çok hassastır. Bunalım belirtileri görülmesi halinde fonlar menkul kıymetler pazarından çekilmektedir (5). Son aylarda görülen genel fiyat düşüşleri nedenlerinden birisi olarak fonların menkul kıymetler pazarından çekilerek altın pazarına kaydırılmış olması gösterilebilir (6).

Bu koşullara karşın ülkemizde menkul kıymetlerin bilimsel yollarla değerlemesine çalışan, sermaye pazarının gelişmesi ve etkinliğini sağlaması yolunda olumlu katkılarda bulunan bir kurumdan söz etmek yerinde olacaktır. Yatırım danışmanlığına başlayan bu kurum bir bankadır ve yayınladığı bir bröşürde;

- Halka açık anonim şirketler ile hisse senetleri pazarda alınıp satılan şirketler hakkında bilgi verileceğini, halkın kararlarında yardımcı olunacağını;

- Sermaye pazarı ve özellikle menkul kıymetler hakkında şubelerden verilen bilgiden daha ayrıntılı bilgi istenildiğinde uzmanlar tarafından ayrıntılı bilgi verileceğini;

- Bir menkul kıymet cüzdanına sahip herkesin verim, risk ve değer artışı unsurlarından bir veya ikisini ön planda tutan bir politikası varsa ve menkul kıymetlerin alınması için verilen kararları etkileyen koşulların zamanla değişmesi ile cüzdandaki menkul kıymetlerin uygun zamanda satılması ve uygun za-

(5) Sindiren, Sermaye Piyasası.....

(6) Banka ve Ekonomik Yorumlar.

manda yeni menkul kıymetler alınması ile ilgili tavsiyelerde bulunulacağını;

- İstenilen kıymetlerin satın alınması ve satışı için aracılık yapılacağını;

- Hisse senedi ve tahvillerin saklanması için teslim edildiğinde saklanacağını, halka duyurmaktadır.

Bankanın danışmanlık hizmetlerinin görülebilmesi için analizler yapması gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmetine başlamadan önce de banka bu analizleri, başka amaçlarla da olsa yapıyordu. Yeni kurulmakta olan veya daha önce kurulup, işlemekte olmakla birlikte bankanın desteğine gerek duyan ve bu nedenle ortak olarak bankanın katılmasını isteyen kurumlar hakkında bilgi toplamaktaydı. Bundan başka kredi tanınmasını isteyen kurumlarla da ilgili ayrıntılı bilgiler toplamaktaydı. Bu iki amaçla toplanmış, elinde bulunan bilgiler bugün de menkul kıymet analizi amacıyla şirketlerin analizde hazır bir bilgi kaynağı oluşturmaktadır.

Banka ne tür bir analiz yapmaktadır? Banka menkul kıymet analizinde uygulayacağı yöntemlerle ilgili görüşlerini Hisse Senedi ve Tahvil Alım Satım Hizmeti Kılavuzunda açıklamıştır. Kılavuzun 11. sayfasında ".....sermaye artımı ve bunun aksiyon fiyatına etkisi bahsinde bu konuda oldukça geniş bilgi verilmiştir" ve yine aynı sayfada "Müşterinin yeni çıkarılan bir tahvilden alıp almama konusunda karar vermesine yardımcı olmak, kılavuzun "tahvil değerlendirilmesi" konusunu dikkatle izleyen bir danışman için oldukça kolaydır" sözleri, kılavuzun, bankanın menkul kıymet değerlemesi konusundaki görüşleri yansıttığı biçimdeki görüşümüzü doğrulamaktadır.

Banka, menkul kıymet analizinde temel menkul kıymet analizi yöntemini kullanmaktadır. Bu arada kılavuzda ".....grafikler menkul kıymet alış ve satış için iyi bir zaman ayarlaması yapmak hususunda çok değerli bir vasıtaadır. Menkul kıymetlerle uğraşanlar onların piyasa fiyatlarını ve ödedikleri temettü miktarlarını devamlı surette ve grafikler üzerinde takip ederler. Batı ülkelerinde bu grafikleri genellikle bankalar hazırlar ve çıkardıkları bültenlerde yayımlarlar.

"....Ülkemizde bunların hiçbiri bulunmadığı için bu iş de bankalarımıza düşmektedir", denilmektedir. Bundan bankanın teknik analiz de yaptığı anlaşılmaktadır.

Aynı kılavuzun hisse senedi ve tahvillerin nasıl değerlendirildiğini açıklayan bölümünde şöyle denilmektedir:

"Hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını etkileyen faktörler :

1- Genel faktörler

a- İktisadi konjonktür

Piyasanın genel iktisadi durumu bütün yatırım kararlarını etkileyen genel bir faktördür. İktisadi durgunluk, para ve kredi darlığı veya aksine genel bir enflasyon, ham madde ve işçi ücretlerinde devamlı artışlar menkul kıymetlerin değerlerini olumsuz yönde etkiler. Buna karşılık şiddetli enflasyona varmayan ılımlı bir konjonktür yükselmesi, bütün menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar için elverişli bir ortam yaratır.

Genel iktisadi konjonktür kadar, şirketlerin faaliyetinde bulunduğu iktisadi sektörün konjonktürüne karşı duyarlılığı da önemlidir. Örneğin ülkemizde iktisadi durgunluktan en çok etkilenen sektörler inşaat, inşaat mal-

zemesi ve tekstil, batı ülkelerinde ise bunlara ilave-
ten otomobil endüstrileridir.

b- Şirketin faaliyet dalının genel etüdü

Şirketlerin faaliyet konuları onların geleceğini et-
kiler. Kaynak temininin güç, rekabetin fazla olduğu a-
lanlarda çalışan şirketlerle, piyasada mevcut büyük
bir boşluğu dolduran ve çalıştığı alanda uzun süre doy-
gunluk beklenmeyen şirketlerin aksiyonları diğerleri a-
rasında temayüz eder ve daha hızlı değer kazanır.

c- Şirketin ve faaliyetlerinin etüdü

Analizi yapılan şirketlerin ünvanı, geçmişi, serma-
yesi, ortak ve personel sayısı, yararlandığı teşvik ted-
birleri, kurucuları, yöneticileri, üretim konusu, kapa-
sitesi, ihracat imkânları, kredi imkânları, tevsi veya
yeni yatırım projeleri, üretim ve satış hacmindeki ar-
tışlar, maliyetler, ham madde tedarik imkânları, stok-
ları, düşünülen sermaye artımı gibi hususlar incelendi-
ğinde, analist, şirketin faaliyetlerinde gelişme olup
olmadığını, şirketin istikbal vaad edip etmediğini gös-
terecek karineler elde eder. Bu etüdün yapılması bilan-
ço analizinde olduğu gibi özel förmül ve sistemlere ih-
tiyaç göstermez.

d- Şirketin finansal analizi

Bir şirketin hisse senetlerinin değeri hakkında so-
nuca varmak için yapılan finansal analizlerde de halen
Bankamızda kredi tahsisi konusunda yapılan analizlerde
olduğu gibi, belli bir takım rasyonlardan hareket edi-
lir. Ancak, kredi tahsisi amacıyla yapılan analizde ras-
yolar, esas itibariyle, verilecek kredinin vadesinde ge-

ri dönüp dönmeyeceğinin kestirilmesi amacıyla kullanıldığı halde, hisse senedi değerlemesi için yapılan analizlerde asıl amaç şirketin gelecekteki kârlılığının saptanmasıdır.

