

**HİSSE SENEDİ YATIRIM KRİTERLERİ VE
ALTERNATİF OLARAK MVA/EVA DEĞİŞİM
ORANI : İ.M.K.B.'DE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

GAZİ YILDIZ

ESKİŞEHİR – 1999

HİSSE SENEDİ YATIRIM KRİTERLERİ VE ALTERNATİF OLARAK MVA/EVA
DEĞİŞİM ORANI : İ.M.K.B.'DE BİR UYGULAMA

Gazi YILDIZ /

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İşletme Anabilim Dalı
Danışman : Yrd.Doç.Dr. Ünal ŞAKAR

Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eylül, 1999

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

HİSSE SENEDİ YATIRIM KRİTERLERİ VE ALTERNATİF OLARAK MVA/EVA DEĞİŞİM ORANI : İ.M.K.B.'DE BİR UYGULAMA

Gazi YILDIZ

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 1999

Danışman : Yrd.Doç.Dr. Ünal ŞAKAR

Tasarruflarını hisse senedi satın alarak değerlendirme kararı alan bir yatırımcı için hisse senedini satın alacağı şirketi nasıl seçeceği konusu önem kazanmaktadır. Yatırımcılar, hisse senetlerine yatırımlarını yaparken çeşitli kriterleri gözönünde bulundurarak yatırım kararı vermektedirler. Bu kararlarının doğruluğu da yatırım süresinin sonunda, hisse senedini elden çıkarırken aldığı fiyat ile yatırım dönemi sonunda satacağı fiyat ve yatırım süresi döneminde o yatırımdan sağladığı diğer kazançlar arasındaki fark veya yüzdesel değişimle ve alternatif yatırım araçlarının aynı süre içinde sağladığı kazançların karşılaştırılması ile ortaya çıkar.

Yatırımcıların, hisse senetlerine yatırım yaparlarken kullanılan kriterlerden hangisi veya hangileri yatırımcı için daha uygun bir kriter olacaktır? Araştırmamızda en çok kullanılan yatırım kriterlerine göre oluşturulacak portföylerin mi, yoksa bu kriterlere alternatif olarak sunduğumuz, son yıllarda finans dünyasının ilgi odağı haline gelen, şirketlerin yarattıkları ekonomik katma değer ile yaratılan bu değere piyasanın tepkisini gösteren piyasa katma değeri rakamlarının arasındaki ilişkiye göre oluşturulacak portföylerin mi daha tutarlı olduğu, bu kriterlere göre oluşturulacak portföylerin getirileri hesaplanarak, hisse senetlerine yatırım yaparken gözönüne almamız gereken değerlendirme ölçütünün ne olması gerektiği ortaya konacaktır.

Birinci bölümde genel olarak yatırım kavramı ve hisse senedi yatırımlarında hisse senedini değerlemede karşımıza çıkabilecek konulardan bahsedilmiştir.

İkinci bölümde hisse senetlerine yatırımlarda en çok kullanılan yatırım kriterlerine ve bu kriterlerle ilgili olarak yapılan araştırmalar konusunda bilgiler verilerek Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) kavramları ve birbirleriyle ilişkilerine değinilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise araştırmamızın amacı, yöntemi ve ikinci bölümde bahsi geçen 5 yatırım kriterine göre 1995-1999 dönemi için oluşturulabilecek portföyler tespit edilerek, bu portföylerin 4 yıl boyunca getirileri hesaplanmıştır. Bulunan sonuçlara göre bu 5 kriterden hangi kriterin yatırım kararı verirken hangisinin daha uygun olacağının değerlendirilmesi yapılmıştır.

ABSTRACT

For an investor who decides to invest his/her savings by buying shares, it gains importance how to choose the company that he/she will buy the shares of it. Investors decide for investment by considering various criteria. The correctness of these decisions appear at the end of the investment period by the difference between the buying price and the selling price of the shares and the difference or change by percent between the other benefits obtained from that investment in the investment period and by the comparison of the benefits obtained by alternative investment tools during the same period.

Which one or ones are the most suitable criteria used for investments on shares by investors? Either the portfolio designed according to the investment criteria that are mostly used or the portfolios designed according to the relationship between the amounts of the market value added, which shows the reaction of the market to this value that is created by the companies, which we propose as an alternative to these criteria and become the focus of the financial world in the recent years would be feasible, is to be searched in our study. This will be performed by calculation of the incomes of portfolios designed according to these criteria and the valuation measure that is to be taken into account in share investments.

In the first section general investment concept and other topics that we can face on valuation of the shares at share investments are considered.

In the second section concepts of Economical Value Added (E.V.A.) and Market Value Added (M.V.A.) and their relations have been explained by giving information on shares, the most used investment criteria and research about those criteria.

In the third and last section the aim, method of our research and the portfolios that can be formed for the period of 1995-1999 according to 5 investment criteria considered in the second section were determined and the incomes from these portfolios for 4 years were calculated. According to the results obtained it was evaluated which of those five criteria would be feasible for the investment decision.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Gazi YILDIZ'm "Hisse Senedi Yatırım Kriterleri ve Alternatif Olarak MVA/EVA Değişim Oranı: İ.M.K.B.'de Bir Uygulama" başlıklı tezi 17 Kasım 1999 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Yrd.Doç.Dr.S.Ünal ŞAKAR

Üye : Prof.Dr.Semih BÜKER

Üye : Prof.Dr.Nurhan AYDIN

TABLÖLAR LİSTESİ

Seçilen Portföylerin Yatırımcılarına Sağladıkları Nominal Getiri Oranları 72

Seçilen Portföylerin Yatırımcılarına Sağladıkları Reel Getiri Oranları 73

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil -1. E.V.A. öncesi çeşitli amaçlar için kullanılan finansal ölçümler, planlama, operasyon ve karar verme mekanizmalarını ayrı hedeflere yönlendirir** 39
- Şekil-2. E.V.A. bütün stratejik ve finansal kararları birbirine bağlayan bir hedef ölçüttür** 40

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	v
ÖZGEÇMİŞ	vi
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM KAVRAMI VE BİR YATIRIM ARACI OLARAK HİSSE SENETLERİ

1. YATIRIM KAVRAMI	2
2. YATIRIM YAPMAYI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	3
3. YATIRIM AMAÇLARI	4
3.1. Demografik Etkenler	4
3.1.1. Yatırımcının Yaşı Ve Sağlık Durumu	4
3.1.2. Yatırımcının Bakmakla Yükümlü Olduğu Kişilerin Sayısı Ve Yaşları	5
3.1.3. Yatırımcının Bilgisi Ve Zamanı	5
3.1.4. Yatırımcının Psikolojik Durumu	5
3.2. Finansal Etkenler	6
3.2.1. Sermayeyi Koruma İsteği	6
3.2.2. Değer Artışı Sağlama İsteği	6
3.2.3. Devamlı Gelir Elde Etme İsteği	7
3.2.4. Likidite	7
4. YATIRIM ARACI OLARAK HİSSE SENETLERİ	8
4.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Özellikleri	8

4.2. Hisse Senetlerinin Fiyat Tanımlamaları	10
4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat	10
4.2.2. İhraç (Emisyon) Fiyatı	10
4.2.3. Piyasa Fiyatı	10
4.2.4. Borsa fiyatı	11
4.3. Hisse Senetlerinin Değer Tanımlamaları	11
4.3.1. Defter Değeri	11
4.3.2. Tasfiye Değeri	12
4.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri	12
4.3.4. Net aktif değeri	12
4.3.5. Alternatif Gelir Değeri	13
4.3.6. Gerçek Değer	13
5. HİSSE SENETLERİNİ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	14
5.1. Temel Analiz Yöntemi	15
5.1.1. Ekonomi Analizi	16
5.1.2. Endüstri Analizi	20
5.1.3. Şirket Analizi	22
5.2. Teknik Analiz Yöntemi	24
5.3. Rassal Yürüyüş Yöntemi	25
5.4. Portföy analizi	26

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNE YATIRIM KARARLARINDA EN ÇOK KULLANILAN KRİTERLER

1. FİYAT / KAZANÇ ORANI	28
2. TEMETTÜ VERİMİ ORANI	32
3. PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ ORANI	33
4. PİYASA DEĞERİ	35
5. EKONOMİK KATMA DEĞER (E.V.A.® : ECONOMIC VALUE ADDED) VE PİYASA KATMA DEĞERİ (M.V.A. : MARKET VALUE ADDED)	
5.1. Ekonomik Katma Değer	36
5.2. Piyasa Katma Değeri	43
5.3. EVA ® ile MVA'nın İlişkisi	45
6. HİSSE SENEDİ YATIRIM KRİTERLERİNE GÖRE OLUŞTURULAN PORTFÖYLERİN PERFORMANSLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ İLE İLGİLİ YAPILAN ARAŞTIRMALAR	47
6.1. Dünya'da Yapılan Araştırmalar	47
6.2. Ülkemizde Yapılan Araştırmalar	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNDE YATIRIM KRİTERLERİNE GÖRE UYGUN PORTFÖY OLUŞTURMA UYGULAMASI

1. ARAŞTIRMANIN AMACI	52
2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	53

3. HİSSE SENETLERİ YATIRIM KRİTERLERİNE GÖRE OLUŞTURULAN PORTFÖYLER	55
3.1. F/K oranına göre oluşturulan portföyler	55
3.2. Temettü Verimi oranına göre oluşturulan portföyler	57
3.3. P.D./D.D. oranına göre oluşturulan portföyler	58
3.4. Piyasa Değerine göre oluşturulan portföyler	60
3.5. MVA/EVA Değişim Oranı'na göre oluşturulan portföyler	62
4. PORTFÖYLERİN GETİRİLERİNİN HESAPLANMASI	64
5. ELDE EDİLEN SONUÇLAR VE DEĞERLENDİRİLMESİ	65
5.1. F/K Oranlarına göre elde edilen sonuçlar	65
5.2. Temettü Verimi oranına göre elde edilen sonuçlar	66
5.3. PD/DD oranına göre elde edilen sonuçlar	68
5.4. Piyasa Değerlerine göre elde edilen sonuçlar	69
5.5. M.V.A./E.V.A. Değişim oranına göre elde edilen sonuçlar	70
SONUÇ	75
EKLER	
EK 1. F/K Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	81
EK 2. F/K Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	82
EK 3. F/K Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	83

EK 4.	F/K Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	84
EK 5.	Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	85
EK 6.	Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	86
EK 7.	Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	87
EK 8.	Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	88
EK 9.	P.D./D.D. Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	89
EK 10.	P.D./D.D.Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	90
EK 11.	P.D./D.D.Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	91
EK 12.	P.D./D.D.Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	92
EK 13.	Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	93
EK 14.	Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	94

EK 15.	Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	95
EK 16.	Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	96
EK 17.	M.V.A / E.V.A Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	97
EK 18.	M.V.A / E.V.A Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	98
EK 19.	M.V.A / E.V.A Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	99
EK 20.	M.V.A / E.V.A Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları	100
	THE EVA® - MVA TURKISH RANKING FOR 1998 – All Sectors	101
	KAYNAKÇA	106

GİRİŞ

Tasarruf sahipleri, diğ er bir ifade ile fon arzed enler, tasarruflarını çeş itli yatırım araç larına yatırarak değ erlendirmektedirler. Yatırımcılar, tasarruflarını hisse senedi olarak değ erlendirme kararı aldıklarında diğ er yatırım araç larında olduğu yatırım stratejilerini belirlerken yatırımlarından mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmeyi hedeflerler. Ancak yatırımcıların elde etmeyi bekledikleri getiri oranı ile elde ettikleri getiri oranı arasında olumlu veya olumsuz farklar oluş ur. Bu farklar, finansal araç larla ilgili gelecekteki belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle tasarruflar herhangi bir alanda değ erlendirilirken piyasanın bütünü hakkında da mutlaka bilgi sahibi olmak gerekmektedir. Özellikle hisse senedi piyasasına yatırım yapmak ve piyasayı izlemek için bilgi birikimine sahip olmak gerekir.

Yatırımcılar tasarruflarını hisse senedi satın alarak değ erlendirme kararı verirken, hisse senedini satın alacağı şirk eti nasıl seç eceğı konusu da önem kazanır. Ülkemizde yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yaparken kendi inceleme ve gözlemlerinin yanısıra aracı kurumların hazırladıkları raporlara, çevrelerinden duydukları bir takım haberlere, iç erden öğ rendikleri bilgilere, yatırım danış manlarının görüşlerine, şirk etlerin sunduğu finansal raporlar doğ rultusunda hazırlanan ve piyasada kabul görmüş bir takım oranlara, v.b. sayabileceğimiz etkenlerden birine veya birkaçına dayanarak yatırım yapmaktadırlar.

Yatırımcılar yatırımlarını yaparken göze alabilecekleri risk seviyesine göre uygun yatırım aracını seçeceklerdir. "Getiri riske katlanmanın karşılığında sağlanan bedeldir" deyişinden hareketle daha fazla getiri için katlanılması gereken risk daha büyük olacaktır. Özellikle yatırım aracı olarak hisse senetlerini seçen yatırımcıların bu konularda daha dikkatli davranması gerekecektir. Çünkü sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapıldığında yatırımın nakde dönüş eceğı tarihte sağlayabileceğı getiriyi bugünden hesaplamak olanaklı iken, hisse senetlerine yapılacak yatırımlarda bunu önceden kestirebilmek oldukça güçtür. Yatırımcının amacı, tasarruflarını enflasyon karşısında kayba uğ ratmamak ve bu tasarruflarından bir getiri sağlamak ise hisse senedine yatırım yapmak yatırımcının bu amacını gerçekleştirebilir.

BİRİNCİ BÖLÜM

YATIRIM KAVRAMI VE YATIRIM ARACI OLARAK HİSSE SENETLERİ

1.Yatırım Kavramı

Yatırım, maddi veya manevi çıkar, kar, kazanç sağlamak için önceden yapılan harcama olarak tanımlanabilir. Yatırım bir kerede yapılacağı gibi çeşitli zamanlara da yayılabilir. Aynı durum yatırım getirisinin tahsil edilmesinde de söz konusudur. Yatırım, sahip olunan paranın değerini kaybetmesi tehlikesinden korumak veya ödünç para ile yatırım yaptıktan sonra borcu faizi ile birlikte ödeyip kar etme gibi çeşitli amaçlarla yapılabilir.

Herhangi bir yerde değerlendirilen paranın yatırım olarak adlandırılması için gerekli süre belirtilmemektedir. Bu noktada da paralarını örneğin bir gün için “kar edilmesi beklenen kıymette değerlendirenlerin” yatırım yapıp yapmadıkları sorusuna bir cevap vermek zorlaşmaktadır¹.

Bugün tüketeyeğinden daha çok paraya sahip olan herkes beklenir bir yatırımcıdır. Tüketeyeğinden fazla paraya sahip olan kişiler ellerindeki tasarrufları bir süre fayda sağlayacak bir amaca bağlamasıyla yatırım yapmış olurlar. Bu kişiler ister tasarruflarını belirli bir faiz karşılığında bankada tutsunlar, isterse büyümekte olan bir şehrin yakınlarında parsellenmiş arsalar alsınlar, bir yatırım kararı vermiş olurlar.

Yatırımcılar yaptıkları yada yapmayı düşündükleri yatırım sonucu bir fiyat kazancı veya kar payı umarlar. Yatırım, gerçekte bir gelir veya sermayeye büyüme imkanı sağlayan bir işlemdir. Yatırım yapmanın yolları ise çok çeşitlidir. Biz bunlar arasından yalnız sermaye piyasası yatırımlarını ele alarak incelemelerimize bu tür yatırımların tekniğine ilişkin çerçevede sınırlandıracağız. Böyle bir yatırım, hisse senedi ve/veya tahvil satın almak, sermayeyi bu tür kıymetlere yatırmak anlamındadır. Yatırımın her türüsünde olduğu gibi sermaye piyasası yatırımlarında da fayda sağlamak esastır.

Tasarruf sahipleri, diğer bir ifadeyle fon arzedenerler, tasarruflarının bir bölümünü veya tamamını menkul kıymet borsalarında değerlendirirler. Bu amaç doğrultusunda, yatırımcılar, yatırım stratejilerini belirlerken yatırımlarından mümkün olan en yüksek getiriye elde etmeyi hedeflerler. Ancak, yatırımcıların elde etmeyi bekledikleri getiri

¹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İ.M.K.B. Yayınları, İstanbul, Ekim 1995, s.366.

oranı ile elde ettikleri getiri oranı arasında olumlu veya olumsuz farklar oluşabilir. Beklenen getiri oranı, gelecekteki belirsizliklerden dolayı, hiçbir zaman garanti edilmiş bir getiri oranı niteliğini taşımaz. Gelecek ile ilgili belirsizlikten kaynaklanan getiri oranlarının farklılık göstermesi olasılığı, diğer bir ifade ile, gerçekleşecek getiri oranındaki belirsizlik, yatırımın riski olarak adlandırılır.

Yatırım, ister bir kişi isterse bir kuruluş için yapılsın, en önemli ve ilk başta belirlenmesi gereken konu, potansiyel yatırım miktarıdır. Yatırılacak varlık toplamı, yatırımın özünü oluşturur ve yatırımın her aşamasında alınacak kararları etkiler. Yatırım miktarını belirleyecek tek kişi aslında yatırımcının kendisidir. Yatırım danışmanları ile yatırımcının çevresindeki kişilerin de bu konuda belli ölçüde etkili olacağını unutmamak gerekir. Yatırım miktarının belirlenmesinde düşünülen tutarın miktarı ve bu miktara kısa vadede ihtiyaç olup olmayacağı önemlidir. Eğer bir süre sonra ihtiyacımız olacak bir para sözkonusu ise hisse senedi piyasasına adım atmak yanlış olabilir. Kişilerin gelir düzeyinin ne olduğu ve süreklilik arzemesi önemlidir. Yatırımcılar uzun vadeli düşünebilecekleri fonlarını sermaye piyasasında değerlendirmelidirler.

2. Yatırım Yapmayı Etkileyen Faktörler

Yatımlarla ilgilenenler, sadece kendi veya diğer kişi ve/veya kuruluşların tasarruflarını değerlendirenler veya değerlendirmeyi düşünenler ile sınırlı değildir. Sermaye piyasasında danışmanlık, aracılık gibi çeşitli konularda hizmet verenler özel ve kamu sektöründeki çeşitli kuruluşlar, alternatif piyasalarla ilgilenenler ve basın da yatırım konusunda bir hayli ilgilidir. Kişilerin yatırım amaçları, niteliklerine, içinde buldukları sosyo ekonomik durumlara göre değişmektedir. Sıralamak gerekirse;

- Tasarruflarının miktarı az, orta veya oldukça fazla olanlar,
- Tasarruf sahibinin mesleği ve gelir çeşidi,
- Tasarruf sahibinin likidite durumu,
- Tasarrufun getireceği gelirin aile bütçesindeki yeri,
- Tasarruf sahibinin parasını enflasyona karşı korumak isteyip istemediği,
- Tasarruf sahibinin yaş durumu,
- Tasarruf sahibinin gelirinin kendine normal bir yaşam düzeyi sağlayıp sağlayamadığı,

- Tasarruf sahibinin gelecekteki gelir durumu hakkındaki düşünceleri,
- Tasarruf sahibinin gelir vergisi mükellefi olarak durumu,
- Tasarruf sahibinin eğitim durumu,
- Tasarruf sahibinin ekonominin gidişi hakkındaki görüşleri,
- Tasarruf sahibinin sosyal ve siyasal konulardaki görüşleri,
- Tasarruf sahibinin yerleşim yeri,
- Menkul kıymetin likiditesi.

Yukarıda görüldüğü gibi her tasarruf sahibinin farklı nitelikler taşıması ve farklı durumlarda bulunması, tasarruf sahiplerinin yatırım amaçlarındaki etkenlerin farklılaşmasını ortaya çıkarmaktadır.

3. Yatırım Amaçları

Bir ekonomide kişilerin yatırım amaçları, gelecekteki gelirlerini arttırmak için mali olanaklarını yatırımlara yöneltmek olarak algılanabilir. Ancak enflasyon hızının yüksek olduğu ve aynı zamanda gelir düzeyinin düşük olduğu gelişen ekonomilerde, tasarruf sahiplerinin yatırım amaçları içinde buldukları durumları incelemek gerekmektedir. Bu etkenler demografik ve finansal etkenler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

3.1. Demografik Etkenler

3.1.1. Yatırımcının Yaşı Ve Sağlık Durumu

Yatırımcının yatırım amacını belirleyen en önemli etken yaşı ve sağlık durumudur. Sağlığı pek iyi olmayan üstelik yaşlı bir tasarruf sahibi elindeki parayı nakit halinde tutmak isteyebilir. Elindeki hazır satın alma gücünü tehlikeye atmamak için gelir ve güveni elindeki paranın değer artışına yeğ tutacaktır. Öte yandan genç bir tasarruf sahibi elinde nakit bulundurma yerine satınalma gücünü korumayı ve elindeki paranın değerinin artışını isteyebilir. Yani birinci tasarruf sahibi kendisine gelir getirecek aynı zamanda riski az menkul kıymetleri seçmeyi tercih ederken, ikinci tasarruf sahibi ise yatırdığı parayı koruyacak ve yatırdığı paranın artışını sağlayacak menkul kıymetleri arayacaktır.

3.1.2. Yatırımcının Bakmakla Yüklü Olduğu Kişilerin Sayısı Ve Yaşları

Okul çağında çocukları olan bir tasarruf sahibi çocuklarının okul giderleri için ayıracağı parayı hisse senedi satın almak yerine nakit olarak tutmayı veya istediği anda nakde çevirebileceği menkul kıymetlere yatırmayı tercih edebilir. Tahvil almaya karar veren bir yatırımcı satın aldığı tahvillerin vadelerinin paraya ihtiyaç duyulduğu tarihe denk getirmeye çalışacaktır.