Menkul kıymet değerlendirilmesiyle ilgili mali tahlilde genellikle incelenen hususlar, likidite, işletme sermayesi, yerli/yabancı sermaye terkibi, sabit yatırımların finansmanı, mali bağımsızlık, rantabilite, oto finansman ve amortisman gibi konulardır. Ancak bu analizlerde başlıca hedef şirketin kârlılığı hakkında bir sonuca varmak olduğundan, sabit sermaye içinde öz ve yabancı sermaye oranları ile amortisman konuları üzerinde özellikle durmak gerekir.

Sabit sermaye içinde öz ve yabancı sermaye oranı

Sabit sermaye, öz kaynaklarla uzun vadeli yabancı sermaye toplamıdır. Uzun vadeli yabancı sermaye ise tahviller karşılığı ve uzun vadeli yatırım kredileridir.

Sabit sermaye içinde öz sermaye ile yabancı sermayenin terkihi ne olmalıdır? Bu konuda iki zıt görüş vardır:

- 1) Rantabiliteyi ön planda tutan bir görüş, bir işletmenin azami miktarda yabancı kaynaklarla çalışmasını savunur. Yabancı kaynakların işletmeye daha ucuza mal olacağını özellikle enflasyonist konjonktürde yabancı kaynakların kullanılmasının daha avantajlı olduğunu öne sürer.
- 2) Karşı görüş ise, bir işletmenin uzun vadeli borçlarının pasif yekününün % 45-50'sine varması halinde işletmenin mali bağımsızlığını kaybedeceğini, genişleme ve büyüme imkânlarının sınırlanacağını, iktisadi dalgalanmalardan

daha fazla etkileneceğini ve faiz giderlerinin daralttığı kâr marjları sebebiyle konjoktüre karşı daha hassas hale geleceğini savunur.

Ancak uygulama, içinde bulunulan şartlara göre bu görüşlerden birinin ya da diğzerinin ağırlık kazandığını göstermektedir. Bu nedenle her şirket, faiz hadleri (dış kaynak maliyeti), temettü yüzdeleri (öz kaynak maliyeti), enflasyon oranı, konjoktürel durum gibi hususları göz önünde bulundurarak, uzun vadeli istikrazları ile öz kaynakları arasında uygun bir oran gözetmek, analist ise şirketin bu politikasının şartlara uygunluğu hakkında bir sonuca varmak zorundadır.

Kaldıraç (leverage) faktörü

Kaldıraç faktörü bir şirketin kullandığı toplam sermaye içinde sabit gelirli yabancı sermaye bulunmasının öz sermaye sahipleri bakımından yarattığı bir risktir.

Bir şirketin brüt kâr oranının (tahvil faizleri ödenmeden önceki kâr/toplam sermaye) tahvil faiz haddinden yüksek olduğu genişleme dönemlerinde, net kâr oranı (tahvil faizleri ödendikten sonra kalan kâr/öz sermaye) brüt kâr oranından daha yüksek olur. Brüt kâr oranı faiz oranına eşitse net kâr oranı brüt kâr oranına eşit olur. Brüt kâr oranı faiz oranından düşükse, net kâr oranında aynı ölçüde düşük olur. Dolayısıyla, toplam sermaye içinde yabancı sermaye bulunması net kâr oranlarının yıldan yıla gösterdiği dalgalanmaları şiddetlendirir. Yabancı sermaye oranı ne kadar yüksek olursa, bu şiddetlenme o kadar fazla olur.

2- Teknik faktörler

a- İşletmenin muhasebe değeri

Muhasebe değeri, bir şirketin sadece maddi öz varlığının bilanço değeri ile değerlendirilmesidir. Bulunan öz varlık ödenmiş sermayeye bölüldüğünde 1 hisse senedinin muhasebe değeri ortaya çıkar.

$$\text{Muhasebe Değeri} = \text{Sabit ve bağlı kıymetler} + \text{Mütedavil kıymetler} - \text{Borçlar}$$

Bu formüle göre "muhasebe değeri = öz varlık" olmaktadır. Şu halde bir şirketin bilanço öz varlığını hesaplayıp ödenmiş sermaye miktarına bölersek bir hisse senedinin muhasebe değeri bulunur.

b- Net aktif değeri

Net aktifin tesbiti için bilanço kalemlerinde bazı düzeltmeler yapılması gerekir. Bu düzeltmeler için çeşitli usuller vardır. Gaye işletmenin esas değerini ortaya koymak olduğuna göre, sabit kıymetlerin esas değerini ortaya koyacak bir metodun seçilmesi lazım gelir.

Hangi usul kullanılırsa kullanılsın, en önemli husus, o güne kadar birikmiş amortismanların göz önünde tutulmasıdır.

İştirakler veya hisse senetleri portföyü bilançoda iktisap değeri ile gözüktüğüne göre, portföyde mevcut aksiyonlar tanınıyorsa borsa değerine veya takdiri değerlerine göre defter kıymetleri düzeltilir.

Mütedavil kıymetlere ait rakamların değerlendirilmesi çok daha güç bir iştir. Bu iş için şirketin envanter usullerinin bilinmesine ihtiyaç vardır.

Bilanço kalemleri üzerinde gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra bulunan öz varlık değeri şirketin hisse sayısına bölüldüğünde elde edilen değer hisse senetlerinin net aktif değeridir. Net aktif değer borsada fiyatından farklı olması bu usulun işletmenin yalnız maddi varlığını parçalar halinde nazara almış olmasındandır. Oysa, para kazanan bir işletmenin maddi varlığının üstünde ayrıca bir bütün olarak "işletme değeri" vardır. Gerçekçi bir değerlendirme, şirketin aldığı sonuçların gelişimini ve sermaye piyasasının, ifadesini faiz hadlerinde bulunan aktüel şartlarını göz önünde bulundurmaya zorundadır. İşte bu sonuç bizi temettülerin kapitalize edilmesi suretiyle yapılan değerlendirmeye götürmektedir.

c- Temettü kapitalizasyonu yoluyla değerlendirme

Gelir kapitalizasyonu, menkul kıymetlerin değerini getirdikleri gelir üzerinden piyasadaki cari faiz haddine göre hesaplama usulüdür.

d- Temettü üzerinden yapılan değerlendirmenin gerçeği yansıtmadığı iddia edilebilir. Gerçekten, şirketler çok defa kâr ettikleri halde temettü dağıtmazlar. Oysa, dağıtılmayan kârlar işletme içinde biriken ve hissedarlara ait olan şirket varlığını arttırır, günün birinde temettü miktarını mutlaka olumlu yönde etkiler.

e- Şirketin geleceğine ait kâr tahminlerine göre değer

Gelecekteki muhtemel temettülere göre değerlendirme

Bu usul, bir işletmenin, içinde bulunduğu iktisadi sektör de dahil olmak üzere, teknik, iktisadi ve ticari etüdünün etraflı bir şekilde yaparak gelecek 15 yıl

içinde dağıtabileceği yıllık temettü miktarlarını tahmin etmeye dayanmaktadır. Çok teferruatlı ve uzun zaman isteyen bu usul, bankamızda orta vadeli krediler için yapılan istihbarat ve tahlil çalışmalarına benzemektedir.

B- Hisse senedi yatırımında randıman

Yatırım kararı vermeden önce, hisse senetlerinin randıman bakımından mukayesesini yapmakta fayda vardır. Bu mukayese muhtelif oranlar tesbit edilerek yapılır. Bunların en önemlilerini inceliyelim.

Aksiyon başına kâr

Şirketlerin dağıttığı temettü miktarları onların gerçek kârlılık durumunu göstermez. Bilanço kârı yüksek olmakla beraber, bunun büyük bir kısmı geçen yıllardaki zarara mahsup edilmiş veya fevkalade ihtiyaçlara ayrılmış, bu yüzden hiç temettü dağıtılmamış olabilir. Bu sebeple, dağıtılan temettü miktarları her zaman doğru bir fikir vermez. Bunun yerine aksiyon başına kâr miktarı istatistik verisi olarak kullanılır.

Fiat/kâr rasyosu

Bu rasyo, aksiyonun piyasa fiyatının aksiyon başına dağıtılabilir kâra oranıdır.

Aksiyon alıcısını en çok ilgilendiren bu rasyonun anlamını şöyle de açıklamak mümkündür. Aksiyonu satın almak için aksiyon başına kârın kaç katını ödememiz gerekmektedir? Bu oranın yüksek olması, yani aksiyon başına kâr düşük olduğu halde aksiyonun piyasada yüksek fiyat bulması, yatırımcıların söz konusu şirketin geleceği hakkındaki güveninin yüksek olduğunu gösterir.

Fiat/temettü rasyosu

Bazı hallerde, şirketin hisse başına "dağıtılabılır kâr" miktarı yerine, fiilen dağıttığı kâr, yani temettü miktarı ile de benzer bir rasyo pratik olarak bulunabilir.

$$\frac{\text{Aksiyon fiatı}}{\text{temettü}} = \text{F/T rasyosu}$$

D- Hisse senedi alanında likidite faktörü

Hisse senedi alıcısının amacı genellikle orta ya da uzun vadeli bir yatırım yapmaktır. Ancak, bazı alıcılar, böyle bir yatırıma giderken acil bir ihtiyaç halinde ellerindeki kıymeti çok kayba uğramadan nakde çevirebilmeyi de arzu ederler.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde piyasada çok çeşitli ve çok sayıda kıymet tedavül eder. Bu piyasalarda arz ve talep de, araya bir üçüncü kişi girmeden borsalarda karşılaşır. Bu nedenle alış ve satış fiyatları arasında teorik olarak fark bulunmaz. Aldığı kıymeti aynı gün ve aynı borsada paraya çeviren alıcı sadece borsa kurtaja olarak ödediği parayı kaybeder. Buna karşılık ülkemizde ikinci el piyasada el değiştiren kıymetler, gerek hacim gerekse tür yönünden yetersizdir. Bazı türler nadiren piyasaya intikal eder, bir kısmı ise daha sık alınıp satılır. Üstelik ülkemizde alıcı ve satıcının iyi teşkilatlanmış bir borsada karşı karşıya gelememesi araya portföy sahibi üçüncü bir kişinin girmesini ve kıymetlerin alıcı buluncaya kadar bu portföyde bekletilmesini gerektirir. Bu nedenle ülkemizdeki fiyatlar biri alış diğeri satış fiyatı olarak iki cinstir. Alış ve satış fiyatları arasındaki fark, aradaki üçüncü şahsın sermayesinin faizini ve kârını teşkil eder. Ancak bu fark, alış

ya da satış fiyatının belli bir yüzdesi olmayıp, tedavülü az olduğu için portföyde fazla bekleyen kıymetler için fazla, tedavül sürati yüksek kıymetler için daha azdır.

Bu nedenle menkul kıymet alıcısı, iki kıymet arasında bir tercih yaparken bu farklara da dikkat etmeli, farkın az olduğu kıymetlerin daha az zamanda ve daha az kayıpla nakde çevrilebileceğini bilmelidir.

PORTFÖY

I- Portföy, portföy yönetimi, yatırım politikası

Bir gerçek ya da tüzel kişinin sahibi bulunduğu hisse senedi, tahvil ve diğer değerli kağıtlar bir "portföy" teşkil ederler. Bir menkul kıymet varlığının portföy olarak nitelenmesi için toplam değerinin yüksekliği dikkate alınmadığı gibi, içindeki kıymetlerin tür itibariyle çok sayıda olması da önemli değildir.

Zamanla değişen ekonomik koşullar, portföyden bazı kıymetlerin çıkarılıp satılmasını, yerlerine yenilerinin alınmasını gerektirir. Portföyden hangi kıymetlerin ne zaman çıkarılacağı ve yerlerine hangi kıymetlerin ne zaman konulacağını saptamak uzmanlık isteyen bir iştir. Batı ülkelerinde "portföy yönetimi" denilen bu iş, genellikle bankalar tarafından yapılır.

Portföy yönetimi belli bir politikaya göre yürütülür. Risk, randıman ve kıymet artışı faktörlerinin bir veya ikisine ağırlık verilmek suretiyle yürütülen bu politika, portföy sahibi tarafından tespit edilir ve yöneticiye bildirilir. Politikanın belirlenmesinde başlıca yardımcı yine portföy yöneticisidir.

Bir portföyün yönetiminin mutlaka uzman bir yöneticiye emanet edilmesi gerekmez. Portföy sahibide, bir danışmandan al-

dığı bilgileri değerlendirerek portföyünü yönetebilir. Ülkemizdeki portföy sahipleri ya da bir portföye sahip olmak isteyenler genellikle bu eğilimdedir.

Yatırım politikası portföyden sağlanacak gelir ile portföyün karşı karşıya bulunduğu risk arasındaki dengeyle ilgilidir. Gelir ve risk bir birinin karşıtı olan iki faktördür. Yüksek geliri öngören bir politika aynı oranda yüksek bir riski de göze almak zorundadır.

Bir portföyün geliri faiz ve temettü ile kıymetlerin satışından elde edilen alım satım farklarından oluşur. Kıymet artışı sözkonusu olmadığından tahvillerin geliri, piyasa fiyatlarına göre, hisse senetlerinden daha yüksektir. Bu nedenle kısa vadede gelir sağlamayı hedef alan portföylerde tahvil oranı fazla tutulur. Buna karşılık hisse senetleri de gelir risk dengesi yönünden çeşitli gruplara ayrılırlar.

Önce büyük şirketlerin başı çeken aksiyonları gelir. Bunlar bütün piyasada tanınmış, isabetli yönetimi, uzun vadeli sevk ve idare politikası, kârlılık derecesi ile hisse senetlerine garanti sağlayan şirketlerdir. Bu grup hisse senetlerinin en önemli vasfı, uzun yıllar boyunca aralıksız şekilde temettülerinin muntazaman ödenmiş olmasıdır. Ancak bu senetlerin fiyat/temettü oranı düşük olur. Bankamız hisse senetleri bu tür hisse senetlerinin iyi bir örneğidir.