3.1.3. Yatırımcının Bilgisi Ve Zamanı

Kişilerin yatırım amaçlarının belirleyen üçüncü kişisel etken, kişinin ticari ve finansal konulardaki bilgisi ve araştırma için ayırabileceği zamandır. Bir hekimin kendi işinden zaman ayırarak ve menkul kıymetleri çıkaran şirketlerin finansal raporlarını incelemesi ve değerlendirmesi oldukça zordur. Çünkü daha önce finansal raporların nasıl inceleneceği ve değerlendireceğini bilmesi gerekmektedir. Bir işadamı bile kendi şirketinin sorunlarıyla ilgilenirken menkul kıymetlerini alacağı şirkete ilişkin zaman ayıramayabilir.

Buna göre araştırma yapacak zamanı ve yeterli bilgisi olan tasarruf sahipleri daha atılgan davranabilir. Kendi mesleklerinde uzmanlaşmış, yatırıma ayıracağı tasarrufu değerlendirme konusunda danışmana başvurulmayacak kadar az olan yatırımcılar daha tutucu olabilmektedirler. Tasarrufu daha çok olan yatırımcı ise yatırım danışmanına gerek duyabilir. Kültür seviyeleri yüksek kişilerin tercihleriyle diğerlerinin tercihleri de farklı olabilmektedir.

3.1.4. Yatırımcının Psikolojik Durumu

Menkul kıymet borsalarında olağan, önemsiz dalgalanmalar bile bazı kişilerin endişe kaynağı olabilir. Bu tasarruf sahipleri kendilerini huzur içinde, endişelerden uzak tutacak, fiyat oynamaları göstermeyen menkul kıymetleri tercih edeceklerdir. Geleceğe güvenle bakan dinamik yapılı kişilerin yatırım tercihleri de farklı olmaktadır.

3.2. Finansal Etkenler

Tasarruf sahipleri büyük fedakarlık ile elde ettikleri tasarruflarını yatırımlara yönlendirirken dört konuya önem vermektedirler.

3.2.1. Sermayeyi Koruma İsteği

Yatırılan sermayenin değerini bütün dünya ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de olumsuz yönde etkileyebilecek etmenlerden biri sürekli enflasyon olayıdır. Günümüzde sürekli enflasyon nedeniyle para gün geçtikçe değerini yitirmektedir. Diğer taraftan tasarruf edilen miktarlar karşılığında elde edilen faiz gelirleri çoğu zaman enflasyon artış hızının üstüne çıkamadığından tasarruf sahipleri devamlı gelir kaybına uğramaktadırlar. Bu durum satın alma gücünün kaybolmasına yol açmaktadır.

Tasarruf sahipleri sermayelerini korumak için enflasyon hızının üstünde gelir getiren gayrimenkul ve/veya menkullere yatırım yapmak amacını güderler. Ancak ülkemizde enflasyon oranının yüksek olmasından dolayı enflasyon oranının üzerinde gelir getiren menkul kıymetler sınırlıdır. Enflasyon döneminde sermayenin korunması amacıyla gayrimenkullere de yatırım yapılabilir. Genellikle enflasyon dönemlerinde gayrimenkuller gerçek değerlerini koruyabilmektedir. Ancak bugünün özel koşulları Türkiye’de bu olanağı azaltmakta hatta ortadan kaldırmaktadır.

3.2.2. Değer Artışı Sağlama İsteği

Yatırımcılar sermayelerini artırma amacı taşıdıklarından dolayı değer sağlayan yatırımlara yöneleceklerdir. Değer artışı sağlama riskli bir amaçtır. Değer artışını sağlamak için enflasyon oranının üzerinde değer artışı veya gelir getiren menkul ve/veya gayrimenkullere yatırım yapmak gerekmektedir.

Gelirden çok yatırılan sermaye miktarında artış isteniyorsa değer artışı gösteren hisse senetleri seçilmelidir. Fiyatları sürekli artan hisse senetlerinin çok aranması değer artışı ve fiyat artışının aynı anlama geldiğini düşündürülebilir. Fakat sürekli fiyat artışı gösteren hisse senetlerinin çok aranması bazılarının gelecekte fiyatlarının düşmesine yol açabilir.

3.2.3. Devamlı Gelir Elde Etme İsteği

Yatırım amaçlarını etkileyen önemli bir etken, yatırımcının yatırımlarında devamlı ve belirli bir yatırım geliri sağlamak isteğidir. Artan hayat pahalılığı karşısında aile bütçesini denk getirme olanağını yitiren tasarruf sahibi, aile bütçesini denk getirme olanağını sağlamak için belirli bir miktar gelire gereksinim duyacaktır. Bu durumda tasarrufuyla bir ek gelir temin etme yolunu arayacaktır. Yani maksimum gelir ve güvence etkenleri ağırlık kazanacaktır. Böyle bir amacı olan yatırımcının, istenen nitelikteki geliri getirebilecek hisse senetlerini yatırım amacı olarak seçmesi olağandır. Büyük gelişme atılımları göstermeyen fakat düzenli ve yeterli kar payı ödeyen adi hisse senetleri bu amacın gerçekleşmesine yarayan en uygun hisse senetleridir. Gıda endüstrisinin şirketleri ve gelişmesi dengeli endüstrilerin hisse senetleri bu amaç için uygundur.

3.2.4. Likidite

Likidite, yani gerektiğinde, gerçek değerine uygun olarak çabuk ve zararsız paraya çevirme imkanı, menkul kıymet yatırımlarında en önemli faktörlerden biridir. Pek çok kimse likiditeden vazgeçmemek için gelirden ve değer artışından vazgeçmektedir. İnsan hayatının büyük riskler ile her an karşı karşıya kalabildikleri bir çağda özellikle yaşlılar bu faktöre çok önem vermektedir. Hastalık, yaşlılık, tabii afetler ve kazalar gibi riskler insanları varlıklarının önemli bir kısmını likit halde tutmaya sevk etmektedir. En yüksek likidite ise devlet tahvillerinde bulunmaktadır. Özel sektör tahvillerinde likidite, tahvil çıkaran şirketin piyasadaki durumuna bağlıdır.

Hisse senetlerinde likidite, şirketlerin çalışmalarındaki başarı oranını da yükseltir. Talebi fazla olan hisse senetlerinin likiditesi de yüksek olur. Borsa kurtajı kadar bir zararla her an paraya çevrilebilir. Fakat hisse senedinin satın alındığı tarihten itibaren bu farkı kapatacak kadar yükselmesi, yatırımcının zararsız hatta karlı bir şekilde paraya çevrilebilir. Bu nedenle hisse senedi yatırımı, kısa süre içerisinde paraya çevrilme gereği duyulmayacaksa tavsiye edilebilir².

Amacın kar etme olduğu her yatırımda üstlenilmesi gereken riskler olduğu ve bu risklerin portföy oluşturularak bir ölçüde azaltılabileceği yatırım dünyasında iyi bilinen bir gerçektir.

² Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul, 1989, s.433.

Yatırım ister bir kişi isterse bir kuruluş için yapılışın en önemli ve ilk başta belirlenmesi gereken konu potansiyel yatırım miktarıdır. Yatırılabilir varlık toplama yatırımın özünü oluşturur ve yatırımın her aşamasında alınacak kararları etkiler. Bu miktarları belirleyecek tek kişi aslında yatırımcıdır. Yatırım danışmanları ile yatırımcıların çevresindeki kişilerinde bu konuda bir ölçüde etkili olabileceği unutulmamalıdır³.

Ortaklık yönetiminde söz sahibi olmayı sağlayabilecek blok alımlar hariç tutulacak olursa, tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yatırım yapmalarının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz⁴;

- i- Şirketin her yıl elde edeceği karlardan dağıtacağı temettü veya kar payı gelirini elde etme,
- ii- Hisse senedinin piyasada değer kazanması sonucu, sermaye kazancı elde etme,
- iii- Bedelli veya bedelsiz sermaye artırımlarından istifade etme.

Gelişmiş sermaye piyasalarının bulunduğu batı ülkelerinde, elde edilen kar payı gelirleri ve sermaye kazançları hemen hemen dengeli bir dağılım gösterirken, ülkemizde kar payı gelirleri çok düşük kalmakta, hisse senedi yatırımlarında sermaye kazancı beklentisi ön plana çıkmaktadır. Öte yandan, sermaye artırımları bazı durumlarda net sermaye kazancı sağlamasa bile yatırımcıları cezbedici bir faktör oluşturmaktadır.

4. Yatırım Aracı Olarak Hisse Senetleri

4.1. Hisse Senetlerinin Tanımı ve Özellikleri

Hisse senetleri, sahibine ortaklık hakkı sağlayan bir menkul kıymet türüdür. Hisse senedi sahibi, sözkonusu şirketin ortağıdır. Dolayısıyla şirketin faaliyet karı, varlıkları üzerinde sermayesi kadar hak sahibidir. Fakat ortakların bu hakkı, öncelik bakımından alacaklıların (şirkete borç verenler) hakkından sonra gelmektedir. Hisse senedi sahiplerinin hakları ve şirkete karşı yükümlülükleri çeşitli yasalarla düzenlenmiştir. Yasal düzenlemeler, Türk Ticaret Kanununun (T.T.K.) çeşitli maddeleri

³ KILAVUZ, a.g.e., s.367.

⁴ Mehmet BOLAK, Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Yay., İstanbul, 1994, s.151.

ile 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (S.P.K.) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu konuda yayınladığı tebliğlerden oluşmaktadır. Yatırımcılar açısından şirketin hisse senetlerini halka arz etmiş olup olmadığı da önemli olmaktadır. Şöyle ki; hisse senetlerini halka arz etmiş bir kuruluş hem T.T.K. hem de S.P.K. ve Kurulu'nun denetimine tabidir. Hisse senetlerini halka arz etmemiş, yani halka kapalı olan bir şirket ise ortaklara karşı yükümlülükleri itibariyle sadece T.T.K. hükümlerine tabidir⁵.

Hisse senedini satın alan kişiler, şirketin ortağı olmakta ve kardan pay almaktadırlar. Bu özellikleri ile hisse senetleri, sermaye şirketlerinde hisse senedi sahiplerinin sermaye payları üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden belgeler niteliğindedir⁶.

Hisse senetleri bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylardan bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen, hukuken kıymetli evrak niteliğinde bir belgedir. Hisse senedi, ortaklık ve mülkiyet senedi olup, her hisse senedi şirketin sermayesinin bir parçasını temsil eden ve tedavül kabiliyetine sahip bir menkul kıymettir. Hisse senedi anonim şirketle ortaklık hakkını temsil eden bir belgedir. Bu belgeye sahip olanlar şirkete ortaklık hak ve sıfatını kazanırlar. Bu nedenle şirketin karından pay alır, zarar varsa buna da katlanırlar. Bir hisse senedi sahibine aşağıdaki hakları sağlar⁷;

- Yatırılan sermaye oranında şirkete ortak olma,
- Şirketin faaliyetlerinden bilgi alma,
- Şirket yönetimine katılma ve oy kullanma,
- Şirketin karından pay alma,
- Sermaye artırımlarında yeni pay alma,
- Şirketin tasfiyesi halinde varlıklarından pay alma.

Bu bölümde hisse senetlerini değerlendirme yöntemlerini açıklamadan önce değerlemede karşılaşacağımız hisse senetleri fiyat ve değer tanımlamaları üzerinde duracağız.

⁵ Ünal BOZKURT, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, İstanbul, 1988, s.116.

⁶ Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU, **Finansal Yönetim**, Eskişehir, 1993, s.285.

⁷ Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU, **Sermaye Piyasası**, Eskişehir, 1992, s.27.

4.2. Hisse Senetlerinin Fiyat Tanımlamaları

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

4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Hisse senedinin yazılı olan fiyatıdır. Bunun anlamı toplam sermayenin miktarının belirlenmesi ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarının yapılabilmesine imkan sağlamasıdır⁸. TTK'ya göre ülkemizde hisse senedinin nominal fiyatı en düşük 500.-TL. olabilir ve bu değer 500'er TL.'lik farklarla arttırılabilir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İ.M.K.B.) işlem gören hisse senetlerinin genellikle nominal fiyatı 1.000.-TL.'dir. Ancak 100.000.-TL nominal değerli hisse senetleri de vardır⁹.

4.2.2. İhraç (Emisyon) Fiyatı

Hisse senetlerinin, şirket tarafından halka arzı aşamasında yani birincil piyasada satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değeri üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon fiyatı nominal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satış ordinosunda en düşük fiyat belirlemesi) sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir¹⁰.

4.2.3. Piyasa Fiyatı

Bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o hisse senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Piyasa fiyatı, arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır. Şirketin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa fiyatında

⁸ Necat BERBEROĞLU, Sadık ARSLAN, Muharrem AFŞAR, "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi", Eskişehir Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, cilt X, Sayı: 1-2, Eskişehir, 1992, s.7.

⁹ Mehmet ÇAVAS, Bireysel Yatırım Araçları, İletişim Yayınları, s.69.

¹⁰ KILAVUZ, a.g.e., s.119.

zaman içinde değişmeler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa; borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır¹¹.

4.2.4. Borsa fiyatı

Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyattır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek ve ağırlıklı ortalama fiyat gibi türlere ayrılır.

4.3. Hisse Senetlerinin Değer Tanımlamaları

Hisse senetlerinin değer tanımlamaları, hisse senedi verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır.

4.3.1. Defter Değeri

Bir şirketin özsermaye toplamının varsa birikmiş zararlar düşüldükten sonra bulunan miktarın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan deęerdir¹². Burada özsermaye ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, karşılıklar, dönem karı (zararı), yeniden değerleme değer artış fonları kastedilmektedir. Şirketin özsermayesi ödenmiş sermayesinden yüksek ise defter değeri nominal değerinden yüksek, aksi durumda ise defter değeri nominal değerden düşük olacaktır¹³.

Bir hisse senedinin defter değeri genellikle o hisse senedinin piyasa değerinden daha düşüktür. Hisse senedi fiyatı defter değerinden ne kadar az farklı ise o oranda önemi artar. Aşağıdaki şekilde formüle edilebilir¹⁴.

$$\text{Özsermaye} = \text{Ödenmiş Sermaye} + \text{İhtiyatlar} + \text{Karşılıklar} + \text{Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu} + \text{Dönem Karı (Zararı)}$$

¹¹ KILAVUZ, a.g.e., s.120.

¹² BOZKURT, a.g.e., s.117.

¹³ KILAVUZ, a.g.e., s.120.

¹⁴ Binnaz GÖKÇEK, **Bankacılıkta Matematiksel İşlemler**, Garanti Bankası Eğitim Merkezi Yayınları, Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş 2.Baskı, Ocak 1996, s.62.

$$\text{Hisse Senedinin Defter Değeri} = \text{Özsermaye} / \text{Hisse Sayısı}$$

4.3.2. Tasfiye Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri, piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır¹⁵. Tasfiye değeri, şirketin varlıklarının piyasa değeri ile borçları arasındaki miktara eşittir.

Hisse senetlerinin tasfiye değerini nominal değerden farklı kılan başlıca faktör, varlıkların defter değerlerinin piyasa değerlerinden farklı olmasıdır. Hisse senetlerinin defter değeri ve tasfiye değeri şirketin gelecekteki performansını dikkate almadığından eleştirilmekte ve yalnızca iflas ve tasfiye durumlarında önem taşımaktadır¹⁶.

4.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

Şirketin tek tek varlıklarının toplam değerinden başka elle tutulmayan “organizasyon” unsurunun da ele alındığı bir değerdir.

Şirketin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer sözkonusudur. Bu değer belirlenmesinde şirketin kazancı ile sözkonusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, şirketin piyasa değeri için alt sınırı oluştururken işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

4.3.4. Net aktif değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır¹⁷.

¹⁵ KILAVUZ, a.g.e., s.120.

¹⁶ Doğan BAYAR, Nurhan AYDIN, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, II. Baskı, Etam A.Ş. Matbaa Tesisleri, Eskişehir, 1994, s.380.

¹⁷ KILAVUZ, a.g.e., s.120.

4.3.5. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirlerden bir hisseye düşen gelir değerini açıklar. Türkiye’de alternatif gelir değeri belirlenmesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır¹⁸.

4.3.6. Gerçek Değer

Bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu şirketin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, şirketin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını dikkate alarak şirketin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında sözkonusu hisse senedi için normal buldukları değerdir. Diğer bir deyişle bu değer, şirketin kazanç gücü, büyüme potansiyeli gibi faktörlerle belirlenen hisse senedi değeridir. İdeal durumda ve denge durumunda piyasa değeri ve gerçek değer aynı olmaktadır¹⁹.

Şirket aktiflerinin güncel piyasa fiyatları ile değerlendirilmesi sonucu bulunan değer ile aktiflerin defter değerinin farkı, özsermaye ile toplanıp, hisse sayısına bölünmesi sonucu bir hissenin gerçek değeri bulunabilir. Bir hissenin gerçek değeri, özellikle o şirketin başka şirket ile birleşmesi durumunda önem kazanmaktadır. Genellikle bir hissenin gerçek değeri normal koşullar altında o hissenin defter değerinden yüksektir. Gerçek değer şu şekilde formüle edilebilir²⁰;

$$\text{Gerçek Değer} = (\text{Özsermaye} + \text{Aktiflerin (Piyasa Fiyatları} - \text{Defter Değeri)}) / \text{Hisse Sayısı}$$

¹⁸ KILAVUZ, a.g.e., s.121.

¹⁹ BOZKURT, a.g.e., 117.

²⁰ GÖKÇEK, a.g.e., s.61.

Hisse senedinin gerçek değerinin, şirketin gelecekte sağlayacağı beklenen gelirlerinden hareketle belirlenebileceği görüşü kabul görmesine karşılık, gelirlerin niteliği konusunda tam bir birliktelik sağlanamamıştır. Değerleme gelirlerin mi yoksa dağıtılan kar paylarının mı ele alınacağı konusunda yapılan tartışmalarda daha çok kar paylarının ele alınması gerektiği sonucuna varılmıştır. Hisse senetlerinin gerçek değerini kar paylarının kapitalize edilmesiyle bulunabileceğini ileri sürenler, görüşlerini şu şekilde savunmaktadırlar; sermaye piyasalarında yatırımcılar şirketlerin dönemsel gelirleri yerine ellerine geçecek kar paylarıyla ilgili olarak karar verirler. Ayrıca bir dönemde yaratılan gelir, geçmiş dönemde yatırıma ayrılmış gelirden de kaynaklanır. Bu nedenle dönemsel gelirler kapitalize edildiğinde bir döneme ait gelirin daha sonraki dönemde de kapitalize edilmesi nedeniyle hisse senetlerinin gerçek değeri yanlış hesaplanacaktır. Bunlar ve benzer nedenlerden dolayı hisse senetlerinin gerçek değerini belirlemede kar payı yaklaşımı daha çok benimsenmektedir²¹.

5. Hisse Senetlerinin Değerleme Yöntemleri

Hisse senetlerinin sağlayacakları getiriler bilinmemekle beraber, en yüksek karı sağlamak isteyen yatırımcılar, alternatif yatırım araçları ve hisse senetleri arasından seçim yapabilirler. Bu seçim için de çeşitli yöntemler oluşturulmuştur²².

Bütün değerlendirme yöntemlerinin temel amacı, piyasada yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri tespit etmektir. Gerek yatırımcı gerekse spekülâtör açısından piyasada üstün gelir elde etmenin en önemli koşulu, doğru tahminlerde bulunarak yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri belirlemektir²³.

Borsada aktif işlem yapan tasarruf sahiplerinin günlük spekülasyonlardan getiri sağlayabilmesi için şirketlerin ve son faaliyetlerinin de takip edilmesi gereklidir. Ancak borsada genelde kısa vadeli planlama ile değil orta ve uzun vadeli gelişmeleri planlayarak yatırım yapılması gerekmektedir. Bu nedenle şirketlerin ara bilançoları ve sektörel gelişme beklentileri önem kazanmaktadır²⁴.

Borsanın ve şirketlerin gözleme tutulması tasarruf sahiplerinin hangi hisse senetlerine yatırım yapacakları, ne zaman alıp ne zaman satacakları konusunda ilk

²¹ BAYAR, AYDIN, a.g.e., s.381.

²² BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.8.

²³ Murat UĞUZ, *Menkul Kıymetlerin Seçimi ve Yatırım Yönetimi*, Töbank Yay., İstanbul, 1990, s.249.

²⁴ BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.8.

yapacaklarıdır. Sonrasında kendilerine yardımcı olabilecek çeşitli yaklaşım biçimlerini ve değerlendirme yöntemlerini kullanmalıdırlar.

Hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin hangi hisse senetlerine yatırım yapacakları, ne zaman alıp ne zaman satacakları konularında kendilerine yardımcı olabilecek çeşitli değerlendirme yöntemleri vardır. Bu yöntemleri;

- Temel Analiz Yöntemi,
- Teknik Analiz Yöntemi,
- Rassal Yürüyüş (Random Walk)Yöntemi,
- Portföy Analizi Yöntemi

şeklinde sıralamak mümkündür. Bunlardan ilk üçü hisse senetlerini teker teker, portföy analizi ise aralarındaki etkileşimleri de dikkate alarak birden fazla hisse senedini bir arada değerlendirmeye yönelik yöntemlerdir²⁵.

Ancak biz çalışmamızda temel analize ağırlık vereceğimizden dolayı bu yöntem üzerinde açıklamalarımızı geniş tutarak, diğer üç yöntem hakkında genel bilgiler vermekle yetineceğiz.

5.1. Temel Analiz Yöntemi

Bu yöntem hisse senedinin borsada aldığı ve alacağı değeri değil; hisse senedinin fiyatını belirleyen karlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesi söz konusudur. Teknik analizci, bir hisse senedinin cazibesini hiçbir zaman piyasanın değişebilir standartlarıyla ölçmez, fakat, kendisinin yatırım yapmaya değer gördüğü fiyatı belirler ve daha sonra da fiyatı piyasa fiyatlarıyla karşılaştırır. Yatırım kararının verilmesi için, piyasa fiyatının hesaplanan fiyatın altında olması gerekir. Farklı yatırımcıların aynı hisse senedi için farklı yatırım değerleri hesaplayabilecekleri de bir gerçektir. Temel analiz yönteminde, hisse senedinin değerlendirilmesi aşamasına gelmeden önce ekonomi, endüstri ve şirket analizlerinin yapılması yararlı görülmektedir.

Temel analiz, büyük ölçüde hisse senedi ve onu ihraç etmiş kuruluşla ilgili bilgilere bağlıdır. Bu bilgiler, kamuya açıklanan bilgilerden ve kamuya açıklanmamış

²⁵ BOLAK, a.g.e., s.152.

şirket içi bilgilerden oluşur. Bilgiler piyasaya geldikçe, tahminler revize edilir ve cari piyasa fiyatı ile karşılaştırmalar yapılır²⁶.

5.1.1. Ekonomi Analizi

Bilindiği gibi Dünya’da sermaye piyasaları, pazar ekonomilerinin itici güçlere olan girişimlerin atılımlarının gerektirdiği risk unsuru taşıyan sermayelerini oluşturma gayretleri sonucu oluşmuşlardır. Zaman içerisinde, girişimcilerin ortak gereksinimlerinin yoğunlaşması ve tasarruf sahiplerinin de hisse senedi yatırımlarının tasarrufları için iyi bir seçim olarak kabullenmesiyle borsalar gelişmişlerdir. Artan işlem hacimleriyle, işlem gören hisse senetlerinin her birinin sermaye içerisindeki payının büyümesi ve deneyimlerinin birikimi sonucu, bu işlevlerini mülkiyet değişimlerinin doğru fiyatlardan gerçekleştirmelerini de sağlayabilerek yerine getirmeyi başarmışlardır. Ancak pazar ekonomileri için yalnızca bir pazar olmaktan öte ekonomilerin, sektörlerin ve şirketlerin gidişatlarının kestirilmesinin vazgeçilmez, güvenilir göstergeler kaynağı haline gelmişlerdir²⁷.

Hisse senedine yapılan bir yatırımın karlı olma olasılığı, güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir. Bu nedenle, genel ekonomik duruma ilişkin beklentilerin ortaklığın çalışma koşullarını etkileyeceğini bilen bir yatırımcının kendi planlama dönemi içinde ekonominin genel göstergelerinin alacağı değerleri ve ekonomideki dalgalanmaları izlemesinde yarar vardır. Ekonomik gelişme veya daralma, şirketin stok, finanslama, fiyatlandırma ve yatırım politikasını, alacak ve borçlarının yönetimini vb. etkiler. Ayrıca enflasyon oranı, piyasadaki faiz oranı gibi büyüklükler, yatırımcıların yapacakları yatırımdan bekledikleri kazanç oranının belirlenmesine temel teşkil ederler. Bu nedenlerle, genel ekonomik durumdaki değişimin yönünün tahmin edilmesi yatırımcı açısından büyük önem taşımaktadır²⁸.

Genellikle ortaklık, endüstri ve ekonomi arasında çok sıkı bir ilişki vardır ve temel analizin ilk adımı yatırım yaptığımız ekonomik çevreyi tanımaktır. Çünkü hisse senedine yapılan yatırımın karlı olma olasılığı güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir. Borsaların ve pazar ekonomisinin birbirini etkilemesi gerçeği bir yana, genel

²⁶ BOZKURT, a.g.e., s.100.

²⁷ BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.9.

²⁸ BOLAK, a.g.e., 153.

ekonomik durumla ilgili şu göstergeler borsayı dolayısıyla hisse senetlerinin değerlendirilmesinde önemli rol oynamaktadır²⁹;

- **Gayri safi milli hasıla (G.S.M.H.)** : Ekonomik durumla ilgili en çok kullanılan gösterge G.S.M.H. ve bunun artış hızıdır. G.S.M.H., bir ülkede belli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeridir. Bir dönemden diğerine G.S.M.H.'deki artış, ekonomik büyümenin en sağlıklı göstergesidir. G.S.M.H.'nin artış gösterdiği yıllarda hisse senetleri fiyatlarının da aynı eğilim içinde olduğu görülmektedir. Eğer G.S.M.H. düşüş eğiliminde ise enflasyon karşısında reel büyüme düşeceğinden, yatırımcılar kapitalizasyon oranını yükseltmekte ve hisse senetleri fiyatları düşmeye başlamaktadır.

- **Kişi başına harcanabilir gelir** : Bir ekonomide kişi başına harcanabilir gelir arttıkça bireyler daha fazla tasarruf edebilirler ve dolayısıyla da menkul kıymetlere daha fazla yatırım yapabilirler.

- **Para arzı** : Ekonomide kısa vadeli gelişmeleri değerlendirirken parasal göstergeler önemli bir etkidir. Para arzının artırılması yada azaltılması piyasadaki faiz oranlarını etkilemektedir. Dar anlamda para arzı (M1), emisyonun yanı sıra vadesiz tasarruf mevduatı ve Merkez Bankasındaki serbest mevduatı kapsamaktadır. Geniş anlamda para arzı (M2), M1 ve vadeli mevduatı içermektedir. Emisyon hacmindeki artış, hızlanan fiyat artışlarına yol açabileceği endişesi pek olumlu karşılanmamaktadır. M1'deki azalma, piyasada likidite ihtiyacını artırıcı yönde etki yapmaktadır. M2 ise kişilerin tasarruf eğilimlerini ortaya koymaktadır. M2'deki genişleme, özellikle M1 azalırken M2'de genişleme varsa bu vadeli tasarruf mevduatındaki artıştan ileri gelir ki, tasarruf eğilimindeki yükselmenin işareti olabilir.

- **Faiz oranları ve Enflasyon** : Enflasyon oranındaki hızlı artış, yatırımları daha pahalı hale getirebilir ve azalabilir. Enflasyon artışı faiz oranlarını yükseltir, paranın maliyeti artarken şirketler yatırım yerine tasarrufa gitmeyi tercih edebilir. Enflasyon kişilerin tüketim-tasarruf alışkanlıklarını değiştirir. Mutfak masraflarının artması,

²⁹ Gültekin KARAŞİN, *Sermaye Piyasası Analizleri*, S.P.K. Yayın No:4, 2. Baskı, Ankara, 1987, s.4.

televizyon, otomobil ve beyaz eşya gibi mallara olan talebi azaltabilir. Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu eğilimin tamamen tersini görmek mümkündür.

- **Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları** : Gelişmekte olan ülkelerde döviz kıt bir kaynaktır. Bu ülkeler bazı hammadde, yatırım malları itibariyle sanayileşmiş ülkelere bağımlıdır. Dış ticaret dengesi, ihracat ile ithalat arasındaki fark olduğuna göre, bu iki kalemtedeki değişmeler, ekonominin performansı açısından önemlidir. İhracattaki artış, ekonominin ihtiyacı olan dövizin artmasını sağlarken, bazı sektörlerdeki gelişmeyi beraberinde getirebilir.

- **Kamu kesimi harcamaları** : Kamu kesimi harcamaları milli gelir içinde önemli bir paya sahiptir. Bu nedenle, kamu kesimi gelirlerinin bütçe tahminlerine yakın gerçekleşmesi arzulanır. Aksi halde, bütçe açıklarının borçlanma ile kapatılması enflasyonist baskıların doğmasına neden olacaktır.

- **Nüfus artış hızı, işgücü** : Ekonomik durumdaki gelişmelerin analizinde nüfus artış hızı ve nüfusun yaş gruplarına göre dağılımı hem tüketici talebinin miktarı hem de türü hakkında bir fikir vermektedir. İşgücü verimliliğindeki artış, sanayileşme ve teknolojik gelişme ile kazanılır. Verimlilik artışı, maliyetlerde düşme ve bu düşmenin ürün fiyatlarına yansımaları, talep artışını da beraberinde getirmektedir. Sonuçta şirketlerin satış hacmi ve karları artabilir bu durum daha yüksek hisse senedi fiyatının oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Son olarak toplumda yaşayan kişilerin eğitim durumu, olanakları ve toplumda haberleşme kaynaklarının yaygınlığı bir taraftan verimlilik diğer taraftan kişilerin tasarruf, tüketim kararları üzerinde etkili olmaktadır.

- **Sabit yatırım harcamaları** : Kamu ve özel sektör yatırımları ekonomideki gelişmelerle ilgili fikir verebilir. Özellikle bu yatırımların sektörel dağılımı, sektörel büyüme potansiyeli hakkında bir fikir verir. Yine teşvik belgelerinin sektörel dağılımı ve miktarları da aynı konuda bilgi edinmeyi sağlamaktadır. Yatırımlar konusunda yardımcı olacak bir diğer gösterge yatırım malları ithalat mitaları olmaktadır. Bunların artışı yatırım artışını gösteren gelişmelerdir.

- **İnşaat endüstrisindeki gelişmeler** : İnşaat malzemeleri üreten işkollarında ve şirketlerin satışlarındaki artış, mobilya sanayinde ve beyaz eşya dalında da satışların artacağına, iş hacminin yükseleceğine işaret edebilir.

Ekonominin devresel hareketleri ile yukarıda belirtilen ekonomik göstergeler arasında zaman yönünden değişik ilişkiler bulunmaktadır. Bu ilişkiler üçe ayrılabilir ³⁰;

a) Öncü Göstergeler : Öncü göstergeler, ekonomide canlanma veya durgunluk oluşmadan önce bunların meydana gelebileceği ilişkin ipuçları verebilirler. Bu göstergelere para arzı, ödemeler dengesi, kamu harcamaları, yeni kurulan şirket sayısı ve stoklardaki değişim örnek olarak verilebilir.

Genel ekonomik durumun yakın geleceği hakkında bilgi sahibi olmak isteyen hisse senedi yatırımcısı için öncü göstergeler önemli olmaktadır. Çünkü öncü göstergelerden bazıları (para arzı, yeni kurulan şirket sayısı, inşaat endüstrisindeki gelişmeler vb.) genel ekonomik faaliyetin en yüksek düzeyine ulaşmasından, bazıları da (dış ticaret açığı, işsizlik, kamu kesimi açıklarının artması vb.) genel ekonomik faaliyetin en düşük düzeyine ulaşmasından bir süre önce (3 ay, 6 ay, 9 ay gibi) en yüksek veya en düşük noktalarına ulaşmaktadırlar.

Doğaldır ki, genel ekonomik düzeyin giderek canlanmakta ve tepe noktasına yaklaşmakta olduğunun tespiti, hisse senedi yatırımlarının cazibesini artırıcı bir faktördür. Aksi bir durum ise, yatırımcıya varsa elindeki hisse senetlerini satma kararı vermesi için uyarıcı olabilir.

Bazı durumlarda öncü göstergelerin çelişkili yorumlara yol açması mümkündür. Bazı göstergeler ekonomik canlanmaya işaret ederken, bazıları ekonomik daralma sinyalleri verebilir. Böyle durumlarda karar verebilmek için birkaç öncü göstergenin tek bir "bileşik öncü gösterge" içinde toplanması ya da yayılma indeksleri oluşturulması da kullanılan yöntemler arasındadır. Basit bir yayılma indeksi, öncü göstergeler içinde toplanması ya da yayılma indeksleri oluşturulması da kullanılan yöntemler arasındadır. Basit bir yayılma indeksi, öncü göstergeler içinde, değeri yükselenlerin sayısını, toplam öncü gösterge sayısına bölerek teşkil edilebilir. Örneğin 10 adet öncü gösterge mevcut

³⁰ Mustafa ÖZÇAM, Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye, SPK Yeterlilik Araştırması, Ankara Haziran 1990 s.48 ve 49.

ve 6 tanesinin değeri yükselmekteyse, yayılma indeksinin değerinin %60 olduğu kabul edilebilir³¹.

b) Eşzamanlı göstergeler : Eşzamanlı göstergeler, ekonomik canlanma veya durgunluk aynı anda değişime uğrayan göstergelerdir. Bu göstergelere örnek olarak sabit fiyatlarla gayri safi milli hasıla ve toptan eşya fiyatları endeksi verilebilir.

c) Gecikmeli göstergeler : Bu göstergeler ise devresel hareketlerden sonra değişime uğrayan göstergelerdir. Bankalarca uygulanan temel faiz oranları, ortalama istihdam süresi ve şirketlerin borçlanma oranları gecikmeli göstergelere örnek olarak verilebilir.

5.1.2. Endüstri Analizi

Borsayı dolayısıyla hisse senetlerini etkileyen ekonomik göstergeler kadar, şirketlerin geleceğine ait tahminlerde bulunabilme endüstri analizlerini gerekli kılmaktadır.

Ekonomik durum, dolaylı ve dolaysız olarak ekonomideki tüm şirketleri etkiler ve bu etki şirketlerin performansı ile hisse senedi fiyatlarına yansır. Halbuki şirketlerin karları, dağıtacakları kar payları ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda endüstri genelindeki bazı faktörlerin etkisiyle de değişme gösterir. Bu nedenle genel ekonomi üzerinde yapılan inceleme, iki aşamada şirketin faaliyette bulunduğu endüstri dalına yöneltilir³². Şirketler ekonomik durumun yanısıra faaliyet gösterdikleri endüstri genelindeki gelişmelerde de etkilenmektedirler.

Endüstriler ekonominin konjonktürel dalgalanmalar karşısındaki durumlarına göre sınıflandırılabilir. Bazıları bilgisayar, elektronik gibi konjonktürel dalgalanmalarından bağımsız olarak sürekli gelişme gösteren, büyüyen endüstrilerdir. Gıda, ilaç gibi endüstriler ise ekonomik dalgalanmalardan en az etkilenen yani kendini koruyan endüstrilerdir³³. Yatırım yapılması düşünülen endüstrinin bu sınıflamadan hangisine dahil olduğunu bilmek, ekonominin genel gidişatı hakkındaki tahminlerini yapmış olan yatırımcı için yararlı olacaktır.

³¹ BOLAK, a.g.e., s.153.

³² BOZKURT, a.g.e., s.137.

³³ "Temel ve Teknik Analiz Yöntemleri" İntermedya Ekonomi Dergisi, 5.Mart.1995, s.5.

Yatırımcı, ilgilendiği endüstrinin hangi türden ve hangi aşamada olduğunu belirledikten sonra yine bu endüstride fiyatların gösterdiği eğilim, endüstrinin büyüme hızı, endüstrideki teknolojik gelişmeler, rekabet koşulları vb. konularında araştırma yapması gerekmektedir. Endüstri analizinde dikkate alınacak bazı özellikler şöyle sıralanabilir³⁴;

-Endüstrinin geçmiş dönemlerinde satış hasılatları ve karlardaki büyüme :

Bu rakamlar, endüstrinin yaşam evresinin hangi bölümünde bulunduğunu, endüstrinin ürüne olan talebin durumunu göstermektedir.

-Gelecek dönemlerde endüstrideki arz ve talep durumu : Endüstrinin veya endüstride üretilen mal ve hizmetlerin arz ve talep trendlerinin yıllar itibariyle nasıl seyrettiğide yatırımcı açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, talep artışının kaynağının ne olduğu, gelecek yıllarda talepte bir artış bekleniyorsa, endüstrinin kapasitesinin bu ihtiyacı karşılamaya yeterli olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir.

-Rekabet koşulları : Endüstrideki şirketlerin bir takım maliyet etkinliklerine sahip olmaları nedeniyle piyasaya girişin engellenmiş ya da kısıtlanmış olması ve ölçek ekonomileri nedeniyle sağlanmış avantajlar bulunması, endüstrinin karlılığını olumlu yönde etkileyebilecektir.

-İşgücü durumu : Özellikle emek yoğun endüstrilerde, işçi-işveren ilişkilerinde huzursuzluklar bulunması, bu endüstrilere yapılacak yatırımların geleceği hakkında tereddütler oluşmasına yol açabilmektedir.

-Hükümet politikaları : Resmi organların veya kamunun müdahalesi, sektörler arasında farklılık göstermektedir. Hükümetin, ilgili endüstriler için uyguladığı himaye politikaları ya da kısıtlayıcı tutumu yatırım kararlarını etkileyebilir.

³⁴ BOLAK, a.g.e., s.155.

-Uluslararası ilişkiler : Endüstrinin ihracat olanakları ve ithal bağımlılıkları, döviz kurlarındaki muhtemel değişiklikler ışığında değerlendirilmesi gereken önemli bir faktör oluşturmaktadır.

-Sosyal yaşamdaki değişimler : Sosyal yaşamdaki değişiklikler, tüketici davranışlarındaki ve zevklerindeki farklılıklar endüstrilerin geleceğini etkiler. Örneğin nüfus planlaması anlayışının gelişmesi bebek eşyası üreten şirketleri uzun dönemde zor durumda bırakabilecek bir gelişmedir.

-Söz konusu endüstrideki şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatları : Tüm diğer şartlar olumlu olsa bile, eğer bir endüstrideki şirketlere ait hisse senetleri çok aşırı fiyatlanmış durumdaysa bunlara yatırım yapmak rasyonel olmayabilir. Aksine endüstrinin durumu pek parlak görülmemekle birlikte, endüstrideki şirketlerin hisse senetleri çok düşük piyasa fiyatına sahipse bunlar cazip yatırımlar olabilir.

Yukarıdaki her bir unsorda meydana gelen değişimler endüstrileri çeşitli şekillerde etkiler. Bu unsurların analizi ile endüstrilerin ve endüstri içinde yer alan ortaklıklara ait hisse senetlerinin gerçek değerlerinin gelişimi belirlenmeye çalışılır³⁵.

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

5.1.3. Şirket Analizi

Genel ekonomi ve endüstri ile ilgili tahminler elde edildikten sonra sıra hisse senedinin gelecekte sağlayacağı getirileri belirlemek amacıyla, şirket analizine gidilir. Bunun için de, üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi, pazar payı, teknoloji gibi şirketler arasında üstünlük sağlayan özellikler alınır.

Ekonominin genel seyri ve endüstri unsurlarının dışında, her şirketin kendine has özellikleri hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Bu özellikler şirketin finansman şekli, kar payı dağıtım politikası, yönetim şekli, hukuki durumu, ortaklık

³⁵ Ferhat ÖZÇAM, *Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, S.P.K. Yayınları, Pelin Ofset Ltd.Şti., Ankara, Nisan 1996, s.11.

yapısı, üretim teknolojisi gibi bir çok konuyu kapsamaktadır. Şirketle ilgili bilgiler kaynaklar bakımından, iç veri kaynakları ve dış veri kaynakları olmak üzere ikiye ayrılabilir. İç veri kaynaklarının önemli bir kısmını şirket tarafından açıklanan mali tablo ve raporlar oluşturmaktadır. Ancak yasal düzenlemeler çerçevesinde ortaklıkların bazı işlemleri birkaç farklı şekilde muhasebeleştirme olanakları bulunduğundan, farklı uygulamaların etkilerine özellikle dikkat etmek gerekir. Şirket analizi ile iç ve dış veri kaynaklarından sağlanan bilgiler kullanılarak, şirketin hisse senetlerinin gerçek değeri belirlenmeye çalışılmaktadır³⁶.

Şirketin gelecek yıllarda sağlayacağı karların ve dağıtacağı kar paylarının tahmini için öncelikle geçmiş yıllarda sağlanan karlar ve dağıtılan kar payları incelenip değerlendirilmelidir. Bunun için geçmiş yıllara ait mali tablolara ve faaliyet raporlarına gereksinim vardır. Geçmişle ilgili bilgiler geleceğin tahmininde kullanılmaktadır³⁷.

Şirket karını etkileyen faktörlerin analizinde, çalışmaların odak noktasını şirket analizi teşkil eder. Bu analizde amaç, tek tek şirketlerin etkinliğini değerlendirmek suretiyle, gelecekteki net kar miktarlarının tahmin edilmesidir. Şirket analizi genellikle üç aşamada yürütülür³⁸;

- Şirket karını etkileyen faktörlerin analizi,
- Şirketin büyüme hızını etkileyen faktörlerin analizi,
- Şirket karının tahmini.

Proforma mali tabloların oluşturulması ve karı hesaplanmasında kullanılacak yöntemlerden biri de oran analizleridir. Geçmiş yılların verilerinden hesaplanan çeşitli oranlar şirketin geçmiş ve mevcut performansı hakkında fikir vereceği gibi, bu oranların gelecekte de korunacağı varsayımı altında geleceğe yönelik performans mali tablo tahminleri yapılabilir. Bu amaçla kullanılacak başlıca oranlar şunlardır³⁹;

Likidite Oranları :

- Cari Oran (K.Vadeli Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar)
- Likit Oran (K.Vadeli Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar)
- Nakit Oranı (Kasa+Banka+Serbest Men.Kıym./KısaVad. Borçlar)

³⁶ ÖZÇAM, a.g.e., s.11.

³⁷ BOLAK, a.g.e., s.156.

³⁸ UĞUZ, a.g.e., s.269 ve 270.

³⁹ BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.11.