İkinci grupta "Değer Artışı Hisse Senetleri" yer alır. Bu senetlerde uzun vadede piyasa ortalamasının üstünde değer artışları hasıl olur. Bu değer artışları, senetlerin ait olduğu şirketlerin devamlı bilimsel araştırmalar yaparak kendi alanlarında ilerlemelerinden, çok talep edilen malları pazarlamalarından, çeşitli alanlarda faaliyet göstermelerinden, yeni piyasalar ele

geçirmelerinden ileri gelir. Bu gruba, son yıllar içinde yıllık ortalama % 10'un üstünde değer artışı göstermiş ve gelecek yıllarda da göstermesi beklenen hisse senetleri girer.

Üçüncü grupta, daha da hızlı değer artışı gösteren, fakat daha yüksek risk taşıyan hisse senetlerini toplayabiliriz. Diğer bir deyimle, bunlar spekülatif aksiyonlardır. Yeni kurulan ve mamulün sürümü iyi olmakla beraber, henüz kâra geçmemiş, konjktürel ve siyasi dalgalanmalara karşı hassas bulunan şirketlerin hisse senetleri bu niteliktedir.

Diğer bir grup hisse senedi, piyasa dalgalanmalarından fazla etkilenmeyen, arz ve talebi fazla oynak olmayan mal ve hizmetleri üreten, iktisadi durgunluk dönemlerinde dahi istikrarlı temettü ödeyen şirketlerin hisse senetleridir. Petrol, kimya ve gıda sanayii şirketleri bu gruba örnek gösterilir.

Başka bir grup hisse senetleri ise, aksine, yüksek değer farkları gösterir, zaman zaman borsada düşer ve yükselirler. Konjktüre karşı çok hassastırlar. Bu karakterde olan hisse senetlerine otomobil sanayii, inşaat gibi alanlarda rastlanır.

Nihayet son bir grup şirketleri daha zikredebiliriz ki, bunlar sermaye bünyesinde veya dahili organizasyonda vuku bulan bir değişme veya yeni bir mamulün piyasaya sürülmesi sonucunda aksiyonları olağanüstü bir yükseliş gösteren şirketlerdir.

Her yönetimin olduğu gibi portföy yönetiminin de kendisine özgü kuralları vardır. Bu kuralların başında müşterinin yatırım hedeflerinin saptanması gelir.

1) Müşterinin yatırım hedefleri

Menkul kıymetlere yatırım yapan bir kimsenin yatırımını yaparken düşündüğü hedefleri birkaç grupta toplamak mümkündür.

- Randıman: Müşteri, yaptığı yatırımdan en kısa zamanda başlamak üzere devamlı ve imkân nisbetinde yüksek bir gelir sağlamak istemektedir. Bu tip müşteriye cari satış fiyatına göre en iyi temettü dağıtan tanınmış şirketlere ait hisse senetleri ve yüksek faizli tahviller alınabilir.

- Büyük risklere girmeden değer artışı: Bu gibi müşteriler için, henüz yüksek temettü vermemekle birlikte hızla inkişaf eden şirketlerin hisse senetleri uygundur. Alınacak hisse senetleri bir iki sene içinde belirli bir prim yapacaktır.

- Randıman ve Değer Artışı: Müşteri için teşkil edilecek portföye kısmen iyi temettü veren, kısmen de yakın zamanda prim yapabilecek olan hisse senetleri alınır.

- Spekülâtif portföy: Bugün için gelir beklemeyen, fakat ileride yüksek değer artışı isteyen ve bunun için bir hayli riski göze alan müşterilere, riskli işlere girişmiş olması nedeniyle hisse senetleri geçici olarak fiyat düşüklüğü gösteren şirketlerin hisse senetleri tavsiye edilebilir. Eğer şirket girdiği riskin altından kalkabilir ve kâra geçerse hisse senetleri büyük prim yapar.

Müşterinin yapacağı yatırımdan ne beklediğini, hangi riskleri ne dereceye kadar göze alabileceğini iyi tesbit etmek gerekir. Portföy yöneticisi yada danışman ancak buna göre müşterinin arzusunu nasıl ve ne oranda yerine getirebileceğini tesbit edebilir.

Müşteri yatırımdan riske girmeksizin randıman bekliyorsa, kurulacak portföyde sabit gelirli menkul kıymetlere (tahvillere) ve kısmen de istikrarlı hisse senetlerine ağırlık verilir.

Müşteri değer artışı bekliyor, yatırdığı sermayenin kısa sürede değerlenip çoğalmasını istiyorsa, ona münhasıran değişik gelirli kıymetler, yani hisse senetleri almak gerekir.

Bu hedeflerden birini belirtmekle, müşteri portföy yöneticisinin hareket sahasını belirlemiş olur.

2) Plâsman Kalitesi:

Bankamız gibi bir müessese müşterisine ancak kaliteli bir plâsman şekli tavsiye etmek zorundadır. Bankamızdan tavsiye isteyen müşteri parası ile "oynamak" değil iye bir yatırım yapmak ister. Kalitenin sadece muhafazakâr karakterdeki kıymetlere yatırım yapmakla sağlanabileceğini düşünmek yanlıştır. En hareket-siz tahvilden en hızlı kur artışı gösteren hisse senedine kadar bütün plâsman tiplerinde kaliteyi bulmak mümkündür.

Hızlı değer artışı sağlayan kıymetlerden kurulu bir portföyün daima spekülâtif bir portföy olduğunu düşünmek de yanlıştır. Bir menkul kıymetin spekülâtif karakterde olması, düşük kaliteli olmaktan doğan olağanüstü riskin sonucudur. Olağanüstü bir riske girmeden de değer artışı sağlayacak bir kıymete sahip olmak mümkündür.

Spekülâtif mahiyette bir alım, yatırımdan ziyade "borsa oyunu" kapsamına girer.

3) Riskin sektörler itibariyle dağıtılması

Bir portföyün büyük bir kısmını tek bir ekonomik sektöre yöneltmek, hele tek bir menkul kıymete yatırmak tehlikelidir. Portföyü önceden tesbit edilen bazı esaslar dahilinde, değişik bölgelerde değişik değişik konularda faaliyet gösteren değişik şirketlerin tahvil ve hisse senetlerinden oluşturmak gerekir.

4) Portföydeki grupların sayısı

Portföyü, riski dağıtmak amacıyla çok çeşitli kıymetler üzerinden teşkil etmek de onun kontrolünü güçleştirmekten başka bir şeye yaramaz. Çok çeşitli şirketlerin faaliyetini izlemek, istihbaratını ajur tutmak güç olduğu gibi böyle bir dağılışı, portföyün bütünlüğünü bozar, genel bir görünüm vermesini önler. Örneğin; 1 milyon liralık bir portföy için 10-12 grup iyi bir terkip sayılabilir. Daha büyük portföyler için dahi 20-25 grubu aşmamak gerekir.