Faaliyet Oranları :

- Alacak Devir Hızı (Krd. Satışlar/Net Ticari Alacaklar)
- Stok Devir Hızı (Satılan Malın Maliyeti / Stoklar)
- Top. Varlık Devir Hızı (Net Satışlar / Toplam Varlıklar)

Finansal Yapı ile İlgili Oranlar :

- Toplam Borç / Toplam Varlık Oranı
- Toplam Borç / Özsermaye Oranı
- Faiz Karşılama Oranı (Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Faiz Giderleri)

Karlılık Oranları :

- Brüt Satış Karı (Net Satışlar - S.M.M. / Net Satışlar)
- Özsermaye Karlılığı (Vergi Sonrası Net Kar / Özsermaye)
- Top. Varlık Karlılığı (Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlık)

Hisse senetlerinin değerlendirilmesinde temel analiz yönteminin aşamalarından geçilmesiyle ulaşılan sonuçların, çeşitli yöntemlerle formüle edilmesiyle sonuca ulaşılır. Bu formüller üzerinde ikinci bölümde daha sonra ayrıntılı olarak duracağız.

- Fiyat / Kazanç Oranı
- Temettü Verimi Oranı
- Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

5.2. Teknik Analiz Yöntemi

Çalışmamızda bizi esas olarak şirketin hisse senetleri piyasasında oluşan fiyat hareketleri değil, şirketlerin iç dinamikleriyle yarattığı gelirlerin, hisse senedi fiyatlarına nasıl yansıdığını değerlendirdiğimizden dolayı bu konulara detaylı olarak girilmeyecek ana hatlarıyla bilgi verilecektir.

Teknik analizde temel varsayım, piyasadaki hisse senetleri fiyatlarının kendi içlerinde, önceden izlenebilecek bir eğilime sahip olduklarıdır. Bu temel varsayımdan

hareketle, bir şirketin hisse senedinin geçmiş fiyat hareketlerini izleyen bir yatırımcı, bu fiyatların gelecekte ne yönde gelişeceği konusunda teknik bilgilere sahip olabilecektir⁴⁰.

Teknik analizin temel varsayımlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür⁴¹;

- Piyasa fiyatı yalnızca arz ve talebin karşılıklı etkisiyle belirlenir,
- Arz ve talep, akılcı ve akıl dışı pek çok faktör tarafından etkilenir,
- Piyasadaki küçük dalgalanmalar bir kenara bırakılırsa, hisse senedi fiyatları

uzunca dönemler süren belirli trendler izlerler,

- Trenddeki değişimler arz ve talepteki kaymalardan dolayı ortaya çıkar,
- Hangi sebepten kaynaklanıyor olursa olsunlar, arz ve talepteki kaymalar er yada geç, piyasa hareketlerinin kaydedildiği grafikler aracılığı ile tespit edilebilirler,
- Bir takım fiyat hareketleri zaman içinde tekrarlanma eğilim gösterirler.

Bu varsayımlar, hisse senetlerinin geçmiş verileri dikkate alarak gelecekteki fiyatları tahmin etmeyi ve piyasanın gidişatını önceden görmeyi mümkün olabileceğini göstermektedir. Bu durumda hem piyasanın genel eğilimi, hem de tek tek hisse senetlerinin hareketleri tahmin edilebilir.

5.3. Rassal Yürüyüş Yöntemi

Bu yöntem, teknik analizleri kapsayan hisse senetleri değerlendirme yöntemlerinden farklı olması ve libere olmuş bir sermaye piyasasının varolduğu şartlarda geçerliliği ile fiyat değişmelerinin tesadüf olduğuna dayanır.

Liberal piyasa düzeninin geçerli olabilmesi için gerekli olan; fiyatların arz ve talep tarafından belirlenmesi, yeni bilgilerin piyasaya aynen yansımaları ilkesiyle, menkul kıymet fiyatlarının da her türlü bilgiyi yansıtacağı varsayılır⁴².

Rassal yürüyüş teorisinin geçerli olması için sermaye piyasasının etkin olması gerekmektedir. Etkin sermaye piyasasının özellikleri ise aşağıdaki gibi sıralanabilir⁴³;

- Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve bunlardan hiçbiri piyasayı etkileyecek bir paraya sahip değildir,

⁴⁰ Özer ERTUNA, *Türkiye'de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümler*, İ.T.O. Yay. No:187-6, İstanbul, 1987, s.187.

⁴¹ BOLAK, a.g.e., s.166.

⁴² BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.13.

⁴³ KARAŞİN, a.g.e., s.107.

- Menkul kıymetlerle ilgili bilgiler oldukça düşük bir maliyetle sağlanabilir. Ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler piyasaya derhal yayılır,

- Piyasalarda likidite yüksek, alım-satım giderleri düşüktür, böylece menkul kıymet fiyatları genel değişmelere kolayca uyum sağlayabilirler,

- Piyasaların kurumsal yapısı çok gelişmiştir ve düzenleyici mevzuat piyasaların istikrarlı çalışmasını sağlamaktadır.

Rassal yürüyüş yönteminin geçerliliğini sermaye piyasasının etkin bir yapıya sahip olması gerekmektedir. Piyasa etkinliğine göre üçe ayrılmaktadır⁴⁴; Zayıf formda piyasa etkinliği, yarı kuvvetli formda piyasa etkinliği, kuvvetli formda piyasa etkinliği.

5.4. Portföy analizi

Her türlü riskli projenin değerlendirilmesinde kullanılabilecek olan bu yöntem, piyasa araştırmasına dayanan çeşitli çalışmaları gerektirmesi nedeniyle kapsamlı olduğundan, burada kısaca değinilecektir.

Yatırım yöneticiliğinin temel yaklaşımlarından birisi, yatırım olayını genel bir yatırım planının bir parçası olarak değerlendirme gereğidir. Sermaye piyasasında son zamanlarda ortaya çıkan ve süratle yaygınlaşan müşterek yatırım fonlarının temelinde bu yaklaşım yatmaktadır. Böylece yatırıma yönlendirilecek fonlar ne kadar küçük olursa olsun, ortak bir hesapta toplanarak, riskin dağıtılması esasına göre farklı menkul kıymetlere plase edilmektedir. İşte bu şekilde, aralarında herhangi bir sınırlama yapılmaksızın, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan genel yatırım planına portföy denilmektedir. Bu çerçevede içinde her menkul kıymet, yatırım portföyünün bir parçasını oluşturmaktadır⁴⁵.

Herhangi bir yatırımcı tüm servetini tek bir finansal varlığa yatırdığında beklenmedik olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve yatırımın zararlı sonuçlanması halinde bütün servetini yitirebilecektir. Oysa birden fazla finansal varlığa yatırım yapıldığında, tüm yatırımların olumsuz sonuçlanması ve tüm servetin yitirilmesi küçük bir ihtimal haline gelmektedir. Yatırımcı, yaptığı yatırımların bir veya bir kaçında zarara uğrasa bile muhtemelen diğer yatırımları sonuç verecek ve büyük zararlara uğramaktan kurtulabilecektir.

⁴⁴ BOLAK, a.g.e., s.183.

⁴⁵ BERBEROĞLU, ARSLAN, AFŞAR, a.g.e., s.14.

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNE YATIRIM KARARLARINDA EN ÇOK KULLANILAN KRİTERLER

Temel Analiz’de ekonomi, endüstri ve şirketle ilgili analizler yapıldıktan sonra hisse senedinin gerçek değeri belirlenmeye çalışılır. Hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye yönelik yaklaşımlar bu bölümde açıklanmaktadır.

Hisse senedi değerlemeleri, gerçekte bugünkü değer kavramlarına dayanmaktadır. Yatırımcı için hisse senedinin değeri, yatırımcının hisse senedinden gelecekte sağlayacağı gelirlerin bugüne indirgenmiş değerine eşittir⁴⁶.

Hisse senedinin piyasada sahip olduğu fiyatın ne kadar gerçekçi olduğuna karar verebilmek, yatırımcılar için önem taşımaktadır. Sermaye piyasasında gerçek değer üzerinde veya altında bir fiyatla satılan hisse senetleri bulunabilir. Gerçek değer üzerindeki fiyat, o fiyatın oluşmasına neden olmuş koşulların bir süre sonra ortadan kalkması sonucu, gerçek değerine doğru düşebilir. Gerçek değer altında oluşmuş fiyat ise bir süre sonra gerçek değere doğru tırmanabilir. Gerçek değer altında fiyatla satılan hisse senedini satın almak yatırımcıya sermaye kazancı elde etme olanağı verirken, gerçek değer üzerinde fiyatla hisse senedi satın almak, yatırımcının, hisse senedinin gerçek değerine gerilemesi nedeni ile yatırım veriminin düşmesine neden olabilir⁴⁷.

Yatırımcılar, hisse senetlerinin “gerçek değeri”ni hesaplayarak, piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırırlar ve buna göre alım–satım kararı verirler. Bir hisse senedinin gerçek değeri, şirketin mali tablolarındaki kalemlerin, şirket yönetiminin, geçmiş dönemdekine ek olarak özellikle gelecekteki kar ve kar payı rakamlarının ve çeşitli risklerin incelenip yorumlanması sonucu bulunur⁴⁸.

⁴⁶ BOZKURT, a.g.e., s.104.

⁴⁷ Cevat SARIKAMIŞ, *Sermaye Pazarları*, Genişletilmiş 3.Basım, Alfa Yayınları, Ocak1998, İstanbul, s.231.

⁴⁸ KILAVUZ, a.g.e., s.376.

Gerçek değer, bir denge değeridir. Bu değer, hisse senedinin piyasa fiyatı ile karşılaştırılır ve hisse senedinin düşük veya aşırı değerlendirilmiş olup olmadığı test edilir. Düşük değerlendirilmiş ise hisse senedinin satın alınması, yüksek değerlendirilmiş ise satılması gereklidir⁴⁹.

1. Fiyat / Kazanç Oranı

İlk olarak Burton G. Malkiel tarafından önerilen bu yöntem, hisse başına net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gereğinden hareket eder. Söz konusu çarpan katsayısı, şirketin her 1.-TL'lik vergi öncesi hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL. ödemeye razı olduğunu gösterir. Özellikle büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak gözükken şirketlerin hisse başına düşen karına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve oran yüksek olur⁵⁰.

Bu oran bir bakıma hisse senedinin ucuz olup olmadığını da gösterir. Oran ne kadar küçükse hisse senedinin fiyatı o kadar ucuzdur. Bu oranın düşük olduğu şirketlerin hisse senetlerinin prim yapma olasılığı yüksektir⁵¹.

F/K oranı kar payını veya karı dikkate alarak hesaplanabilir. Kar payını dikkate alan model aşağıdaki gibidir;

D : Kar payı (Temettü)

k : Yatırımcının gerekli gördüğü kazanç oranı (iskonto oranı)

(Riskli olmayan faiz oranı + Sistemik risk primi + Sistemik olmayan risk primi)

g : Büyüme oranı

e : Hisse başına düşen kar

ise, kar payı modeline uygun olarak,

⁴⁹ BOZKURT, a.g.e., s.100.

⁵⁰ BOZKURT, a.g.e., s.114.

⁵¹ "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar", Ekonomik Trend Dergisi, Yıl:2, Sayı:50, 11.Aralık 1994,

1. Varsayım ; Kar payları sabit kalırsa ⁵²;

$$\text{Fiyat} = D/k$$

$$\begin{aligned} \text{Fiyat Kazanç Oranı} &= \text{Fiyat} / \text{Hisse Başına Kazanç} \\ &= [D (\text{Kar Payı}) / \text{Hisse Başına Kazanç}] / k \\ &= \text{Kar Payı Dağıtım Oranı} / k \end{aligned}$$

2. Varsayım ; Kar payları sabit oranda büyüme gösterirse ⁵³;

$$\text{Fiyat} = D_1/(k - g)$$

$$\begin{aligned} \text{Fiyat Kazanç Oranı} &= \text{Fiyat} / \text{Hisse Başına Kazanç}_1 \\ &= [D_1/\text{Hisse Başına Kazanç}_1] / k - g \\ &= \text{Kar Payı Dağıtım Oranı} / k - g \end{aligned}$$

eşitlikleri elde edilecektir.

F/K oranı kapitalizasyon (iskonto) oranının tersine eşittir.

$$F/K = 1/k$$

Piyasada yatırımcının hisse senedi yatırımlarından elde etmek istedikleri getiri oranı (k) yüksek ise, F/K oranı düşük olur⁵⁴.

Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında şirketlerin kar paylarını dağıtmak yerine sermaye artırma yolunu tercih etmeleri, dağıtılacak kar paylarının ise enflasyonun yüksek olduğu ülkemizde hisse senedinin fiyatındaki değer artışından sağlanan kazançların yanında küçük bir değer olduğundan fazla bir etkisinin olmadığı düşünülmektedir.

Dolayısıyla hisse senedinin değerini hesaplamada kar payı yerine kardan hareket etmenin daha doğru olacağından hareketle F/K Oranı bir yatırım kriteri olarak kullanılabilir. Hisse sayısı, yapılan bir sermaye artırımını nedeniyle yıl içinde değişmişse zamana göre ağırlıklı ortalama hisse sayısı alınır. Bizim aradığımız hisse değeri olduğu halde, bu formül hisse senedinin piyasa fiyatından hareket edilmektedir⁵⁵.

⁵² BOLAK, a.g.e., s.161.

⁵³ BOLAK, a.g.e., s.162.

⁵⁴ BOZKURT, a.g.e., s.114.

⁵⁵ KARSLI, a.g.e., s.385.

F/K oranı uygun değeri geçmiş verilerin ortalaması alınarak hesaplanabilir ya da aynı endüstride, benzer şirketlere ait katsayıların ortalaması alınarak hesaplanabilir. Daha sonra tahmin hisse başına kazanç hisse senedi piyasasında gerçekleşmiş Fiyat/Hisse Başına Kazanç oranı ile çarpılarak hisse senedinin olması gereken fiyatı, bir başka ifadeyle gerçek değeri bulunur⁵⁶.

HBK = Şirkete İlişkin Tahmin Edilen Hisse Senedi Başına Kazanç

F/K Oranı = Hisse Senedi Dönem Sonu Fiyatı / Dönembaşı Hisse Kazancı
bir başka ifade ile,

F/K Oranı = Şirketin Dönem Sonu Piyasa Değeri / Şirketin Net Dönem Karı

$$\text{Gerçek Değer} = \text{HBK} \times (\text{F}/\text{HBK})$$

Gerçek değer hisse senedinin olması gereken değeridir. Gerçek değer ile piyasa değeri arasında fark varsa bu, finansal piyasalardaki bazı sapmalar nedeniyle yatırımcıların hisse senedinin gerçek değerini henüz kavrayamadıklarına işaret eder. Fakat sonunda, hisse senedinin gerçek değeri anlaşılacak piyasa fiyatı gerçek değere eşit olacaktır⁵⁷.

Örnek 1 : Şirketin gelecek yıllarda ortalama olarak hisse başına kazancı 800.-TL. tahmin edilmiştir. Yatırımcılar bu hisse senedinden %40 getiri bekliyor ise hisse senedinin fiyatı;

$$\begin{aligned} \text{F/K} &= 1 / k \\ &= 1 / 0,40 \\ &= 2,5 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Gerçek Değer} &= \text{HBK} \times (\text{F}/\text{K Oranı}) \\ &= 800.-\text{TL} \times 2,5 \\ &= 2.000.-\text{TL} \text{ olarak bulunmaktadır.} \end{aligned}$$

⁵⁶ F.ÖZÇAM, a.g.e., s.12.

⁵⁷ BOZKURT,a.g.e., s.115.

Hesaplanan bu değer günlük işlem fiyatıyla yapılan karşılaştırma sonucu hissenin alım veya satımına karar verilebilir.

Örnek 2 : Gelecek yıl hisse başına kazancı 250.-TL olacağı bekleniyorsa ve hisse senedinin 4 yıla ait bilgileri aşağıdaki gibi olursa gerçek değeri şu şekilde hesap edilir;

Yıl	Ort. Piyasa Fiyatı	H.B.K.	F/K Oranı
-4	1.000	80	= 12,50
-3	1.200	130	= 9,23
-2	1.700	200	= 8,50
-1	2.200	300	= 7,33
0	2.300	300	= 7,67

$$\text{Ortalama F/K Oranı} = (12,50 + 9,23 + 8,50 + 7,33 + 7,67) / 5 \\ = 9,05$$

$$\text{Gerçek Değer} = 250.-\text{TL} \times 9,05 = 2.261,5 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

Ülkemizde şirketlerin karları yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar göstermektedir. Ayrıca sermaye artırımının sık yapılması nedeniyle Hisse Başına Kazanç, artan kara rağmen düşen bir eğilim gösterebilir. Değerlemede F/K oranı kullanıldığı takdirde hisse başına kazanç verilerinin sermaye artırımına göre düzeltilmesi gerekir⁵⁸.

Hisse senedi değerlemesinde F/K oranının faydası şudur⁵⁹ : Eğer bir şirketin hisse senedi fiyatı belli değilse, piyasanın genel F/K oranı, ya da endüstrinin veya benzer bünyedeki şirketlerin ortalama F/K oranı bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılabilir. F/K oranları yeni kurulan sermaye piyasalarında genellikle düşüktür. Gelişmiş ve sermaye birikimi fazla piyasalarda ise daha yüksektir. Örneğin Türkiye, Yunanistan, Portekiz gibi ülkelerde F/K oranı 8-10-12, gelişmiş Avrupa ülkelerinde ve Amerika'da 20-30, genel olarak sermaye arzı sermaye talebinden fazla olan Japonya'da ise 60-65 civarında olmaktadır. F/K oranı, borsa fiyatlarına göre hesaplandığından,

⁵⁸ BOZKURT, a.g.e., s.115.

⁵⁹ KARSLI, a.g.e., s.385.

borsa konjonktüründen etkilenen hareketli bir değer ölçüsü sağlamaktadır. Dünya’da en çok kullanılan değerlendirme ölçütlerinden birisidir.

Yüksek F/K değerlerinin bazıları ilgili şirketlere yatırımcıların duydukları güvenin göstergesi olmakla birlikte, bazı yüksek değerler fiyatların şişkinliğinden kaynaklanmaktadır. Çok olumsuz bir takım başka göstergelere sahip olmadıkları müddetçe ortalamanın altında F/K değerine sahip şirket hisselerine yatırım yapmanın cazip olacağını belirtilmektedir⁶⁰.

2. Temettü Verimi Oranı

Hisse senetleri, yatırımcısına sermaye kazancının yanında kazandırdığı diğer bir getiri unsuru da dağıtılan temettülerdir. J.B.WILLIAMS ve M.J.GORDON tarafından geliştirilen Temettü modeli, belli varsayımlar altında bir hisse senedinin gerçek değeri, hisse senedine sahip olmakla, her yıl eline geçecek nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olduğunu ileri süren bir modeldir.

D: Temettü

k : iskonto oranı

$$GD = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

Eğer yatırımcı hisse senedini ileriki bir tarihte satmayı düşünüyor ise hisse senedinin gerçek değeri,

P_n : n. yıl sonunda hisse senedinin piyasa fiyatı

$$GD = \left[\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} \right] + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

şeklinde hesaplanabilir.

Temettü modelinde şirketin gelecek bir kaç yıl içerisinde dağıtacağı temettüleri hesaplayabilmek mümkün olsa bile sonsuza kadar dağıtacağı temettülerin belirlenebilmesi olanaksızdır. Bununla birlikte bazı basitleştirici varsayımlar altında modeli kullanabilmektedir⁶¹.

⁶⁰ BOLAK, a.g.e., s.163.

⁶¹ BOLAK, a.g.e., s.159.

Bu modelin önemli noktalarından biri, her yıl dağıtılacak temettü miktarının belirlenmesidir. Şirketlerin temettü dağıtım eğilimleri üç grup altında toplanabilir⁶²;

- a- Her yıl sabit oranda temettü dağıtımı,
- b- Sabit oranda temettü dağıtımı,
- c- Düzensiz temettü dağıtımı.

Birinci durumda model oldukça basit olmaktadır. Sonsuz sayıda eşit nakit temettü dağıtan şirketin gerçek değerini veren formül şu şekildedir;

$$\text{Gerçek Değer} = D/k$$

D : Temettü k : İskonto Oranı

İkinci durumda şirketin büyüme (g) eğilimi içinde olması halinde, temettü dağıtımı sabit oranda artan bir seyir izleyebilmektedir. Bu durumda hisse senedinin gerçek değerini veren formül şu şekilde olacaktır;

$$\text{Gerçek Değer} = D/(k-g)$$

g = Temettü tutarındaki sabit büyüme oranı

Bu formül k'nin g'den büyük olması halinde geçerli olmaktadır. Aksi takdirde bulunan değerlerin bir anlamı olmamaktadır.

Temettü dağıtımının tamamen düzensiz olması halinde ise Temettü Modeli aracılığı ile hisse senedinin gerçek değerini hesaplamak mümkün olmamaktadır.

Modelin varsayımları şunlardır:

- Şirket hisse senedi ihracı veya borçlanma yoluyla dışardan kaynak sağlayamamaktadır,
- Şirketin iç karlılık oranı sabit kalmaktadır, yani yatırımların azalan marjinal verimliliği kavramı ihlal edilmektedir,
- İskonto oranı (k) sabittir,
- Şirketin faaliyet süresi sonsuzdur,
- Vergi yoktur,

⁶² ÖZÇAM F, a.g.e., s.13.

-Şirketin temettü politikası zaman içerisinde değişmemektedir.