5) Dengeli gruplar yapmak

Hiçbir portföy yöneticisi uzun vadede, yatırımları içinde 10 defada 7'den fazla isabet kaydetmeyi bekleyemez. Dolayısıyla, seçimlerinin çoğunluğunda isabetli olmasını sağlayacak bir sistem kullanmak zorundadır. Bazı kıymetler üzerine büyük bazı kıymetler üzerine küçük montanlar halinde yatırım yapıldığı takdirde, aşağıdaki gibi bir durumla karşılaşmak riski vardır:

Misâl:

Cari piyasa fiyatı üzerinden iki tür aksiyon alındığını fark edelim;

A 7 adet 5.000.-TL. 35.000.-

B 3 adet 50.000.-TL. 150.000.-

Bunlardan;

50.000 liralık 3 aksiyonun % 15'den 22.500 TL. düşme, 5.000 liralık 7 aksiyonun % 50'den 17.500 TL. yükselme göstermesi halinde net 5.000 liralık bir zarar söz konusudur. Oysa aksiyonların seçiminde 10'da 7 isabet kaydedilmiştir. Fakat grupların dengesiz seçilmesi riski yükseltmiştir. Şu halde, riski artırmamak için, alınacak her grup kıymetin birbirine yakın değerinde bulunmasına dikkat edilmelidir.

6) Alış ve satış zamanı

Grafikler menkul kıymetlerin alış ve satışı için iyi bir zaman ayarlaması yapmak hususunda çok değerli bir vasıtaadır. Menkul kıymetlerle uğraşanlar onların piyasa fiyatlarını ve ödedikleri temettü miktarlarını devamlı surette ve grafikler üzerinde takip ederler. Batı ülkelerinde bu grafikleri genellikle bankalar hazırlar ve çıkardıkları bültenlerde neşrederler. Amerika'da ise bu işle uğraşan profesyonel müesseseler vardır. Memleketimizde bunların hiçbiri bulunmadığı için bu iş de Bankamıza düşmektedir.

Fiyat grafikleri menkul kıymetlerin en iyi alış ve satış zamanını bize gösterebilir. Bununla birlikte, Amerikan istatistikçilerinin yaptıkları hesaplara göre, yatırımcı için menkul kıymetleri en düşük fiyatla almak ve en yüksek fiyatla satmak şansı ancak % 2'dir. Hiç değilse bu şansın çok az olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, bir aksiyonun satın alındıktan sonra fiyatının düşmesi ihtimali yüksek olduğu için, çift pozisyonlu çalışmak, alışları iki defada yapmak tercih edilmelidir. Bir aksiyondan bir miktar aldıktan sonra, ikinci partiyi daha yüksek fiyatla almak da mümkündür. Fakat tecrübeler göstermiştir ki, bu ihtimal daha zayıftır.

Portföye alınan bir aksiyonun, işletme içindeki önemli olaylar sebebiyle birdenbire büyük bir değer kaybına uğraması halinde hemen onu elden çıkarmak da hatalı olabilir. Eğer firmanın durumunun düzeleceğinden ümitli iseniz, bir süre bekleyiniz. Değilseniz ve düşme de büyük değilse, zararı orada kesmek doğru olur.

Biraz da portföy likiditesi üzerinde duralım, Çoğu müşteriler yatırıma tahsis edilen meblağın son kuruşuna kadar menkul

kıymetlere yatırılması gerektiğine, hesapta uyuyan paranın, portföyün randımanını düşüreceğine kanidir. Oysa, önümüze çıkabilecek fırsatlar için daima portföyün bir kısmını likit durumda tutmak faydalıdır. Bunun nisbeti, portföyün büyüklüğüne göre % 2,5 ile % 10 arasında değişir.

Devamlı bir likidite portföye hareket kabiliyeti kazandırır. Önümüze kârlı gördüğümüz bir aksiyon çıktığında, onu alabilmek için önce diğer bazılarını satmak gerekecektir. Bu ise hem zaman kaybına, hem de elde mevcut diğer iyi kıymetlerin elden çıkmasına sebep olabilir. Düşme dönemlerinde bu likidite oranını daha da yüksek tutmakta fayda vardır".

Bankanın, şirketlerin analizinde yararlanılacak ve yatırım yapılacak bir menkul kıymet arayan, bunun için bankaya başvuran tasarruf sahiplerine verecekleri bilgilere ait bir örnek:

"A Anonim Şirketi

Şirketin faaliyetleri

A Anonim Şirketi 19.. yılında kurulmuş, 19.. yılında üretime başlamıştır.üretmektedir. Yılda 100 bin ton olan ülke ihtiyacınının 40 bin tonunu, 30 bin tonunu bu firma karşılamaktadır. Firmanın başlıca müşterileri B, C, D, E, F, G, H'dir.

Firmanın personel sayısı 340, yıllık reklam gideri 400.000 TL. dir. 1968 yılında alınmış teşvik belgesi ile 9,2 milyon liralık yatırım indiriminden yararlanmıştır.

Gelecekteki gelişmeler

Hammadde üretimine dönük 60 bin ton kapasiteli yeni yatırım için 1974 yılında alınan teşvik belgesi ile 132 milyon liralık (% 100) gümrük ve 80 milyon liralık (% 50) yatırım indiri-

rimi ile bina vergisi muafiyeti sağlanmıştır. Şirketin yeni yatırımının portesi 468 milyon liradır. Yatırım yeridır. Arazi satın alınmıştır. Yeni yatırımın finansmanı şöyle planlanmıştır.

132	milyon TL.	gümrük muafiyeti
100	"	TL. tahvil
80	"	TL. orta vadeli kredi
56	"	TL. oto finansman
100	"	TL. sermaye artırımını

Şirketin evvelce 50 milyon TL. olan kayıtlı sermayesi bu sebeple 100 milyon TL daha arttırmıştır. Arttırılan sermayenin % 50'si ödenmiştir.

Sermaye bünyesi

Şirketin halihazır kayıtlı sermayesi 150 milyon TL., ödenmiş sermayesi 100 milyon TL.'dir. Arttırılan 100 milyonluk sermaye % 50'si ödenmiş muvakkat makbuz halindedir. 150 milyon TL.'lik kayıtlı sermaye herbiri 500 liralık 300.000 hisseye bölünmüştür. Hisselerin tamamı hamiline yazılıdır. Kurucu ve imtiyazlı hisse yoktur. Ortak sayısı 150-200 arasındadır.

Başlıca ortaklar

..... Bankası	% 33,7
..... A.Ş.	20,3
..... Ltd. Ş.	20,3
Bay A	6,8
Bay B	6,7
Halka açık	18,3 milyon TL. 12,2

Yeni yatırımın gerektirdiği 100 milyon liralık tahvilin 1975 yılı içinde çıkarılması düşünülmektedir.

Yönetim

Şirketin yönetim kurulu (başkan),(başkan vekili),,,, den müteşekkildir. Genel müdür önceleri işletmelerinde görev yapmıştır. Uzun zamandan beri firmadaki görevindedir.

Bilanço bilgileri

3 yıllık bilanço özeti (milyon TL.)

<u>Yıllar</u>	<u>cari aktif</u>	<u>sabit aktif</u>	<u>aktif toplamı</u>	<u>kısa vade- li borç</u>	<u>uzun vade- li borç</u>	<u>Öz sermaye</u>
1971	70,2	50,4	120,8	20,2	42,8	57,8
1972	98,8	57,4	156,4	58,6	29,8	68,0
1973	158,6	59,8	218,4	80,8	24,6	113,2

3 yıllık gelir tablosu (milyon TL.)

<u>Yıllar</u>	<u>net satışlar</u>	<u>maliyet</u>	<u>brüt kâr</u>	<u>net kâr</u>	<u>temettü %</u>
1971	98,2	69,6	28,4	17,2	13
1972	178,6	131,8	46,8	36,4	20
1973	303,8	197,8	106,0	94,0	30

Şirketin öz varlığı ve bilanço kârı büyük sıçramalar halinde artmaktadır. Ayrılan fevkalade ihtiyatlarla 1971 de 8 milyon, 1972 de 12 milyon, 1973 de 40 milyon şirketin mali bünyesi sağlamlaşmıştır.

..... mevkiinde kurulu fabrikanın arsa, bina ve makinalarının bilançoda 60 milyon gözüken değeri hali hazırda 115 milyon TL. olarak tahmin edilmektedir. Şirket her yıl % 30 oranında temettü dağıtma eğilimindedir. 1973 yılında hammaddeye % 50 zam yapılmış, mamul fiyatlarına zam yapılmamıştır. 1974 yılı başlarında mamul fiyatlarına % 30 zam yapılmıştır. 1974 yılı

7 aylık satış tutarı 252 milyon lirayı bulmuştur. Yıl sonunda cironun 400 milyon lirayı bulacağı, bilanço kârının da 120 milyon lira civarında olacağı tahmin edilmektedir. 1974 yılı içinde direkt maliyetlerde artış beklenmemekte, sadece genel giderlerde % 10 artış beklenmektedir. Yeni yatırımla hammadde imalinin rantabiliteyi arttıracacağı umulmaktadır. Cari yılda arz ve talep denge halinde bulunduğundan satış fiyatlarında duraklama vardır. Bu durumun bir süre devam edeceği sanılmaktadır. Firmanın likiditesi (%113) ve cari nisbet (% 196) gayet yüksek olup, firma mali bağımsızlığa sahiptir. Borçlar toplamının öz varlığa oranı (% 93), şirketlerin çoğunluğunun aksine % 100'ün altındadır. Öz varlığa göre net rantabilite 1971 de % 30, 1972 de % 53, 1973 de % 60. Öz ve yabancı sermaye toplamına göre net rantabilite 1973 de % 31 olmuştur. Bu rakamlar şirket bünyesinde yabancı sermayeden doğan leverage faktörünün olumlu yönde işlediğini göstermektedir. Net satış içinde direkt maliyetin payı % 73'den % 65'e düşmüş, böylece brüt kâr marjı % 26'dan % 35'e çıkmıştır. Yeni yatırım dolayısıyla, gelecek birkaç yıl içinde, halen çok olumlu bulunan mali bağımsızlık ve rantabilite ile ilgili oranların değişmesi beklenebilirse de şirket çok yüksek bulunan kârlılığı sayesinde en kısa sürede durumunu yeniden sağlamlaştırabilir.

Sonuç

A şirketi, kârlılık derecesi ve mali bünyesinin sağlamlığı ile halen piyasamızın en önde gelen şirketlerindedir. Cari yılda rekabete maruz kalmışsa da endüstrimizin gittikçe artan talebi firmanın başarı şansını devamlı yüksek tutmaktadır. Yeni yatırımları ile bu şans daha da artma yolundadır. Bu nedenlerle hisse senetleri ve özellikle % 50 ödenmiş muvakkat makbuzları kısa vadede değer artışı bekleyenler için iyi bir yatırım konusudur".

S O N U Ğ

Çalışmamızın giriş bölümünde kişilerin ve kurumların menkul kıymetlere yatırım amaçlarını inceledik. İlgili bölümde görüldüğü gibi, amaçlar kişi ve kurumların kişisel ve finansal durumlarına göre değişmektedir. Saptanan amaca göre seçilecek menkul kıymetler de değişik olabilmektedir.

Birinci bölümde menkul kıymetlerin özellikle hisse senetlerinin seçiminde yararlanılan yöntemler üzerinde durduk. Bunlardan, sermaye pazarının gelişmiş olduğu ülkelerde en çok uygulanan temel menkul kıymet analizine en geniş yeri verdik.

İkinci bölümde Türkiye'de hisse senedi değerlemesi incelenmiştir. Menkul kıymet seçimini kendileri yapamayacak olanları aydınlatarak, onlara danışmanlık hizmeti gören bir kurumun bu seçim işini nasıl yaptığını inceledik.

Sonuç olarak, Türkiye'de sermaye pazarının gelişme derecesine paralel olarak hisse senetleri değerlendirme işlemlerinin düşük bir düzeyde yapıldığını söyleyebiliriz.

Bu yargıya varmamızın nedenlerini şöyle açıklayabiliriz:

Değerleme işlemlerini batıdaki örneklerine benzer yapma savında olan tek bankanın şubelerinde, tasarruf sahipleri ile dolaysız ilişkisi olan danışmanlar vardır. Bu danışmanların yaptıkları iş, bilgi verilen şirketlere ilişkin sonucu okuyarak başvuran tasarruf sahiplerine aktarılmasından ibaret kalmaktadır. Şirketlere ilişkin diğer bilgiler ne bir analiz için

yeterlidir ne de şubelerdeki görevliler böyle bir analiz yapabilecek eğitim görmüşlerdir.

Bilanço bilgileri bir analiz için yeterli değildir, daha ayrıntılı olması ve gerektiğinde notlarla açıklamalar yapılmalıdır. Kaldı ki verdiğimiz örnekteki bilgiler özet bilanço bilgileridir, analiz için kullanılmazlar.

Gelir raporu bilgileri de yetersizdir. Gelir veya kârların kapitalize edilebilmesi için bunları olduğu gibi kullanmak olanağı yoktur, normal hale getirilmeleri (düzeltilmeleri) gerekir.

Bilanço ve gelir raporlarındaki bilgilerden bir analizde kullanmak üzere yararlanabilmek için hisse senetleri sayısı, kâr olarak verilmiş hisse senedi varsa bunların sayısının, bölünmüş hisse senedi varsa bunların sayısı, amortisman yöntemleri, stok değerlendirme yöntemleri, şirket gelirlerinin artış hızı, kâr paylarının miktarı, gelecek yıllardaki tahmini, satış miktarları, hisse senetlerinin fiyat gelir oranı, hisse senedi başına gelir ve kâr, hisse senetlerinin pazardaki genel durumuna göre verimlerine ilişkin ayrıntılı bilgi olması gerekir.