Şirketlerin düşük veya yüksek temettü dağıtımının şirket değeri üzerindeki etkisi, hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığı tam olarak açıklığa kavuşturulamamıştır. Temettü dağıtımının şirket değerini arttıracaklarını ileri süren teorisyenler bulunduğu gibi, azaltacağını ileri süren teorisyenler de bulunmaktadır. Bir kısım teorisyenler ise temettü dağıtımının firma değerini etkilemeyeceğini ileri sürmektedirler.

Yüksek temettü verimi oranına sahip şirketler yatırımcılar tarafından hisse senetlerine yatırım kararı verilirken dikkate alınabilmektedir. Düzenli ve yüksek temettü dağıtan şirketlerin hisse senetleri yatırımcılar tarafından daha güvenilir hisse senetleri olarak değerlendirilebilmektedir. Şirketin yüksek temettü verimi oranına sahip olması gelecek dönemlerde hisse senedi getirilerine etki edebilir.

3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Bu yaklaşımda, F/K Oranı kriterinde olduğu gibi iki büyüklük arasında belli bir katsayı saptamaya yöneliktir. Şirketin geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer şirketlerin verilerinden yararlanarak, şirketlerin piyasa değerleri ile defter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. Hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri belirlenecek ve daha önce bulunmuş uygun “Piyasa Değeri / Defter Değeri” oranıyla çarpılacaktır⁶³. Bu oran, şirket özsermayesinin ne derece üzerine çıktığını yani bir anlamda ne ölçüde pahalılandığını gösterir⁶⁴. Bir hissenin defter değeri, genellikle o hissenin piyasa değerinden daha düşük olmaktadır. Hisse fiyatı defter değerinden ne kadar az farklı ise o oranda önemi artar⁶⁵.

PD / DD Oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin etmek amacıyla kullanılmaktadır⁶⁶.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Özsermaye} / \text{Hisse Sayısı}$$

⁶³ BOLAK, a.g.e., s.164.

⁶⁴ ÇAVAŞ, a.g.e.,s.93.

⁶⁵ GÖKÇEK, a.g.e.,s.62.

⁶⁶ F.ÖZÇAM, a.g.e., s.14.

PD / DD Oranı = Hisse Senedi Dönem Sonu Fiyatı/Hisse Başına Özsermaye
bir başka ifade ile,

$$\text{PD / DD Oranı} = \text{Şirketin Dönem Sonu Piyasa Değeri} / \text{Şirketin Özsermayesi}$$

$$\text{Gerçek Değer} = \text{Defter Değeri} \times (\text{PD / DD}) \text{ Oranı}$$

Örneğin aynı endüstrideki 6 şirkete ait piyasa değerleri ve defter değerleri aşağıdaki tablodaki gibiyken, A şirketinin hisse senedinin defter değeri 2.000.-TL ise;

Şirket	Ortalama Piyasa Fiyatı (TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD Oranı
B	4.000	2.500	1.60
C	9.500	7.000	1.36
D	10.000	5.500	1.82
E	4.200	3.000	1.40
F	5.400	3.000	1.80
G	12.000	6.500	1.85

hisse senedinin gerçek değeri şöyle belirlenecektir;

$$\text{Ortalama PD / DD oranı} = (1.60 + 1.36 + 1.82 + 1.40 + 1.80 + 1.85) / 6 = 1.64$$

$$\text{Gerçek Değer} = 2.000.-\text{TL} \times 1.64 = 3.280.-\text{TL}$$

F/K oranında olduğu gibi burada da ortalamanın altında değere sahip şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın uygun olduğu belirtilmektedir⁶⁷.

4.Piyasa Değeri

Şirketin piyasa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpılması ile hesaplanan piyasa değeri, yatırımcıların piyasa koşullarında şirketin büyüklüğünü gösterir. Şirket büyüklüğü kriterini esas alan portföy yaklaşımı benimsendiğinde; ortalama getirilerdeki

⁶⁷ BOLAK, a.g.e., s.164.

farklılaşmaya paralel olarak riskin de artmasıyla beraber küçük piyasa değerine sahip şirketlerin yer aldığı portföyün getirisinin, piyasa değeri büyük olan şirketlerin yer aldığı portföye göre getirisi daha yüksek olması beklenebilir.

Finans literatüründe, büyüklük etkisinin varlığı çok açık olmasına rağmen nedenleri, etkinin varlığı kadar açık değildir. Büyüklük etkisi konusunda yapılan araştırmalarda, eğer bazı hisse senetleri hakkında yetersiz bilgi varsa, yatırımcıların tahmin riski nedeniyle, bu hisse senetlerini tercih etmeyeceklerini veya bu hisse senetlerindeki risklerini sınırlı düzeyde tutacakları tespit edilmiştir. Diğer bir deyişle, piyasa değeri büyük şirketler hakkında piyasa değeri küçük şirketlere göre daha çok bilgi üretilmekte ve yayınlanmaktadır. Bu nedenle çoğu yatırımcı piyasa değeri küçük şirketlerin hisse senetlerini elde tutmaya fazla istekli olmayacaktır. Banz'ın çalışmasında belirtildiği gibi, yalnızca belirli bir yatırımcı grubu tarafından satın alınan hisse senetleri, çoğu yatırımcı satın aldıkları hisse senetlerine göre, daha yüksek riske göre düzeltilmiş getiri sağlamaktadır. Bu nedenle, piyasa değeri küçük şirketler hakkındaki bilgi yetersizliği, bu hisse senetlerinin çok sayıda yatırımcıya dağılmasını sınırlandırmakta ve sonuçta piyasa değeri küçük şirketlerin tercih edilmeyen hisse senetleri, ortaya çıkan olumlu yeni bilgilerin de etkisiyle daha yüksek getiriler elde etmektedir. Şirket büyüklüğü konusundaki aykırılığın diğer bir muhtemel açıklaması da, piyasa değeri küçük olan şirketlerin kazançlarındaki daha yüksek büyüme potansiyelinin piyasa tarafından iyi algılanamaması gösterilebilir. Nitekim bazı araştırmalar (De Bondt ve Thaler, 1987) küçük piyasa değerine sahip şirketlerin kazançlarındaki büyümenin, piyasa değeri büyük şirketlere göre daha yüksek olduğunu göstermektedir⁶⁸.

5. Ekonomik Katma Değer (E.V.A. : Economic Value Added) ve Piyasa Katma Değeri (M.V.A. : Market Value Added)

5.1. Ekonomik Katma Değer

Değerlendirme ve çözümlenmeler yapmak amacıyla şirketlerin finansal bilgilerine ihtiyaç duyan kişi ve kuruluşların (yöneticiler, işgörenler, ortaklar, kamu

⁶⁸ Ahmet DEMİR ve diğerleri. "Fiyat/Kazanç Oranına ve Firma Büyüklüğüne Göre Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Değerlendirilmesi" Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, İşletme ve Finans Yayınları, No:4, Ankara, Kasım 1996, s.48, 65 ve 66.

organları, şirkete borç veren kişi ve kurumlar, mali analistler, aracı kurumlar) tümü açısından son yıllarda yaygın bir ilgi odağı haline gelen bir gösterge de Ekonomik Katma Değer (E.V.A.) olarak adlandırılmaktadır.

E.V.A. kavramı, gerçekten yaratılmış bir değer olup olmadığını araştırırken bakılması gereken şeyin, kullanılan toplam sermayenin gerçek ortalama maliyetinin üstünde bir değer yaratılıp yaratılmadığı düşüncesinden doğmuştur. E.V.A. kavramı, New York kentinde bulunan Stern Stewart & Co.'nun özgün finansal yönetim sistemidir. Stern Stewart & Co. adına tescil edilmiş olan E.V.A. metodolojisi Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere, Kanada, Meksika, Avrupa, Güney Afrika, Avustralya ve Yeni Zelanda'ya kadar bir çok kıta ve ülkedeki yüzlerce kuruluşa uygulanmıştır. Coca-Cola, AT&T, Quaker Oats gibi şirketlerin benimsedikleri E.V.A. Yönetimi, şirketleri performans ölçümü, stratejik planlama, bütçe, yatırım ve ücret teşviki konularında tekrar düşünmeye sevk ediyor. Bir şirketin değeri nasıl ölçülür, değer nasıl yaratılır ve değer yaratmak nasıl teşvik edilir? Gerçek değer yaratan yatırımları ayıklayabilmek ve hedef karmaşasından bunalan yöneticiyi hissedarın hedefine (ki bu şirkete değer katmak değil, değer yaratmaktır) ortak etmek, E.V.A. Finansal Yönetimi'nin amaçları başında gelmektedir.

Şirkete değer katmak ve değer yaratmak iki ayrı olgudur. Bir şirketin değeri şirkete sermaye pompalandıkça artar, ancak hissedarın varlığı şirketin toplam değeri ile yatırımcıların toplam sermayesi arasındaki pozitif fark arttıkça oluşur.

E.V.A., şirkete değer katmakla değil değer yaratmakla çok yakından ilişkili bir denetim sistemidir. Bu sistem bir finansal yönetim sistemi olmakla beraber, etkileri şirket kültürünü etkisi altına alacak büyüklüktedir. Bunun altındaki temel kavram sermayenin maliyetinin faaliyet gelirleri ile karşılaştırılmasıdır. Faaliyetin yerine getirilmesi için ihtiyaç duyulan kaynakların sorumluluğunun kaynakları vekaleten idare eden kişilere verilmesi temel ilkesidir⁶⁹.

E.V.A.'yı şirketlere değer katmaktan çok değer yaratma amacını güden, entegre olmuş bir yapının temel taşı olarak tanımlayabiliriz. E.V.A. finansal yönetim ve teşvik sistemi, kurumsal hedef tespiti, performans ölçümü, strateji değerlendirilmesi, sermaye kullanımı, şirket değerlendirilmesi, bilanço yapılması, teşvik sistemlerinin kurulması

⁶⁹ "En İyi hisse Sıralaması EVA ile Altüst Olacak", Yeni Yüzyıl Gazetesi, 31 Temmuz 1995, s.12

ve sermaye kaynakları yaratılmasında ve dağıtılmasında entegre bir çatı oluşturmaktadır⁷⁰.

Sermayedar değeri kavramından hareket eden E.V.A., sermaye ve insan kaynakları kullanımını iyileştiriyor. E.V.A., yöneticilerin faaliyet verimliliği, büyüme, bilanço yönetimi, kalite kontrol, müşteri memnuniyeti, yenilik ve yeniden yapılanma adına yapabilecekleri katkıları saptayıp bütünleştiren bir yönetim sistemidir⁷¹.

“Kimse kiralık olarak kullandığı arabayı yıkamaz”. E.V.A., en basit deyişle yöneticileri hissedar gibi hareket ettiren bir mekanizma bir şirket performans ölçümüdür. E.V.A.; “şirket net aktifinin”, “risk seviyesine uygun beklenen net aktif getirisinin arasındaki farkla” çarpımından hesaplanır. Bu matematiksel olarak, şirket karı ile asgari şirket karının arasındaki farktır. Asgari şirket karını da kullanılan sermayenin maliyeti belirler. E.V.A.’yı aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz;

$$\text{E.V.A.} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Geliri} - (\text{Ort. Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

E.V.A., vergi sonrası faaliyet karı eksi sermaye bedelidir. Şirketin kullandığı bütün sermaye ne şekilde finanse edilmiş olursa olsun (borç ve/veya özsermaye) hissedarların ve borç verenlerin beklediği getiri oranını karşılamak durumundadır. Genelde açıklanan kar, borçların faizleri çıkarılarak elde edilir. Fakat unutulmuş önemli nokta hissedarın da bir getirisi olduğu gerçeğidir. E.V.A. sistemi hissedarın getirisini bir şirket masrafına dönüştürmektedir⁷². Konuyu daha somut hale getirmek için A şirketine ait verilerle aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

A ŞİRKETİNİN E.V.A.®'SİNİN HESAPLANIŞI

Veriler;

Vergi Sonrası Net Faaliyet Geliri (NOPAT) = 10.260.000.000.-TL

⁷⁰ Ahmet SÜERDEM, “Yeni Bir Prim Sistemi: E.V.A.” TÜSİAD Yayınları, Görüş Dergisi, Sayı: 16, Eylül 1994, s.6

⁷¹ Hale KAYACAN, “Değer Yaratanın Piyasa Fiyatı Artıyor”, Macro Dergisi, Aralık 1995, s.42.

⁷² Levend BERİKER, “EVA Finansal Yönetim Çerçevesi” Yayınlanmamış makale, LBA Yönetim Danışmanlık Şirketi, İstanbul, 1995, s.1.

Ortalama Sermaye = 73.955.000.000.-TL

(D.Başı Sermaye+ D.Sonu Sermaye) / 2

Sermaye Maliyeti = % 15,2 ise;

(yukarıdaki veriler LBA Yönetim Danışmanlık Şirketinden alınmıştır.)

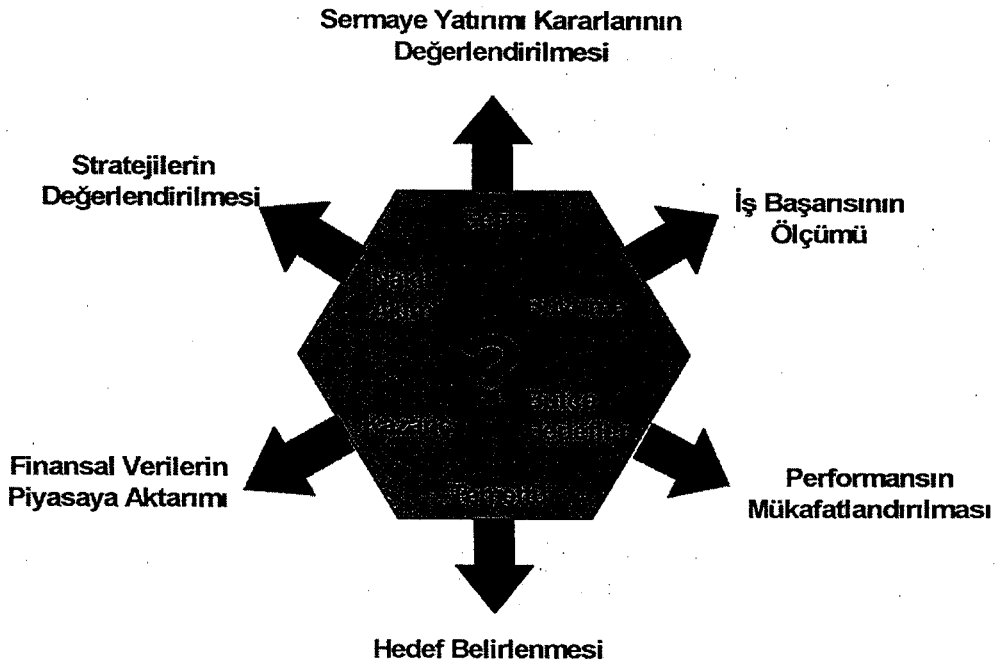
Çözüm ;

E.V.A. = 10.260.000.000 - (73.955.000.000 x % 15,2)

E.V.A. = - 981.160.000.-TL olarak bulunur.

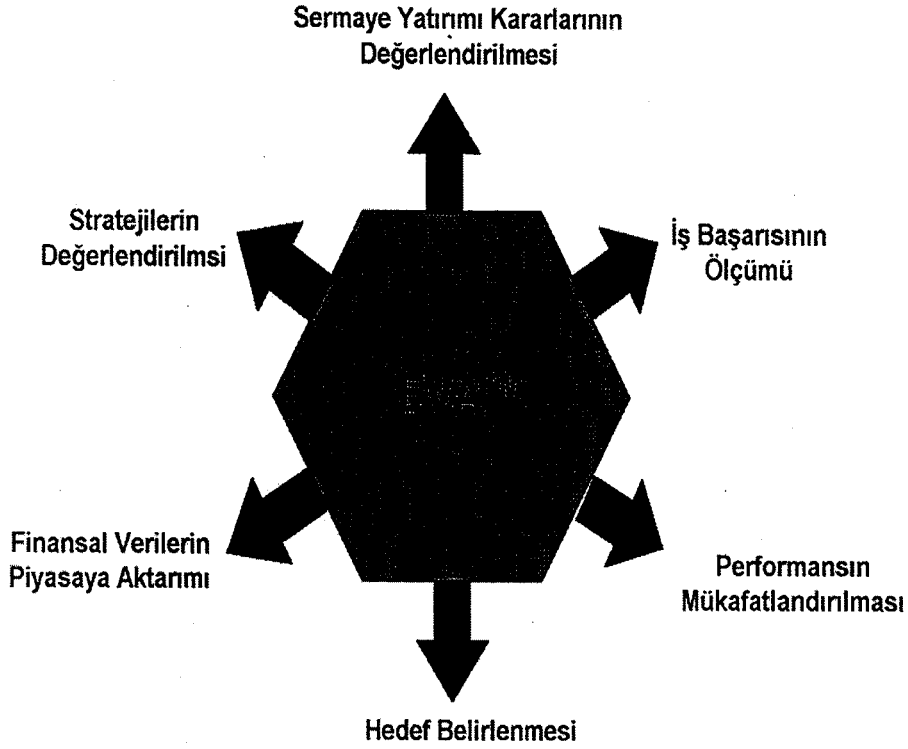
E.V.A.'nın gelirleri, harcamaları ve net aktifleri içeren bileşenleri, yönetimin esaslı kontrolünde olduğu için E.V.A. uzun dönem stratejik planlamadan performans ölçümüne kadar tüm yönetim fonksiyonları boyunca ideal bir ölçüt olmaktadır⁷³. E.V.A. şirketlere yeni bir performans ölçümü ve artırma şekli sunmaktadır. Şirketlerin yıllarca kullandıkları kazanç, hisse başına kazanç, kazanç büyümesi, kar marjı özvarlık karlılığı gibi göstergelerin veya bunların türlü bileşenlerin ve türevlerinin yer aldığı finansal ölçüm tekniklerine bir alternatiftir (Şekil – 1 ve 2).

Şekil-1. E.V.A. öncesi çeşitli amaçlar için kullanılan finansal ölçümler, planlama, operasyon ve karar verme mekanizmalarını ayrı hedeflere yönlendirir.



⁷³ "EVASTOCK A Ranking Of The Most Value Adding Companies In The İstanbul Stock Exchange", LBA Yönetim Danışmanlık Şirketi Yayınları, İstanbul, Eylül 1995, s.2.

Şekil-2. E.V.A. bütün stratejik ve finansal kararları birbirine bağlayan bir hedef ölçüttür



E.V.A. hesaplamaları, kullanılan sermayenin gerektirdiği asgarinin üzerindeki getiriden yönetici ve çalışanlara prim tahakkuk ettirilmesinde de kullanılmaktadır. Prim hesaplamasında ağırlık yıllık E.V.A.'da değil E.V.A.'daki yıllık artış miktarındadır⁷⁴.

E.V.A.'nın cazibesi, şirketin karşılaştığı bütün finansal yönetim safhalarını ortak bir ölçüt ve olgunun etrafında toplamasıdır. Bu, karar mekanizmasının daha hızlı ve sağlıklı çalışmasına yol açarken, sorumluluk duygusunu geliştiren ve teşviki güçlendiren bir yapı olmaktadır.

E.V.A. hem içsel yönetim sistemi, hem de piyasalara hitap eden bir sistem olup şirketlerin piyasa değerini yükseltme ve bu yönde yeniden yapılandırma çalışmalarına ışık tutmaktadır.

⁷⁴ SÜERDEM, a.g.e.,s.2.

E.V.A., bir işin gerçek ekonomik karının, basit ve kesin bir hesabı olmaktadır. E.V.A. üç temel hususta muhasebedeki kardan farklılık göstermektedir⁷⁵;

a) İlk olarak E.V.A., kar elde etmek için yatırılan sermayeyi çıkardıktan sonra kalan miktar olmaktadır. Bu da operasyon etkinliğini ve bilanço yönetimini uygulanabilir kılmaktadır.

b) E.V.A.'nın sermayeye getirdiği yük yatırımcıların aldığı iş riskini karşılayacak oranda dikkate alınmaktadır. İş riskinin bedeli, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM)'ne dayanır, ki bu model "Beta" kavramını kullanarak bir şirket ve her bir iş ünitesi için spesifik, pazara dayanan bir risk değerlendirmesi yapmaya yardımcı olmaktadır. Ek olarak, borç finansmanının vergi getirisi sermaye bedeline borçlandırılmaktadır ama operasyon uygulama ve finansal kararlardan kaynaklanan hasarları engelleyerek yapılabilmektedir. E.V.A. ile yarışabilmek için bir şirketin ve her bir ünitesinin işlem karı, her birinin planladığı hedeflerin vergi sonrası sermaye oranı ile bağlantılandırılmaktadır. Sonuç olarak, yeni yatırım sorumluları cezalandırılmaz veya desteklenmez.

c) E.V.A. gerçek ekonomik performansı ölçmede karşılaşılan tahrifleri bertaraf etmek için muhasebe sonuçlarını ayarlamaktadır.

E.V.A. sermayenin getirisine ilişkin temel bir ölçü olup, artırılması için temelde üç yöntem belirlenmiştir⁷⁶;

i-Mevcut sermaye ile daha verimli çalışmak ve şirket karını artırmak,

Yöneticiler zamanlarının büyük bölümünü bunu nasıl yapacaklarına ilişkin düşünmeyle geçirmektedirler. Maliyet azaltımı bugünün en geçerli yöntemlerinden biridir. Ancak buna çok fazla odaklanmak, yöneticinin E.V.A.'yı artırmanın diğer yollarına karşı ilgisini azaltabilmektedir.

ii- Daha az sermaye kullanmak,

Uygulamada bu yöntem, E.V.A.'yı etkili biçimde kullanan şirketlerin benimsediği bir yöntem olmaktadır. Coca-Cola'nın maliyeti yüksek olan metal kutular yerine plastik kutuları tercih etmesi, CSX şirketinin aynı ulaşım

⁷⁵ G.Bennet STEWART, "E.V.A. : Fact and Fantasy", Bankamerica, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 7, Number 2, Summer 1994, s.73.

⁷⁶ İ.Melih BAŞ, "Servet Yaratımının Gerçek Göstergesi, Ekonomik Katma Değer (E.K.D.)", İSO Dergisi Yıl:28, Sayı:333, İstanbul, Aralık 1993, s.55.

programını 150 yerine 100 lokomotif ile gerçekleştirmesi, Quaker şirketinin üretim programını daha az depoya gereksinme duyacak şekilde yeniden programlaması gibi örnekler bu yöntem kapsamında verilebilir.

iii- Sermayenin yüksek getirili projelere kaydırılması,

Bu yöntem sonuç olarak büyüme ile ilgilidir. Burada vurgulanmak istenen şey, yatırım yapılan projenin getirisinin onun gerektirdiği maliyetten daha fazla olmasına dikkat edilmesi gerektiğidir.

E.V.A., bir şirketin doğru ekonomik kararı elde edebilmesi için diğer yaklaşımlara nazaran daha doğru bilgi sunan bir finansal performans ölçü birimidir. E.V.A. aynı zamanda sürekli zengin hissedarların yaratılmasıyla da direkt ilgili bir performans ölçüsü olmaktadır.

E.V.A. sisteminin bir başka önemli yararı da şirket içindeki teşvik yetersizliğini gidermesi, şirket misyonuna açıklık kazandırmasıdır. Bu, özellikle şirket operasyonları genişledikçe bilginin daha hızlı algılanması ve kullanılması ihtiyacı, merkeziyetçi bilgi iletişim ve karar verme mekanizmalarının değişmesi gereğinin bir çözümü olarak değerlendirilebilir. E.V.A. bütün çalışanlardan yönetici, tüm yöneticilerden de hissedar yaratmaktadır. E.V.A. ölçülebiliyorsa, çalışanların katkıları da ölçülebilir ve onlara da sorumlulukları ölçüsünde ödeme yapılabilir.

E.V.A.'nın kullanımı, sermaye bütçesinin aşağıda sıralanan önemli amaçlarını karşılar⁷⁷;

-Kıt finansal kaynakların verimli bir şekilde dağılımını sağlamak için yeni yatırım imkanlarının ekonomik uygulanabilirliğini tespit etmek,

-Performans değerlemesi ve proje analizi işlemleri arasında uyum sağlamak,

-Yeni yatırım performansları için muhasebeyi sağlamlaştırmak.

⁷⁷[http:// www.lba.com.tr](http://www.lba.com.tr)

E.V.A. finansal yöntemi ile ilgili olarak Peter F. Drucker'in görüşleri ise şöyledir⁷⁸:

“Tüm maliyetlerin katma değeri ölçüldüğünde, E.V.A. aslında üretim faktörlerinin verimliliğini ölçer. Bu bize tek başına bir ürünün veya hizmetin niçin katma değer yaratmadığını veya onunla ne yapıldığını anlatmaz. Fakat o bize neyi öğrenmeye ihtiyacımız olduğunu ve fayda sağlayacak hareketlerde bulunmaya ihtiyacımız olup olmadığını gösterir. E.V.A. aynı zamanda, hangi faaliyetin iş yapacağını öğrenmek için de kullanılmalıdır. E.V.A., hangi ürünün, hizmetin, faaliyetin veya aktivitenin normalden farklı yüksek verimliliğe sahip olduğunu ve normalden farklı yüksek değer ekleyeceğini gösterir”.

E.V.A. yalnızca bir finansal ölçüt değildir. E.V.A. bir finansal ve sorumluluk sistemidir. E.V.A. ölçümüyle hisse değeri artan şirketlerle, Fortune dergisinin her yıl yayınladığı "En Beğenilen Şirketler" listesinde yer alan şirketler arasında büyük bir benzerlik olduğu görülmektedir. E.V.A. finansal sistemi küçük-büyük, halka açık-kapalı tüm şirket organizasyon ortamlarında ve endüstrilerde de etkisini göstermektedir⁷⁹.

5.2. Piyasa Katma Değeri

Temel şirket finans ve mikroekonomik nazariyesi bize şunu söyler: “Bir şirketin esas finansal hedefi, hissedarlarının servetini en yüksek şekilde arttırmak olmalıdır”. Bu amaç sadece şirket sahiplerinin çıkarlarına hizmet etmekle kalmaz, aynı zamanda her türlü yetersiz kaynağın en etkili biçimde dağıtımını, yönetimini ve yerleşimini emniyete alan bir kuraldır, dolayısıyla toplumda da genel azami servet arttırımı sağlanmış olmaktadır. Burada ayırt edilmesi gereken husus şudur; hissedarların en yüksek şekilde servet arttırımı ile şirketin toplam piyasa değerinin en yükseğe çıkarılması aynı şey değildir. Çünkü şirketin toplam piyasa değeri mümkün olan en çok yatırımla en yükseğe çıkarılabilir. Hissedarların servetini en yükseğe çıkartılması ise ancak şirketin toplam piyasa değeri ile toplam sermaye arasındaki fark en yükseğe

⁷⁸ a.g.k.

⁷⁹ BERİKER, a.g.e., s.3.

çıkarılarak sağlanabilir. Bu farka piyasa katma değeri yani kısaca M.V.A. denilmektedir⁸⁰.

M.V.A., borcun ve ödenmiş sermayenin toplam piyasa değeri ile borç verenlerin ve hissedarların sağladığı sermaye arasındaki farktır. Diğer bir deyişle, M.V.A., yatırımcıların bir işten çekebilecekleri para ile o işe koydukları paranın farkıdır. M.V.A., şirket yönetimlerinin yatırımcılar tarafından kendilerine emanet edilen sermayenin değerini arttırmakta ne kadar başarılı olduklarını gösteriyor yani M.V.A., borsanın, bir şirketin sermayeyi yönetmedeki kabiliyeti hakkındaki kararı olmaktadır⁸¹. Eğer şirketin piyasa değeri yatırılan tüm sermayeden büyük ise, şirketin M.V.A.'sı pozitif olmaktadır. M.V.A.'yı şu şekilde formüle edebiliriz;

$$\text{M.V.A.} = \text{Toplam Piyasa Değeri} - \text{Kullanılan Sermaye}$$

Örneğin 500 milyar TL. piyasa değeri olan bir şirket ve kardan 400 milyar TL. sermaye alıkonulmuş olsun. M.V.A. bu durumda 100 milyar TL. dir. Bu dağılım, şirketin işe başlamasından itibaren yatırımcıların işe koyduğu nakit ile, ancak hisselerini satmaları halinde elde edebilecekleri halihazırdaki nakit arasındaki farkı göstermektedir. Bu dağılımı en yükseğe çıkartmakla, şirket yönetimi hissedarların gelirini başka şekilde kullanmak üzere en yükseğe çıkarmış olmaktadır. Şirket karından 100 milyar TL.'yi başka bir projeye yatırmak üzere dağıtmadığını ve bu projeden mevcut piyasaya göre muhtemel nakit akışı beklentisinin 80 milyar TL.olacağını kabul edelim. Bu durumda hissedarların geliri 20 milyar TL. azalacaktır. Çünkü eğer para şirkette alıkonmak yerine hissedarlara dağıtılmış olsaydı, parayı yatırıma dönüştürebilirlerdi ve hissedarların herhangi bir kaybı olmayabilirdi. Proje için dağıtılmayarak sermayeye eklenen 100 milyar TL.'den şirket değerine eklenen 80 milyar TL. ile şirketin M.V.A.'sı 20 milyar TL. düşmüş olacaktır, bu da hissedarların gelirlerinde kâyba uğramaları demek oluyor. Böylece yönetim için en yükseğe ulaşmanın doğru olan sistemi, değer kendisi değil piyasa katma değeri olmaktadır.

⁸⁰ STEWART, a.g.e., s.72.

⁸¹ LBA, "E.V.A.STOCK ...", a.g.e., s.5.

5.1.3. E.V.A. ® ile M.V.A.'nın İlişkisi

Bir şirketin M.V.A.'sı, bütün mevcut ve tasarlanan sermaye yatırım projeleri hususunda halihazırdaki piyasa hükmünü ortaya koyar yani piyasanın, şirketin ne kadar başarılı olduğunu düşündüğünü anlatır. E.V.A. ise şirkete bir işi ne kadar başarılı yaptığını anlatır⁸². Pozitif E.V.A.'ya sahip olan bir şirket, sermayenin maliyetinden daha fazla kazanıyor yani "zenginlik yaratıyor" olarak algılanıyor. Eğer yatırımcılar bu durumun devam edeceğini düşünüyorlarsa, şirketin M.V.A.'sı da pozitif olmalıdır.

Örneğin; Bir araba kiralama şirketi 10 milyar TL.'den üç arabayı 30 milyar TL.'ye satın aldığını varsayalım. Arabaların değerlendirilmesi için kurulan bu şirket piyasada satıldığında değeri 50 milyar TL. ediyorsa, bunun 20 milyar TL.'si M.V.A.'dır. Şirketin 20 milyar TL.'lik M.V.A.'sını tayin eden en tutarlı gösterge şirketin geçen yılki faaliyetlerinden elde edilen ve gelecekte yaratabileceği E.V.A.'ları toplamıdır.

E.V.A., temel bir performans ölçüsüdür, çünkü sermayeyi belirli bir yatırımda kullanmalarını sağlamakta ayrıca finansal ve muhasebe ile ilgili hataları önleyebilmektedir ama temel bir performans ölçüsü olmasının yanısıra E.V.A. temel bir değer ölçüsüdür. E.V.A.'nın kavramsal tabanını sağlayan zincirin son halkası şu önemli ilişkidir: Bir projenin, stratejinin ya da benzer bir şeyin Net Şimdiki Değeri, şirketin M.V.A.'sına yüklü olacak herşey, gelecekte beklenen E.V.A.'nın şimdiki değerine eşit olmaktadır.

$$\begin{aligned}
 \text{Hissedarların Kazancı} &= \text{Piyasa Katma Değeri (M.V.A.)} \\
 &= \text{Toplam Piyasa Değeri} - \text{Kullanılan Sermaye} \\
 &= \text{Net Şimdiki Değer} \\
 &= \text{Gelecekteki E.V.A.'ların Şimdiki Değeri}
 \end{aligned}$$

Bir şirketin vergi sonrası kazançları sermayenin maliyetini aştığında o şirketin E.V.A.'sı pozitiftir. Bu durumda şirketin yöneticileri, hissedarların kazancına kazanç katmaktadır çünkü yatırılan sermayenin vergi düşüldükten sonraki faiz oranı, sermayenin ağırlıklı ortalama bedelini aşmaktadır. E.V.A. negatif olduğunda şirket yöneticileri hem borçluların hem de hisse senedi sahiplerinin gereksinim duyduğu

⁸² STEWART, a.g.e., s.74.

kaybetmektedirler. Pozitif bir E.V.A. momentine sahip şirketlerin M.V.A.'sında da artışın zaman içinde gittikçe yükseldiği görülmektedir. M.V.A. ile E.V.A. ilişkisi şu şekilde de ifade edilebilir⁸³;

E.V.A.(1) = Şirketin şu anki E.V.A. değeri,
 r = Sermayenin maliyeti,
 g = E.V.A.'nın beklenen büyüme hızı,

$$M.V.A. = E.V.A.(1) / (r - g)$$

Net şimdiki değer modeli, şirketin M.V.A.'sının , sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti kullanılarak şimdiki döneme indirildiğinde beklenen gelecekteki E.V.A. değerinin şimdiki değerine eşit olduğunu göstermektedir.

Sermayeyi çıkararak E.V.A. yatırılmış ya da yaratılacak olan sermayenin değerini telafi edebilecek miktarı otomatikman ortaya çıkarır. Bu yüzden otomatik olarak sermayeye artışı ekler ya da indirim yapar ve bu da bir projenin net şimdiki değeri yada şirketin M.V.A.'sıdır.

Hem teorik hem de pratik olarak E.V.A. ile M.V.A. arasında sıkı bir ilişki olduğu görülmektedir. M.V.A.'sı doğrudan borsada hesaplanamayan şirketler için E.V.A.'nın uygulanmamasını beklemek yanlış olur. Çünkü M.V.A., E.V.A.'yı değil E.V.A., M.V.A.'yı yaratmaktadır. M.V.A., E.V.A.'ların ileriye dönük piyasa paylarının değerleri olarak düşünülebilir. Pozitif ve büyük bir E.V.A. geliştirmek yıl yıl yatırımcıları zenginleştirmenin anahtarı olacağı belirtilmektedir⁸⁴. M.V.A., mevcut ve beklenen gelecekteki E.V.A.'ların bugünkü değeridir. Yönetim, bir önceki bölümde değinilen E.V.A.'yı artıran stratejileri geliştirerek ve uygulayarak M.V.A.'yı artırabilir.

Neyin ölçüldüğü neyin yönetildiğine bağlıdır. Eğer yöneticilerin amacı M.V.A.'yı büyütme, E.V.A.'da yoğunlaşmaları gerekecektir. E.V.A. üzerine yoğunlaşma kazara yada rastgele planlama ile oluşmamaktadır. Bu iyi biçimlenmiş bir E.V.A. ölçüsünün, E.V.A. yöntemlerindeki dikkat ve güveni arttırmak için geliştirilen

⁸³ James L. GRANT, "Foundations of EVA™ for Investment Managers" *The Journal of Portfolio Management*, Volume: 23, Number :1, FALL 1996, s.41,42 ve 43.

⁸⁴ Shawn TULLY, "America's Best Wealth Creators", *Fortune*, 28.November.1994, s.160.

ve uygulanan araçların ve E.V.A.'daki büyümeyi motive etmek için basit teşviklerin ürünü olmaktadır.

LBA Yönetim Danışmanlık Ltd.Şti. tarafından yayınlanan EVASTOCK Türkiye listesi, Türk sermaye piyasalarında, şirket performansına daha derin bir bakışı sağlamak için tasarlanmıştır. Yatırımcılar, sermayelerinin ne kadar iyi yönetildiği hakkında kolektif bir fikir kazanmaktadırlar. Yöneticiler, sadece ürünlerinin piyasalarında değil, kıt sermaye için global piyasada da şirketlerinin ne kadar iyi rekabet ettiğinin etraflı bir görüntüsünü elde edebilirler. Şirketleri sıralamaların zirvesine taşıyan etken ne şirketin büyüklüğü ne şirketin endüstri kolu ne de sermaye yoğunluklarıdır. Bu etken sermaye kullanımlarındaki verimlilik olmaktadır.

6. Hisse Senedi Yatırım Kriterlerine Göre Oluşturulan Portföylerin Performansların Değerlendirilmesi İle İlgili Yapılan Araştırmalar

6.1.Dünya'da Yapılan Araştırmalar

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, düşük F/K oranına, yüksek temettü verimi oranına, düşük PD/DD oranına veya düşük piyasa değerine sahip olan şirketlerin hisse senetlerinin uzun vadede ortalama olarak normalin üzerinde getiri sağladığını kanıtlayan önemli sayıda akademik çalışma bulunmaktadır. Bu nedenle hisse senetlerine, F/K, Temettü Verimi, PD/DD oranlarına veya piyasa değerlerine göre yatırım yapılması, uzun yıllardır en çok kullanılan yatırım stratejileri arasında yer almıştır.

Yatırım stratejisi olarak kullanılan bu değerlendirme oranları ile ilgili Dünya'da ve ülkemizde yapılan çalışmalardan bazıları şunlardır;

Hisse senetlerinin getirileri ile F/K oranları arasında ilişki olup olmadığını uygulamalı olarak belirlemeye çalışan S. BASU 1977 yılında yapmış olduğu çalışma ile New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE)'nda işlem gören 753 sanayi şirketini 1956-1971 dönemi için (14 yıl) incelemiştir. Sonuçta incelenen 14 yıllık dönem boyunca, yıllık ortalama getiri oranlarının, yüksek F/K oranlı portföylerden düşük F/K oranlı portföylere gidildikçe mutlak ve riske göre düzeltilmiş olarak arttığını tespit etmiştir.

S. BASU 1983 yılında yapmış olduğu bir diğer araştırmasında ise, NYSE'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin getirileri ile F/K oranları ve piyasa değerleri

arasındaki ilişkileri incelemiştir. Sonuçta NYSE'deki küçük piyasa değerine sahip şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerleri büyük şirketlerin hisse senetlerine göre, önemli ölçüde yüksek getiri sağladığı tespit edilmiştir.

M. REİNGANUM'ın 1962-1975. dönemini kapsayan (700-1200 şirket) çalışmasında, piyasa değeri ve F/K oranlarına göre küçükten büyüğe doğru oluşturulan portföylerde, SVFM tarafından tahmin edilenlere göre sistematik bir şekilde farklı ortalama getiriler elde edildiğini tespit etmiştir. Bununla birlikte sonuçlar, F/K ve şirket büyüklüğü ile ilgili aykırılıkların ayrı ayrı dikkate alındığında mevcut olduğunu göstermekle birlikte, getiriler şirket büyüklüğü açısından kontrol edildikten sonra, F/K etkisinin gözükmediğini ortaya çıkarmakta ve BASU'nun (1977 ve 1983) çalışmaları ile çelişmektedir.

S. BASU ve M. REİNGANUM'un çalışmalarının sonuçlarında görüldüğü gibi, F/K ve şirket büyüklüğü konularındaki aykırılıkların ortaya çıkartılmasında kullanılan verilerin ve yöntemlerin farklı olması, ulaşılan sonuçların da oldukça farklılaşmasına yol açabilmektedir.

1936-1977 yılları arasında NYSE'deki hisse senetlerinin getirileri ile piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi inceleyen R. BANZ, piyasa değeri küçük olan şirketlerin büyük olan şirketlere göre; ortalama olarak, önemli ölçüde daha yüksek riske göre düzeltilmiş getiri sağladığını tespit etmiş ve büyüklük etkisinin 40 yıl boyunca mevcut olmasını SVFM'nin yanlış belirlendiğinin kanıtı olarak ifade etmiştir. R. BANZ, ayrıca, büyüklük etkisinin, piyasa değeriyle doğrusal olmadığını, orta büyüklükte ve büyük şirketler arasında getirilerde ufak farklar varken, esas etkinin çok küçük şirketlerde olduğunu belirtmiştir.

R.FULLER, L. HUBERTS ve M. LEVINSON, daha önce yapılan bazı çalışmalarla düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapmanın uzun vadede normalin üzerinde getiri sağladığı tespitinden hareketle, düşük F/K oranlı hisse senetlerine yatırım yapmanın geçerliliğini tartışmışlardır. Araştırmacılar düşük F/K oranlı hisse senetlerinin risksiz faiz oranından daha büyük bir getiri yaratıp yaratmadığını (eğer yaratıyorsa nedenini), analistlerin tahmin hatalarını ve ayrıca ihmal edilen risk faktörlerinin düşük F/K oranlı hisse senetleri ile aşırı getiri arasındaki ilişkinin sebebini açıklayıp açıklayamayacağını incelemişlerdir. Araştırmacılar, farklı F/K oranlarına sahip hisse senetlerinin satın alınmasının en önemli nedeninin

kazançlardaki büyüme hızı (earnings growth rate) beklentilerinin farklı olduğunu ifade ederek, düşük F/K oranına sahip hisse senetlerindeki kazanç büyüme hızının ise yüksek olmaya eğilimli olduğunu, yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerindeki kazanç büyüme hızının ise düşük olmaya eğilimli olduğunu belirtmişlerdir. Ancak araştırmacılar, ne getirilerdeki büyümenin, ne analistlerin tahmin hatalarının ne de ihmal edilen risk faktörlerinin, aşırı gelirleri izah edemediğini söyleyerek, F/K etkisinin halen bir bilinmeyen olarak kaldığını ve bu konuda sadece tahminde bulunabileceklerini belirtmişlerdir.

K.C. CHAN, Y. HAMAOKA ve J. LOKONISHOK tarafından 1991 yılında Japonya'da yapılan araştırma ile 1971-1988 döneminde, Japon hisse senedi getirileri ile F/K oranı, şirket büyüklüğü, PD/DD ve yıllık nakit akımları arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Sonuçta bu dört temel değişkenle beklenen getiriler arasında önemli ilişkiler olduğu belirtilmekte, en önemli ilişki, akademik literatürde şirket büyüklüğü ve F/K oranına göre daha az ilgi çeken PD/DD ve yıllık nakit akımları ile hisse senetleri arasında çıkmıştır.

PD/DD etkisi konusunda yapılan bir diğer çalışma ise B. ROSENBERG, K. REID ve R. LANSTEIN tarafından yapılmıştır. 1973-1984 dönemini kapsayan çalışmada Standart&Poor COMPUSTAT ile IBES veri tabanından yararlanılmıştır. Bu veri tabanlarının içerdiği en büyük 1400 şirketin rakamları kullanılmıştır. Araştırmada SVFM'ne uygun regresyon modelleri kurulmuştur. Araştırma sonunda düşük PD/DD değerine göre portföy oluşturmanın gerçekte iyi bir yatırım stratejisi olduğu öne sürülmüştür.

6.2. Ülkemizde Yapılan Araştırmalar

Ülkemizde de hisse senetlerine yatırım konusunda F/K oranı, Temettü verimi oranı PD/DD ve/veya şirketin piyasa değerinin etkilerini içeren araştırmalar bulunmaktadır.