Bir hisse senedinin gerçek değerinin bulunması için düzeltilmiş gelirler yanında bu gelirlerin kapitalize edileceği iskonto oranının bulunması gereklidir. İlgili bölümde görüldüğü gibi, bu iskonto oran risk sınıfına bağlı olarak her şirket için ayrı ayrı hesaplanmalıdır. Banka bu risk sınıflarını nasıl hesaplayacaktır? Türkiye gibi, politik ve ekonomik istikrarsızlığın görüldüğü bir ülkede, ilgili bölümdeki tanım gereğince, risk de yüksektir. Çünkü şirket gelirlerinin de yıllar arasında farklar olabilir. Bu farklar şirket yönetimindeki kusurlar-

dan doğabileceği gibi, devletin ekonomik hayatı düzenleyici kararlarından doğabilir. Bilindiği gibi, Türkiye'de devlet, elindeki ekonomik hayatı düzenleyici aletler yardımı ile şirketlerin gelirleri üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin, bir ithalât veya ihracat yasağı, bir yasağın kalkması, fiyatlarla ilgili kararlar, teşvik tedbirleri uygulaması, uygulamanın kalkması yıllar arasında şirket gelirlerinde farklar doğmasına yol açabilmektedir. Bu risk, iskonto oranına hangi endüstri gruplarında ne derecede eklenecektir? Bu soruya cevap verilemedikçe hisse senetlerinin gerçek değeri doğru olarak bulunamayacak demektir. O halde gerçek fiyatı bilinmeyen bir hisse senedinin pazar fiyatı ile alınmasını veya alınmaması salık verilirken neye dayanılmaktadır?

Yatırım danışmanlarının tasarruf sahiplerine yararlı olabilmeleri için tasarruf sahiplerinin önceden amaçlarını saptamış olmaları gerekir. Amaçları belli olmayan tasarruf sahiplerine danışmanın yararı sınırlı olur. Danışman bir yere kadar, kendisine başvuran tasarruf sahibinin gelir ve kişisel durumuna göre amacının ne olması gerektiğini tahmin edebilir. İlgili bölümde, aynı gelir sınıfında fakat değişik psikolojik yapıdaki kişilerin yatırım amaçlarının değişik olabileceğini görmüştük. O zaman danışmanın işi zorlaşmış olmaktadır. Belli bir kültür düzeyinin altındaki kişilere danışmanlık hizmetleri yapılırken başarı sağlanamamasını olağan karşılamak gerekir. O halde danışmanlık hizmetleri de menkul kıymetler yatırım alışkanlığının yerleştiği ekonomilerde başarı ile yerine getirilecektir.

Hisse senedi değerlendirme işlemlerinin sermaye pazarının etkinliğindeki önemini ilgili bölümde görmüştük. Buna göre menkul kıymet değerlendirme işlemleri nasıl geliştirilebilir? Sermaye paza-

rının gelişmediği yani, şirketlerin sermaye ihtiyaçlarını sermaye pazarına sundukları menkul kıymetlerle sağlamadığı ve tasarruf sahiplerinin tasarruflarını sermaye pazarına sunarak şirketlerin çıkardığı menkul kıymetleri alma alışkanlığının doğmadığı bir ekonomide bu işler için aracılık yapacak kurumların bulunmaması olağandır. Sermaye pazarında bulunması gereken aracı kişi ve kurumların ülkede bulunmaması ülkenin ekonomik durumu ile yakından ilgilidir. Sermaye pazarı ülkenin genel ekonomik durumundan ayrı düşünülemez. Sermaye pazarının düzenleyicilerinden aracı kurum ve kişiler; bankalar, yatırım danışmanları, yatırım şirketleri, borsalar, komisyoncular sermaye pazarının etkinliğini sağlarlar. Yani tasarrufların bunları en verimli biçimde kullanacak olan şirketlere gitmesini sağlarlar. Sermayenin en verimli biçimde kullanacak olan şirketlere gitmemesi hem ülke ekonomisi hem de tasarruf sahipleri bakımından kayıptır.

Burada bir kısır döngünün varlığı ortaya çıkar. Sermaye pazarı gelişmediği için yeterli aracı kurum ve kişi de yoktur. Az sayıdaki tasarruf sahibi bu aracı kurum ve kişiler olmadığı için en verimli şirketleri bulup onlara yatırım yapmamaktadır. Yani pazar etkin değildir. Bu ise, menkul kıymetlere yatırım yapmayı düşünenler için cesaret kırıcı olmakta ve belki de tasarruflarını menkul kıymetlere yatırmaktan vazgeçmektedirler. Yani sermaye pazarı gelişmemektedir. Bir yerde bu kısır döngünün kırılması gerekmektedir. Bize göre bu kısır döngü iki yerden kırılabilir. Birincisi, ülkede gelir düzeyinin yükselmesi, halkın menkul kıymetlere yatıracığı, tüketimlerinden arta kalmış bir gelir fazlası yani tasarruflarının olması. İkincisi ise, halkın verimliliği yüksek şirketlere yatırım yapmalarını sağlayacak aracı kuruluşların kurulup, genişlemelerini sağlamak.

Bunların yanında halkta tasarruflarını menkul kıymetlere yatırma alışkanlığının yaratılması ve bu alışkanlığın yaratılmasında etkisi olacak güven ortamının yaratılması yararlı olacaktır. Bu güvenin yaratılmasında devlet kendine düşen görevi yerine getirmelidir. Devlet bu görevini yaparken gerekli yasa değişiklikleri ile şirketlere halka bilgi verme zorunlulukları yükleyebilir.

Ayrıca serbest muhasebe uzmanlığı, bu uzmanların denetlediği şirket hesaplarının doğruluğuna ve güvenilirliğine halkı inandıracak düzeyde gelişecek olursa sermaye pazarının gelişmesinde çok olumlu katkıları olacaktır.

Menkul kıymet sahiplerinin elde edecekleri kârın vergilendirilmesinde, beyanname verip gelirlerini bu beyannamede toplamak zorunluğu yüzünden ücret veya başka gelirlerinden bir de ek vergi verme zorunluğu ile karşılaşmalarının önüne geçilmesinin sermaye pazarının gelişmesi yönünde olumlu bir etkisi olacaktır.

Halkın aydınlatılmaması ve bilgi sahibi kılınmaması sermaye pazarının gelişmesini engelleyici bir etkidir. Halk bilgi sahibi olmadığı konularda atılımlara girişmemektedir.

Bunun dışında üretime geçmesi uzun yıllar alan şirketlerin kuruluş yıllarında kâr dağıtamaması bu konuda yeteri kadar aydınlatılmamış tasarruf sahiplerinde aldatıldıkları izlenimini yaratmakta ve sahip oldukları hisse senetlerini düşük fiyatla ellerinden çıkarmalarına yol açabilmektedir. Bunun için halka önceden gerçek dışı vaadlerde bulunulmasını önüne geçecek yasal tedbirlerin alınması ya da hazırlık dönemi faizinden yararlanılmalıdır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR :

- AMLING, Frederick : Investments An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1965.
- AVCI, İnal : "Tasarrufları Nasıl Arttıralım?" Banka ve Ekonomik Yorumlar, Eylül 1974.
- AYSAN, Mustafa A. : "Muhasebe Uzmanı ve Halka Karşı Sorumluluğu", Sevk ve İdare Dergisi, Ağustos 1972.
- AYSAN, Mustafa A. : "Halka Açılmanın Sorumluluğu" Banka ve Ekonomik Yorumlar, Şubat 1974.
- BADGER, Ralph E.
HAROLD W. Torgerson
HARRY G. Guthmann : Investment Principles and Practices, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1969.
- BAKIR, Pınar : "Sermaye Piyasası ve Sermaye Piyasası Analizleri", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Şubat 1975.
- : Banka ve Ekonomik Yorumlar, "Sermaye Piyasası", Eylül 1974.
- : Banka ve Ekonomik Yorumlar, "Sermaye Piyasası", Ocak 1975.
- BAYAR, Doğan : Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası, Ankara 1973.

- BELLEMORE, Douglas H.
RITCHIE, John C. : Investments: Principles, Practices, Analysis, South Western Publishing Company Cincinnati, Ohio 1969.
- BERNSTEIN, Peter L. : "Growth Companies Vs Growth Stocks" Harvard Business Review, September October 1956.
- BREALEY, Richard A. : Security Prices in a Competitive Market the MIT Press Cambridge Massachusetts 1971.
- CANSEN, Ege : "Halka Açık Şirketlerde Yönetim Sorunları", Sevk ve İdare Dergisi, Haziran 1973.
- COHEN, Jerome B.
EDWARD D. Zinbarg : Investment Analysis and Portfolio Management, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois 1967.
- CEMALCILAR, İlhan
BAYAR, Doğan
AŞKUN, İnal Cem
ÖZ-ALP, Şan : İşletmecilik Bilgisi, Ankara 1974.
- CLENDENIN, John C. : Introduction to Investments, Mc Graw-Hill Book Company New York 1964.
- COOTNES, Paul H. : "Stock Prices: Random Vs. Systematic Changes" Industrial Management Review, Spring 1962.
- ÇÖMLEKÇİ, Ferruh : Yıllık Rapor ve Yatırım Analizi, Ankara 1971.

- D'AMBROSIO, Charles A. : A Guide to Successful Investing,
Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs,
New Jersey 1970.
- DOUGALL, Herbert E. : Investments, Prentice-Hall, Inc.,
Englewood Cliffs, New Jersey 1968.
- DOWRIE, George W.
DOUGLAS R.Fuller
FRANCIS J.Calkins : Investments, John Wiley and Sons,
Inc., New York 1961.
- EITEMAN, Wilford J.
CHARLES A.Dice
DAVID K.Eiteman : The Stock Market, Mc Graw-Hill Book
Company New York 1969.
- EREM, Turgut : "Sermaye Şirketlerinin Memleketimiz-
deki Durumu ve Halka Açık Şirketler
Haline Getirilmesi Yönünde Yapılması
Gerekli İşlemler", Sermaye Fiyasası-
nın Teşekkülü ve Menkul Kıymetler
Kambiyo Borsasının Rolü, İstanbul Ti-
icaret Odası yayını, İstanbul 1968.
- EROĞUZ, Özhan : "Türk Sermaye Piyasasında Son Geliş-
meler", Türkiye Muhasebe Uzmanları
Derneği Muhasebe Uzmanlığı ve Serma-
ye Piyasası Seminer Bildirisi 20-22
Ocak 1971.
- FAMA, Eugene F. : "Random Walks in Stock Market Prices"
Financial Analysts Journal, September-
October 1965.

- FRANCIS, Jack Clark
STEPHEN H.Archer : Portfolio Analysis, Prentice-Hall,
Inc., Englewood Cliffs, New Jersey
1971.
- FRANCIS, Jack Clark : Investments: Analysis and Management,
Mc Graw-Hill Book Company, New York
1972.
- GRAHAM, Benjamin
DAVID L.Dodd
SIDNEY Cottle : Security Analysis: Principles and
Technique, Mc Graw-Hill Book Company,
Inc., New York 1962.
- GRAHAM, Benjamin : The Intelligent Investor, Harper and
Row, Publishers New York 1965.
- GRODINSKY, Julius : Investments, The Ronald Press Company,
New York 1953.
- HATIPOĞLU, Zeyyat : "Sermaye Piyasaları ve Türkiye Ekono-
misi", Banka ve Ekonomik Yorumlar, Ma-
yıs 1974.
- LEVY, Robert A. : "Conceptual Foundations of Technical
Analysis", Financial Analysts Journal,
July-August 1966.
- LEVY, Robert A. : "Random Walks: Reality or Myth", Fi-
nancial Analysts Journal, November-
December 1967.
- MIRZA, Suat : Sermaye Piyasası Türkiye'de Durumu ve
Muhtemel Gelişmesi, İstanbul 1965.

MATZ, Ad lph

OTHEL J. Curry

GEORGE W. Frank

: Cost Accounting, South Western Publishing Company Cincinnati 1967.

MOSSIN, Jan

: Theory of Financial Markets, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1973.

MURPHY, Joseph E.

HAROLD W. Stevenson,

: "Price/Earnings Ratios and Future Growth of Earnings and Dividends", Financial Analysts Journal, November-December 1967.

NADAROĞLU, Halil

: "Sermaye Piyasası, Para Piyasası ve Menkul Kıymetler Borsaları Arasındaki İlişkiler", Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Kambyo Borsasının Rolü, İstanbul Ticaret Odası Yayını, İstanbul 1968.

NICHOLSON, S. Francis

: "Price Ratios in Relation to Investment Results", Financial Analysts Journal January-February 1968.

NORR, David

: "Accounting and Analysis", Financial Analysts Journal, May-June 1964.

PLUM, Lester V.

JOSEPH H. Humphrey

John W. Bowyer Jr.

: Investment Analysis and Management, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois 1961.

- PRIME, John H. : Investment Analysis, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1967.
- REILLY, Frank K.
- GLENN, L. Johnson
- RALPH, E. Smith : "Inflation, Inflation Hedges, and Common Stocks", Financial Analysts Journal, January-February 1970.
- RENWICK, Fred Blackwell : Introduction to Investments and Finance, The Macmillan Company, New York 1971.
- SAUVAIN, Harry : Investment Management, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1973.
- : Sermaye Piyasası Semineri Tertip Heyeti, Sermaye Piyasası Etüdü, Ankara 1964.
- SHAPIRO, Harvey D. : "The Place Where They Measure it All", The Institutional Investor, August 1969.
- SHARPE, William F. : Portfolio Theory and Capital Markets, Mc Graw-Hill Book Company New York 1970.
- SİNDİREN, Doğan : "Hisse Senetleri, Tahviller ve Gerçek Değerlendirilmeleri", Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, Cilt III, Sayı 2.

- SİNDİREN, Doğan : "Sermaye Piyasası ve Güven Duygusu",
Milliyet, 26 Ekim 1971.
- TEKİNALP, Ünal : "Halka Açılmada Hukuki ve Mali Engel-
ler", Sevk ve İdare Dergisi, Haziran
1973.
- VAN HORNE, James C. : Financial Management and Policy, Pren-
tice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New
Jersey 1968.
- WESTON, J.Fred
EUGENE F.Brigham : Essentials of Managerial Finance,
Holt, Rinehart and Winston Inc., New
York 1968.
- WESTON, J.Fred
EUGENE F.Brigham : Managerial Finance, Holt, Rinehart and
Winston, New York 1969.
- WHITBECK, Volkerts
MANOWN KISOR, Jr. : "A new Tool in Investment Decision-
Making", Financial Analysts Journal,
May-June 1963.
- WILLIAM, Edward E.
M.CHAPMAN Findlay III : Investment Analysis, Prentice-Hall,
Inc., Englewood Cliffs, New Jersey
1974.
- YÜKSEL, Ali Sait : Parabolma ve Yatırım, İstanbul 1975.
- ZEIKEL, Arthur : "Coordinating Information", Finan-
cial Analysts Journal, March-April 1969