K. AYDOĞAN ve A. GÜNEY, piyasadaki ortalama F/K oranı ve temettü verimlerinin, başlangıcından 1995 yılı sonuna kadar, İ.M.K.B.'deki hisse senedi getirilerini ne ölçüde tahmin edebildiğini araştırdıkları çalışmalarında, düşük F/K oranı ile yüksek temettü veriminin gözlemlendiği dönemi izleyen sürelerde nominal ve reel hisse senedi getirilerinin çok yüksek olduğu ve benzer biçimde, yüksek F/K oranı ve

düşük temettü verimlerinden sonra hisse senedi piyasasının performansının düşük olduğu sonucuna varmışlardır⁸⁵.

S.BASU'nun 1977 yılındaki çalışmasını esas alarak sadece F/K etkisini inceleyen M.B. KARAN 1995 yılındaki araştırmasında 1.Nisan.1989-31.Mart.1995 dönemini incelemiş ve her yıl 65-90 ayrı şirketin verilerinden yararlanmıştır. İ.M.K.B. endeksinin aylık getirisi ise piyasa portföyünün getirisi olarak kabul etmiştir. Öncelikle sadece F/K etkisini araştıran KARAN (1996), İ.M.K.B.' de istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin olduğunu belirlemiş ve özellikle en düşük F/K oranına göre oluşturulan portföylerin ülkemizde uzun vadede en yüksek getiri sağladığını saptamış, daha yüksek F/K oranına göre oluşturulmuş portföylerin getirilerin giderek azaldığı ve bu portföylerin etkin bir portföy olmaktan uzaklaştıklarını ileri sürmüştür.

M.B. KARAN'ın 1996 yılında yapmış olduğu bir diğer çalışma ile F/K oranına dayanan bir yatırım stratejisinin gerçekten iyi bir strateji olup olmadığını değerlendirebilmek için Fiyat/Satış (F/S) ve P.D./D.D. Oranı gibi benzer kriterlere dayanan yatırım stratejileri ile karşılaştırılması yapılmıştır. Yukarıda belirtilen araştırma ile aynı veri tabanı kullanılmış ve başlangıç bölümlerinde benzer bir yöntem uygulanarak yatırım stratejileri arasında anlamlı ilişkiler aranmıştır. İ.M.K.B.'nin 31.Aralık.1989-31.Mart.1995 verilerinden yararlanarak yapılan araştırmada, İ.M.K.B.'de o dönemde yıl sonu düşük F/S ve P.D./D.D. oranlarına dayanılarak portföyler oluşturulduğu takdirde uzun dönemde normalin üzerinde getiri elde edilebileceği öne sürülmektedir. Çalışmada ayrıca, yatırımcının hangi yatırım stratejisini kullandığı takdirde daha fazla getiri elde edebileceği üzerinde durulmuş ve çeşitli portföy performansını değerlendirme ölçütlerine göre, düşük F/K oranına dayanan uzun vadeli yatırım stratejilerinin F/S ve PD/DD stratejilerinden daha başarılı olduğu öne sürülmüştür⁸⁶.

Bir diğer çalışma ise A.DEMİR, O. KÜÇÜKKİREMITÇİ, S. PEKKAYA ve A.ÜRETEN tarafından 1990-1996 dönemi için İ.M.K.B.' ye yönelik F/K oranına ve şirket büyüklüğüne göre oluşturulacak portföylerin performanslarını incelemişlerdir.

⁸⁵ Kürşat AYDOĞAN ve Alparslan GÜNEY, "Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi" İMKB Dergisi, Cilt:1, No:1, İstanbul, Ocak-Mart 1997, s.84 ve 95.

⁸⁶ Mehmet Baha KARAN, "İMKB'de Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satış ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Çalışma" Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın, İşletme ve Finans Yayınları, No:4, Ankara, Kasım 1996, s.73.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENETLERİNDE YATIRIM KRİTERLERİNE GÖRE UYGUN PORTFÖY OLUŞTURMA UYGULAMASI

1. Araştırmanın Amacı

Yatırımcılar tasarruflarını hisse senedi satın alarak değerlendirme kararı verirken, hisse senedini satın alacağı şirketi nasıl seçeceği konusu önem kazanır. Ülkemizde yatırımcılar hisse senetlerine yatırım yaparken kendi inceleme ve gözlemlerinin yanısıra aracı kurumların hazırladıkları raporlara, çevrelerinden duydukları bir takım haberlere, içerden öğrendikleri bilgilere, yatırım danışmanlarının görüşlerine, şirketlerin sundukları finansal raporlar doğrultusunda hazırlanan ve piyasada kabul görmüş bir takım oranlara, v.b. sayabileceğimiz etkenlerden birine veya birkaçına dayanarak yatırım yapmaktadırlar.

Araştırmamızın amacı, yatırımcıların, hisse senetlerine yatırım yaparlarken kullanılan kriterlerden hangisini veya hangilerini dikkate almasının daha doğru olacağını, 1995–1999 yılları arasında, beş adet farklı kriter kullanılarak oluşturulan portföyler üzerinde test etmektir. Sözkonusu bu kriterler; Fiyat/Kazanç Oranı, Temettü Verimi Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Piyasa Değerleri ve bu kriterlere alternatif olarak sunulan MVA/EVA Değişim Oranı'dır.

Şirketlerle ilgili açıklanan finansal raporların okunması ve yorumlanması zaman ve uzmanlık gerektiren bir iştir. Bu raporların yayınlanması ile birlikte şirket ile ilgili piyasada genel kabul görmüş bir takım oranlar hesaplanmaktadır. Bu oranlar borsa ile ilgili bilgiler veren gazetelerde, bu konular ile ilgili dergilerde, İ.M.K.B. bültenlerinde ve aracı kurumların müşterilerine sundukları raporlarda yayınlanmaktadır. Piyasada genel kabul görmüş hisse senetleri yatırım kriterlerine göre oluşturulacak portföylerden hangisi yatırımcı için daha uygun bir kriter olacaktır?

Bu araştırmanın hipotezi, yatırımcının MVA/EVA Değişim Oranı'nı dikkate alarak hazırlayacağı portföyün getirisinin, diğer kriterlere göre oluşturulacak portföylerin getirilerinden daha yüksek olacağıdır. Araştırmanın hipotezinin bu şekilde belirlenmesinin en önemli nedeni, diğer yatırım kriterlerinde şirketle ilgili iki rakamın birbirine bölünmesi veya çarpılması sonucunda bulunan değer dikkate alınarak yatırım yapılırken, MVA/EVA Değişim Oranı ise hisse senedini satın alacağımız şirketle ilgili çok çeşitli bilgilerin belirli bir metodolojiye göre incelenmesi sonucu yayınlanan raporlar doğrultusunda hesapladığımız bir kriterdir. Özellikle bağımsız denetimden geçmiş bilançoları ile gelir tablolarının ve bu raporlarla ilgili dipnotların incelenerek sonucunda yayınlanan raporların (E.V.A. ve M.V.A. rakamları) şirketin o günkü değerinin tam olarak yansıtmamasına rağmen belirli bir fikir verebilecektir.

Araştırmamızda en çok kullanılan yatırım kriterlerine göre oluşturulacak portföylerin mi, yoksa bu kriterlere alternatif olarak sunduğumuz, son yıllarda finans dünyasının ilgi odağı haline gelen, şirketlerin yarattıkları ekonomik katma değer ile yaratılan bu değere piyasanın tepkisini gösteren piyasa katma değeri rakamlarının arasındaki ilişkiye göre oluşturulacak portföylerin mi daha tutarlı olduğu, bu kriterlere göre oluşturulacak portföylerin getirileri hesaplanarak, hisse senetlerine yatırım yaparken gözönüne almamız gereken değerlendirme ölçütünün ne olması gerektiği ortaya konacaktır.

2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmamızda hisse senetlerine yatırım kararı verilirken Fiyat/Kazanç oranı, Temettü Verimi oranı, Piyasa Değeri/Defter değeri oranı, Piyasa Değeri ve MVA/EVA Değişim oranı dikkate alınmaktadır.

-Araştırmamız kapsamında her dönem için 5 portföy oluşturulmuş olup, her portföye, eşit ağırlıklı olarak 10 adet hisse senedi seçilmiştir. Böylelikle hisse senedi fiyatlarının ağırlık olarak portföye etkisi ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

-Portföyler, sanayi şirketleri ve finansal olmayan hizmet şirketleri arasından seçilmiştir.

-İncelediğimiz her dönem için iflas, birleşme veya başka bir nedenden dolayı İ.M.K.B.'den kaydı silinen şirketler araştırmaya dahil edilmemiştir.

-Araştırmamız, yıllık bazda dört dönem üzerinden yapılmış olup, 1.Temmuz.1995–30.Haziran.1999 tarihlerini kapsamaktadır. Araştırmamız kapsamındaki portföylerde yer alan hisse senetlerinin getirileri ise yıllık bazda hesaplanmıştır.

-Araştırmamızda dönem başı olarak 1 Temmuz tarihinin alınmasının tek nedeni E.V.A. STOCK Türkiye'nin yaklaşık olarak bu tarihlerde açıklanmasıdır. Çünkü şirketlerle ilgili E.V.A. ve M.V.A. listesinin 31 Aralık tarihli bağımsız denetimden geçmiş bilanço rakamları baz alınarak hesaplanması, sözkonusu bilançoların açıklanmasının Nisan ayını bulması ve her bilanço üzerinde LBA Yönetim Danışmanlık Limited Şirketi tarafından E.V.A. metodolojisi kullanılarak düzeltmelerin yapılması ve listenin açıklanması aşağı yukarı bu tarihe rastlamaktadır.

-Portföylerin getirilerinin hesaplanmasında, 30 Haziran tarihli kapanış fiyatları dikkate alınmıştır. 1 Temmuz tarihinde oluşturulan portföylerdeki hisse senetlerinin satınalma fiyatı olarak bir önceki günün kapanış fiyatları, 30 Haziran'da elden çıkarılan portföylerdeki hisse senetlerinin satış fiyatının ise aynı tarihteki kapanış fiyatları baz alınmıştır. Böylece eğer bir hisse senedi, birbirini takip eden iki yıl için aynı yöntemle oluşturulan portföye alınacak hisse senedi olarak belirlenmişse, oluşabilecek günlük fiyat farkı ortadan kalkmaktadır.

-Hisse senetlerini seçerken kullanılan kriterlere göre oluşturulan portföylerden sağlıklı bir sonuç almak için portföyün elde tutulma süresi 12 ay olarak varsayılmaktadır. Önceki portföy "E.V.A.STOCK Türkiye" açıklandığı tarihte elden çıkarılır, yeni portföy ise yine aynı tarihte oluşturulmaktadır. Herhangi bir başka bir sebepten dolayı portföy elden çıkarılmamaktadır.

-F/K oranları, Temettü Verimi oranları, PD/DD oranları ile Piyasa Değerleri İ.M.K.B.'nin yayınlamış olduğu haftalık bültenlerden alınmıştır. Şirketlerin 1993 ve 1994 yıllarına ait E.V.A. ve M.V.A. rakamları LBA Yönetim Danışmanlık Limited Şirketinin Eylül 1995 tarihinde yayımladığı **EVASTOCK A Ranking Of The Most Value Adding Companies In The İstanbul Stock Exchange** adlı yayından, 1995, 1996 ve 1997 yıllarına ait E.V.A. ve M.V.A. rakamları ise LBA Yönetim Danışmanlık Şirketi'nin internet sayfasından (<http://www.lba.com.tr/>)temin edilmiştir.

-Fiyat/Kazanç oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına göre oluşturduğumuz portföylerde, portföyün oluşturulacağı tarihteki haftalık bültenen en düşük orana sahip olan 10 adet endüstriyel ve finansal olmayan hizmet şirketlerini

belirlenmiştir. Temettü Verimi oranına göre ise yine sözkonusu tarihteki en yüksek orana sahip olan 10 adet endüstriyel ve finansal olmayan hizmet şirketleri belirlenmiştir. Piyasa Değerine göre seçilen portföyün ise en düşük piyasa değerine sahip 10 adet endüstriyel ve finansal olmayan hizmet şirketinin hisse senetleri seçilmiştir. Alternatif olarak sunduğumuz portföyün oluşturulma yöntemi aşağıda anlatılmıştır.

3. Hisse Senetleri Yatırım Kriterlerine Göre Oluşturulan Portföyler

3.1. F/K oranına göre oluşturulan portföyler

Toplam piyasa değerinin son iki altı aylık dönemin net karlar toplamına bölünmesiyle hesaplanmış bulunan F/K oranına göre, portföyün satın alınacağı tarihteki haftalık bültenden F/K oranı en düşük 10 hisse belirlenerek, aşağıda belirtilen yıllar için portföyler oluşturulmuştur. Böylece düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinden seçilerek oluşturulan portföylerin, daha yüksek getiri sağlayıp sağlamadığı test edilmektedir.

Tablo :1 F/K Oranına göre 1995 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	30.06.1995 tarihli F/K oranı
1	Usaş	4,36
2	Adana A	5,72
3	Emsan Paslanmaz Çelik	5,98
4	Uşak Seramik	7,13
5	Netaş	7,54
6	Ünye Çimento	7,69
7	Siemens	7,71
8	Tofaş Oto Fab.	7,82
9	Lüks Kadife	7,95
10	Ardem	8,85
	Piyananın Ortalama F/K Oranı	19,56

Tablo : 2 F/K Oranına göre 1996 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	28.06.1996 tarihli F/K Oranı
1	Tire Kutsan	3,67
2	Olmuksa	5,08
3	Petkim	5,15
4	Hürriyet Gazete.	5,38
5	Kaplamin	5,56
6	Viking Kağıt	5,59
7	Sifaş	5,73
8	Kartonsan	5,74
9	Usaş	6,09
10	Cemtaş	6,14
	Piyasanın Ortalama F/K Oranı	12,50

Tablo : 3 F/K Oranına göre 1997 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	27.06.1997 tarihli F/K Oranı
1	Sabah Pazarlama	4,15
2	Sabah Yayıncılık	4,30
3	Ege Plast	5,00
4	Aksu İplik	5,78
5	Raks Elektronik	5,78
6	Hektaş	6,09
7	Bossa	6,14
8	Hürriyet Gazete.	6,23
9	Petkim	6,38
10	Usaş	6,58
	Piyasanın Ortalama F/K Oranı	90,49

Tablo : 4 F/K Oranına göre 1998 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	26.06.1998 tarihli F/K Oranı
1	Anadolu Gıda	8,38
2	Akal	6,55
3	Akın Tekstil	7,31
4	Arat Tekstil	8,14
5	Boyasan	7,75
6	Gümüştuyu Halı	7,96
7	Lüks Kadife	6,99
8	Sönmez Filament	6,35
9	UKİ Konfeksiyon	8,25
10	Gentaş	6,05
	Piyasanın Ortalama F/K Oranı	25,35

3.2. Temettü Verimi oranına göre oluşturulan portföyler

Toplam nakit temettünün piyasa değerine bölünmesi ve 100 ile çarpılmasıyla hesaplanmış bulunan Temettü Verimi oranına göre, portföyün satın alınacağı tarihteki haftalık bültenden Temettü Verimi oranı en büyük 10 hisse belirlenerek, aşağıda belirtilen yıllar için portföyler oluşturulmuştur. Böylece yüksek oranda temettü dağıtan hisse senetlerinden seçilerek oluşturulan portföylerin hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığı test edilmektedir.

Tablo : 5 Temettü Verimi Oranına göre 1995 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	30.06.1995 tarihli
		Temettü Verimi Oranı
1	Usaş	23,38
2	Adana A	14,00
3	Ünye Çimento	11,05
4	Lüks Kadife	10,27
5	Oysa-Niğde Çim.	9,09
6	Mardin Çimento	8,37
7	Emsan Paslanm.	7,65
8	Ege Seramik	7,63
9	Petrol Ofisi	7,17
10	Ege Gübre	6,85
	Piyasa.Ort. Temettü Verimi Oranı	3,06

Tablo : 6 Temettü Verimi Oranına göre 1996 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	28.06.1996 tarihli
		Temettü Verimi Oranı
1	Petkim	17,15
2	Usaş	16,17
3	Viking Kağıt	15,17
4	Kaplamin	14,61
5	Tire Kutsan	12,92
6	Mardin Çimento	12,34
7	İst.Motor Piston	10,96
8	Kerevitaş	10,11
9	Adana B	10,06
10	Adana A	9,76
	Piyasa.Ort. Temettü Verimi Oranı	3,77

Tablo : 7 Temettü Verimi Oranına göre 1997 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	27.06.1997 tarihli Temettü Verimi Oranı
1	Sabah Yayıncılık	15,69
2	Usaş	15,19
3	İst.Motor Piston	13,74
4	Sabah Pazarlama	12,50
5	Petkim	12,31
6	Sönmez Pam.	12,18
7	Hürriyet Gazete	11,36
8	Yasaş	10,67
9	ÇBS Printaş	10,56
10	Viking Kağıt	10,10
	Piyasa.Ort. Temettü Verimi Oranı	5,06

Tablo : 8 Temettü Verimi Oranına göre 1998 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	26.06.1998 tarihli Temettü Verimi Oranı
1	Usaş	16,72
2	İst.Motor Piston	11,26
3	Gümüşsuyu Halı	11,16
4	Lüks Kadife	9,95
5	Ünye Çimento	9,93
6	Mardin Çimento	9,61
7	Oysa-Niğde Çim.	9,47
8	Egeprofil	8,10
9	Sasa	8,06
10	Bolu Çimento	8,00
	Piyasa.Ort. Temettü Verimi Oranı	1,86

3.3. P.D./D.D. oranına göre oluşturulan portföyler

Şirketin piyasa değerinin özsermayesine bölünmesiyle hesaplanmış bulunan PD/DD oranına göre, portföyün satın alınacağı tarihteki haftalık bültenden PD/DD oranı en küçük 10 hisse belirlenerek, aşağıda belirtilen yıllar için portföyler oluşturulmuştur. Böylelikle düşük PD/DD oranına sahip hisse senetlerinden seçilerek oluşturulan portföylerin daha yüksek getiri sağlayıp sağlamadığını, yatırımcıların hisse senedi seçerken bu kriteri göz önünde bulundurmasının incelediğimiz dönem içerisinde ne kadar isabetli olduğu veya olmadığı belirlenmektedir.

Tablo : 9 P.D./D.D. Oranına göre 1995 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	30.06.1995 tarihli PD/DD oranı
1	Emsan Paslanm	0,68
2	Sabah Yayıncılık	0,91
3	Petrokent	1,10
4	Emsan Beşyıldız	1,17
5	Okan Tekstil	1,28
6	Adana C	1,33
7	İzmir Demir Çelik	1,55
8	Makine Takım	1,56
9	Milliyet Gazete	1,57
10	Tümteks Tekstil	1,64
	Piyasanın Ortalama PD/DD oranı	4,55

Tablo : 10 P.D./D.D. Oranına göre 1996 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	28.06.1996 tarihli PD/DD oranı
1	Adana C	0,57
2	Feniş Alüminyum	0,61
3	İzmir Demir Çelik	0,88
4	Okan	0,91
5	Pınar Et	1,06
6	Sabah Yayıncılık	1,16
7	Polylen	1,17
8	Metaş	1,21
9	Makine Takım	1,22
10	Sifaş	1,27
	Piyasanın Ortalama PD/DD oranı	3,49

Tablo : 11 P.D./D.D. Oranına göre 1997 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	27.06.1997 tarihli PD/DD Oranı
1	Feniş Alüminyum	0,37
2	Adana C	0,52
3	Okan Tekstil	0,63
4	Sabah Yayıncılık	0,64
5	Sönmez Pamuklu	0,94
6	Sabah Pazarlama	0,96
7	Petrokent	1,01
8	Boyasan	1,04
9	Pınar Et	1,13
10	İzmir Demir Çelik	1,14
	Piyasanın Ortalama PD/DD oranı	6,59

Tablo : 12 P.D./D.D. Oranına göre 1998 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	26.06.1998 tarihi
		PD/DD Oranı
1	Okan Tekstil	0,45
2	Boyasan	0,63
3	Adana C	0,64
4	Gümüştuyu Halı	0,77
5	İzmir Demir Çelik	0,86
6	Makine Takım	1,08
7	Berdan	1,11
8	Polylen	1,19
9	Akal	1,27
10	Dardanel	1,28
	Piyasanın Ortalama PD/DD oranı	3,83

3.4. Piyasa Değerine göre oluşturulan portföyler

Şirketlerin piyasa fiyatı ile hisse senedi sayılarının çarpılmasıyla hesaplanan piyasa değerlerine göre, portföyün satın alınacağı tarihteki haftalık bültenden Piyasa Değeri en küçük 10 hisse belirlenerek, aşağıda belirtilen yıllar için portföyler oluşturulmuştur. Böylece düşük piyasa değerine sahip hisse senetlerinden seçilerek oluşturulan portföylerin risklerinin yüksek olmasından dolayı daha yüksek getiri sağlayıp sağlamadığı, yatırımcıların hisse senedi seçerken bu kriterin değerlendirmesinin yararlı olup olmadığı incelenmektedir.

Tablo : 13 Piyasa Değerlerine göre 1995 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	30.06.1995 tarihi
		Piyasa Değerleri
1	Emsan Beşyıldız	114.000
2	Emsan Paslanmaz	146.200
3	Doğusan Boru	200.600
4	Söksa	209.588
5	Koniteks	274.500
6	Derimod	290.000
7	Petrokent	305.856
8	Pınar Su	313.500
9	Ditaş Doğan	368.600
10	Pınar Un	378.000

Tablo : 14 Piyasa Değerlerine göre 1996 yılı için seçilen portföy

		28.06.1996 tarihi
Sıra	Hisse Senedi	Piyasa Değerleri
1	Sabah Pazarlama	305.000
2	Pınar Su	341.550
3	Pınar Un	360.000
4	Koniteks	391.500
5	Emsan Beşyıldız	479.750
6	Derimod	481.250
7	Emsan Paslanm	483.750
8	Lüks Kadife	533.500
9	Burçelik	621.000
10	Ditaş Doğan	673.750

Tablo : 15 Piyasa Değerlerine göre 1997 yılı için seçilen portföy

		27.06.1997 tarihi
Sıra	Hisse Senedi	Piyasa Değerleri
1	Sabah Pazarlama	400.000
2	Emsan Beşyıldız	575.529
3	Emsan Paslanm.	659.190
4	ÇBS Printaş	674.500
5	Koniteks	702.000
6	Burçelik	864.000
7	Pınar Un	900.000
8	Pınar Su	1.014.750
9	Ditaş Doğan	1.032.500
10	Frijo Pak	1.056.000

Tablo : 16 Piyasa Değerlerine göre 1998 yılı için seçilen portföy

		26.06.1998 tarihi
Sıra	Hisse Senedi	Piyasa Değerleri
1	Pınar Un	1.023.750
2	Okan Tekstil	1.800.000
3	Frijo Pak	1.944.000
4	ÇBS Printaş	1.995.000
5	Boyasan	2.100.000
6	Van Et	2.220.000
7	Ceylan	2.308.800
8	Kaplamin	2.340.000
9	Burçelik	2.349.000
10	Petrokent Turizm	2.514.240

3.5. MVA/EVA Değişim Oranı'na göre oluşturulan portföyler

Yukarıda, uygulamada en çok kullanılan hisse senetleri yatırım kriterleri dikkate alınarak oluşturulan portföylerden sonra alternatif olarak sunduğumuz MVA/EVA Değişim Oranı'na göre oluşturduğumuz portföylerde ise aşağıdaki hususlar dikkate alınmıştır;

-Portföyler, E.V.A. ve M.V.A. rakamları yayınlandıktan sonra oluşturulmaktadır.

-Şirketlerin E.V.A. ve M.V.A. rakamları, geçmiş yıla ait bağımsız denetimden geçmiş, 31 Aralık bilançoları üzerinden LBA Yönetim Danışmanlık Ltd.Şti. hesaplamaktadır. Yatırımcılara sunulan veriler bir önceki yıla ait yaratılmış E.V.A. ve piyasanın buna biçtiği M.V.A. değerleridir. MVA/EVA Değişim oranı hesaplanırken örneğin, 1995 yılında portföy oluşturulurken 1994 ve 1993 yılı verilerinden hareket edilmektedir. Çünkü 1994 yılına ait veriler 1995 yılı Temmuz ayında yayınlandığı için 1.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 dönemi için oluşturulan portföyde 1993 ve 1994 yılına ait E.V.A. ve M.V.A. verileri dikkate alınmaktadır.

-Hisse senedinin sadece E.V.A.'sına veya M.V.A.'sına göre bir portföy oluşturulmamıştır. Çünkü bu durumda şirketlerin karşılaştırılmasında problemler doğacaktır. Bir şirket kullandığı sermaye ile sermayesi kendisinden daha az olan bir şirketle aynı ekonomik katma değer yaratılıyorsa şirketin başarılı olduğunu söyleyemeyiz. Dolayısıyla sadece bu iki rakama göre yapılacak yatırımın uygun bir karşılaştırma olamayacağı düşünülmektedir.

-Yatırımcılara sunulan alternatifte her yıl için şirketlerin piyasa katma değerlerinin ekonomik katma değerlerine bölünmesi suretiyle bulunan MVA/EVA katsayıları büyükten küçüğe doğru sıraladıktan sonra birbirini takip eden iki yılda MVA/EVA katsayılarında artış sağlayan şirketler tespit edilmiştir. Bunun sebebi, şirketin her iki yılda da olumlu verilere sahip olduğunu göstermektir. E.V.A.'nın hisse senedinin fiyatını etkilemesi gerektiğinden hareketle portföye seçilecek şirket, birbirini takip eden iki yıl için kesinlikle bir önceki yıldan daha fazla ekonomik katma değer sağlamış olmalıdır. Çünkü şirketin elde ettiği piyasa katma değeri içerisinde ekonomik katma değerinin de etkisinin olduğu düşüncesini desteklemek gerekmektedir. Bu kıstasımızın başka bir faydası da matematiksel olarak bölünen ve bölen faktörlerini ortadan kaldırmaktadır. Örneğin; bir şirket birbirini takip eden iki yılda birbirine yakın

piyasa değerlerine sahip iken ekonomik katma değerinde bir önceki yıldan daha az E.V.A. sağlarsa, MVA/EVA katsayısında, E.V.A.'da yükselme olmamasına rağmen katsayıda bir artış görülmesine neden olacaktır.

-Hem E.V.A.'sı hem de M.V.A.'sı incelenen dönem içerisinde negatif olan şirketler değerlendirmeye alınmamıştır. Çünkü bu şirketin MVA/E.V.A. katsayısı pozitif olarak bulunacaktır. Ancak şirketin olumlu bir gelişmesi olmadığı halde rakamların pozitif olması bizleri yanıltabilir.

Yukarıdaki kıstaslar doğrultusunda alternatif portföylerimiz yıllar itibariyle aşağıdaki tablolarda belirtilen hisse senetlerinden oluşmuştur.

Tablo : 17 M.V.A./E.V.A. Değişim Oranına göre 1995 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	1993 MVA	1994 MVA	1993 E.V.A.	1994 E.V.A.	1993 MVA/EVA	1994 MVA/EVA	Fark
1	Sifaş	303.428	396.273	-1.092	185.810	-278	2	280
2	Kav Ambalaj	278.175	606.584	-1.863	67.858	-149	9	158
3	Pınar Su	114.712	78.380	-981	2.547	-117	31	148
4	Anadolu Cam	275.897	609.505	-3.314	34.297	-83	18	101
5	Gima	850.311	826.657	-15.100	24.163	-56	34	91
6	Edip İplik	74.825	1.525.055	-11.680	201.497	-6	8	14
7	Vestel	1.312.044	3.235.455	88.920	123.127	15	26	12
8	Burçelik	61.498	140.385	12.837	14.098	5	10	5
9	Konya Çim.	894.592	1.701.944	115.154	134.670	8	13	5
10	Banvit	200.380	708.722	21.830	53.713	9	13	4

Tablo : 18 M.V.A./E.V.A. Değişim Oranına göre 1996 yılı için seçilen portföy

Sıra	Hisse Senedi	1994 MVA	1995 MVA	1994 EVA	1995 EVA	1994 MVA/EVA	1995 MVA/EVA	Fark
1	Afyon Çim.	463.517	413.354	-17.484	4.250	-27	97	124
2	Derimod	96.228	81.680	-951	94.452	-101	1	102
3	Parsan	276.680	280.972	-4.648	92.372	-60	3	63
4	ÇumraKağıt	228.425	1.041.342	-21.470	20.918	-11	50	60
5	Anadolu Bira	932.278	514.337	-17.149	190.640	-54	3	57
6	Otosan	6.079.406	7.319.371	-139.463	2.279.767	-44	3	47
7	Aygaz	1.194.330	36.760.356	94.261	858.952	13	43	30
8	Aktaş	726.137	4.367.355	-121.421	440.723	-6	10	16
9	Köytaş	108.907	138.952	-9.688	32.453	-11	4	16
10	Migros	6.481.054	14.856.336	352.166	440.728	18	34	15

Tablo : 19 M.V.A./E.V.A. Değişim Oranına göre 1997 yılı için seçilen portföy;

Sıra	Hisse Senedi	1994 MVA	1995 MVA	1994 EVA	1995 EVA	1994 MVA/EVA	1995 MVA/EVA	Fark
1	Abana	270.459	717.886	-23.533	2.618	-11	274	286
2	Kent	3.718.811	82.095.032	819.767	939.906	5	87	83
3	Tofaş Tic.	873.819	1.175.992	-32.421	23.368	-27	50	77
4	Metaş	-577.489	2.024.078	31.137	40.629	-19	50	68
5	Borova	115.083	381.313	-3.533	49.265	-33	8	40
6	Milliyet Paz.	-489.600	302.309	24.557	78.365	-20	4	24
7	EmsanBeşyıl	88.359	504.909	-93.225	24.998	-1	20	21
8	Raks Ev	35.190	10.117.301	232.755	570.298	0	18	18
9	Çukurova	17.158.824	198.187.600	1.534.439	7.326.974	11	27	16
10	Gorbon	72.213	776.561	20.457	46.531	4	17	13

Tablo : 20 M.V.A./E.V.A. Değişim Oranına göre 1998 yılı için seçilen portföy;

Sıra	Hisse Senedi	1994 MVA	1995 MVA	1994 EVA	1995 EVA	1994 MVA/EVA	1995 MVA/EVA	Fark
1	Aslan Çim.	5.400.816	22.412.410	-24.079	477.224	-224	47	271
2	Aktaş	20.200.120	158.209.968	2.358.419	2.488.364	9	64	55
3	MilliyetGaz	-1.160.883	38.763.440	496.890	1.159.787	-2	33	36
4	Tukaş	653.813	2.875.464	98.074	100.746	7	29	22
5	Çarşı	4.174.396	27.592.652	484.545	1.024.359	9	27	18
6	Petrol Ofisi	52.044.912	300.528.800	9.813.410	15.003.730	5	20	15
7	MilliyetPaz.	302.309	3.967.526	78.365	231.426	4	17	13
8	Batı Çim.	7.004.916	29.806.628	1.478.088	1.839.042	5	16	11
9	Tansaş	3.923.235	17.479.000	611.366	1.054.265	6	17	10
10	Alcatel	2.841.138	50.006.916	1.659.654	4.943.109	2	10	8

4. Portföylerin Getirilerinin Hesaplanması

Yukarıda çeşitli kriterlere göre oluşturduğumuz beş adet portföyün ilgili tarihlerdeki getiri hesapları, Meta Stock programından 30 Haziran kapanış fiyatları baz alınarak yapılmıştır. Portföydeki 10 adet hisse senedinden fiyatı en büyük olan hisse senedinden 1.000 adet (1 Lot) alındığı varsayılmış ve seçilen 10 adet hisse senedinin portföydeki ağırlığını eşit tutmak için bu hisse senedinin fiyatı diğer 9 adet hisse senedi fiyatlarına teker teker bölünerek diğer hisse senetlerinden portföyde kaç adet olması gerektiği bulunmuştur. Daha sonra hisse senetlerinin 1 Temmuz tarihli açılış fiyatları ile hisse senetlerinin portföyde bulunması gereken adetleri çarpılarak toplanmıştır. Bu değer tarafımızdan **Portföyün Dönem Başı Değeri** olarak adlandırılmaktadır. Dönem sonu olarak kabul ettiğimiz 30 Haziran tarihli kapanış fiyatları, hisse senedinin

portföydeki adedi ile çarpılarak dönem sonunda hisse senetlerinin portföydeki değerlerini hesapladıktan sonra bulunan bu değerler toplanarak dönem sonunda portföyün değeri hesaplanmıştır. Bu değer de **Portföyün Dönem Sonu Değeri** olarak adlandırılmaktadır. Portföyün ilgili dönem boyunca yatırımcısına sağladığı faydayı yüzdesel olarak ölçmek için ise Portföyün dönem sonu değeri, portföyün dönem başı değerine bölünerek bulunan sonuçtan 1 çıkarılmakta ve 100 ile çarpılmak suretiyle portföyün o dönem için yatırımcıya sağladığı getiri oranı bulunmuş olmaktadır.

Portföyün dört dönem (1995-1996, 1996-1997, 1997-1998, 1998-1999 dönemleri) boyunca yatırımcıya sağladığı toplam getiri ise,

1995-1996 dönemi getirisini G_1 ,

1996-1997 dönemi getirisini G_2 ,

1997-1998 dönemi getirisini G_3

1998-1999 dönemi getirisini G_4 ile gösterecek olursak,

$$\text{Toplam Getiri} = \{[(1 + G_1) \times (1 + G_2) \times (1 + G_3) \times (1 + G_4)] - 1\} \times 100$$

şeklinde formüle edilerek hesaplanmıştır.

5. Elde Edilen Sonuçlar ve Değerlendirilmesi

5.1. F/K Oranlarına göre elde edilen sonuçlar

1995 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (51.637.-TL) olan Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1995 tarihi itibariyle) 516.370.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1996 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 935.535.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %81,18 olarak belirlenmiştir (EK 1.)

1996 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (74.195.-TL.) olarak yine Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1996 tarihi itibariyle)

741.950.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1997 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün hisse senetleri ağırlıkları çarpılarak dönem sonu değeri de 1.434.488.000.-TL. olarak belirlenmiş olup, 01.Temmuz.1996-30.Haziran.1997 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %93,34 olarak hesaplanmıştır (EK 2.).

1997 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (250.911.-TL) olan Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1997 tarihi itibariyle) 2.509.110.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1998 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 8.957.881.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1997-30.Haziran.1998 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %257,01 olarak belirlenmiştir (EK 3.).

1998 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (17.500.-TL) olan Sönmez Filament şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1998 tarihi itibariyle) 17.500.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1999 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 137.034.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1998-30.Haziran.1999 döneminde portföyün yatırımcısına % -21,69 oranında değer kaybettirmiştir(EK 4.).

$G_1 = \% 81,18$

$G_2 = \% 93,34$

$G_3 = \% 257,01$

$G_4 = \% -21,69$ olarak bulunan sonuçlardan hareketle incelediğimiz dönem içerisinde yatırımcıların, en düşük F/K oranına sahip ilk 10 hisse senedine göre yatırımda bulunmaları halinde portföyün **Toplam Getirisi % 879,33** olacaktı (Tablo : 21).

5.2. Temettü Verimi oranına göre elde edilen sonuçlar

1995 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (51.637.-TL) olan Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1995 tarihi itibariyle)

516.370.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1996 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 757.547.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %46,71 olarak belirlenmiştir (EK 5.).

1996 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (74.195.-TL.) olarak yine Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1996 tarihi itibariyle) 741.950.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1997 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün hisse senetleri ağırlıkları çarpılarak dönem sonu değeri de 1.370.954.000.-TL. olarak belirlenmiş olup, 01.Temmuz.1996-30.Haziran.1997 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %84,78 olarak hesaplanmıştır (EK 6.).

1997 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (250.911.-TL) olan Usaş şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1997 tarihi itibariyle) 2.509.110.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1998 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 9.951.839.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1997-30.Haziran.1998 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %296,63 olarak belirlenmiştir (EK 7.).

1998 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (518.712.-TL) olan Usaş şirketinin hisse senedi bir kez daha baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1998 tarihi itibariyle) 5.187.120.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1999 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 4.817.344.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1998-30.Haziran.1999 döneminde portföyün yatırımcısına % -7,13 oranında değer kaybettirmiştir (EK 8.).

$$G_1 = \% 46,71$$

$$G_2 = \% 84,78$$

$$G_3 = \% 296,63$$

$G_4 = \% -7,13$ olarak bulunan sonuçlardan hareketle incelediğimiz dönem içerisinde yatırımcıların, en yüksek temettü verimi oranına sahip ilk 10 hisse senedine göre yatırımda bulunmaları halinde ise portföyün **Toplam Getirisi % 898,56** olacaktır (Tablo:21).

5.3. PD/DD oranına göre elde edilen sonuçlar

1995 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (2.950.-TL) olan Petrokent Turizm şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1995 tarihi itibarıyla) 29.500.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1996 tarihindeki fiyatlar itibarıyla oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 59.072.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %100,24 olarak belirlenmiştir (EK 9.).

1996 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (3.205.-TL.) olan Feniş Alüminyum şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1996 tarihi itibarıyla) 32.050.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1997 tarihindeki fiyatlar itibarıyla oluşturduğumuz portföyün hisse senetleri ağırlıkları çarpılarak dönem sonu değeri de 51.132.000.-TL. olarak belirlenmiş olup, 01.Temmuz.1996-30.Haziran.1997 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %59,54 olarak hesaplanmıştır (EK 10.).

1997 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (7.600.-TL) hisse senedi olan Petrokent Turizm şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1997 tarihi itibarıyla) 76.000.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1998 tarihindeki fiyatlar itibarıyla oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 219.420.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1997-30.Haziran.1998 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %188,71 olarak belirlenmiştir (EK 11.).

1998 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (4.150.-TL) hisse senedi olan Akal Tekstil şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin

ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1998 tarihi itibariyle) 41.500.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1999 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 25.343.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1998-30.Haziran.1999 döneminde portföyün yatırımcısına % -38,93 oranında değer kaybettirmiştir (EK 12.).

$$G_1 = \% 100,24$$

$$G_2 = \% 59,54$$

$$G_3 = \% 188,71$$

$G_4 = \% -38,93$ olarak bulunan sonuçlardan hareketle incelediğimiz dönem içerisinde yatırımcıların, en düşük PD/DD oranına sahip ilk 10 hisse senedine göre yatırımda buldukları düşünülürse portföyün **Toplam Getirisi % 463,26** olacaktı (Tablo:21).

5.4. Piyasa Değerlerine göre elde edilen sonuçlar

1995 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (6.795.-TL) olan Pınar Un şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1995 tarihi itibariyle) 67.950.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1996 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 42.161.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 döneminde portföyün yatırımcısına % -37,95 oranında değer kaybettirmiştir (EK 13.).

1996 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (7.103.-TL.) olarak yine Pınar Un şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1996 tarihi itibariyle) 71.030.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1997 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün hisse senetleri ağırlıkları çarpılarak dönem sonu değeri de 130.914.000.-TL. olarak belirlenmiş olup, 01.Temmuz.1996-30.Haziran.1997 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %84,31 olarak hesaplanmıştır (EK 14.).

1997 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (18.158.-TL)olarak yeniden Pınar Un şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları

hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1997 tarihi itibariyle) 181.580.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1998 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 486.780.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1997-30.Haziran.1998 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %168,08 olarak belirlenmiştir (EK 15.).

1998 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (24.000.-TL) hisse senedi olan Petrokent Turizm şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1998 tarihi itibariyle) 240.000.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1999 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 218.322.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1998-30.Haziran.1999 döneminde portföyün yatırımcısına % -9,03 oranında değer kaybettirmiştir (EK 16.).

$$G_1 = \% -37,95$$

$$G_2 = \% 84,31$$

$$G_3 = \% 168,08$$

$G_4 = \% -9,03$ olarak bulunan sonuçlardan hareketle incelediğimiz dönem içerisinde yatırımcılar, en düşük F/K oranına sahip ilk 10 hisse senedine göre yatırımda bulunsaydılar portföyün **Toplam Getirisi % 178,90** olacaktı (Tablo:21).

5.5. MVA/EVA Değişim oranına göre elde edilen sonuçlar

1995 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (2.222.-TL) olan Konya Çimento şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1995 tarihi itibariyle) 22.220.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1996 tarihindeki fiyatlar itibariyle oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 37.999.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1996 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı % 71,01 olarak hesaplanmıştır (EK 17.).

1996 yılı için seçilen portföyde, en yüksek değerli (13.537.-TL.) olarak yine Migros şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları

hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1996 tarihi itibariyle) 135.370.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1997 tarihindeki fiyatlar itibariyle, oluşturduğumuz portföyün hisse senetleri ağırlıkları çarpılarak dönem sonu değeri de 469.187.000.-TL. olarak belirlenmiş olup, 01.Temmuz.1996-30.Haziran.1997 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %246,60 olarak hesaplanmıştır (EK 18.).

1997 yılı için seçilen portföyde ise en yüksek değerli (244.864.-TL) olan Çukurova Elektrik şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1997 tarihi itibariyle) 2.448.640.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1998 tarihindeki fiyatlar itibariyle, oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri de 5.283.614.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1997-30.Haziran.1998 döneminde portföyün yatırımcısına sağladığı getiri oranı %115,78 olarak belirlenmiştir (EK 19.).

1998 yılı için seçilen portföyde ise en yüksek değerli (134.678.-TL) hisse senedi olan Aktaş Elektrik şirketinin hisse senedi baz olarak alınmış, diğer hisse senetlerinin ağırlıkları hesaplanarak portföyün dönem başı değeri (01.Temmuz.1998 tarihi itibariyle) 1.346.780.000.-TL. olarak bulunmuştur. Portföyün bir yıl elde tutulmasından sonra 30.Haziran.1999 tarihindeki fiyatlar itibariyle, oluşturduğumuz portföyün dönem sonu değeri 1.716.637.000.-TL. olarak hesaplanmıştır. Böylece 01.Temmuz.1998-30.Haziran.1999 döneminde portföyün yatırımcısına diğer 4 yönetime göre yapılan portföylerin aksine yatırımcısına % 27,46 oranında değer kazandırmıştır (EK 20.).

$$G_1 = \% 71,01$$

$$G_2 = \% 246,60$$

$$G_3 = \% 115,78$$

$G_4 = \% 27,46$ olarak bulunan sonuçlardan hareketle incelediğimiz dönem içerisinde yatırımcıların, en yüksek MVA/EVA Değişim oranına sahip ilk 10 hisse senedinden oluşturulan portföye yatırımda bulunsalar idi portföyün **Toplam Getirisi % 1530,18** olacaktı (Tablo:21).

Bulduğumuz sonuçları bir tablo halinde gösterecek olursak;

Tablo: 21 Seçilen Portföylerin Yatırımcılarına Sağladıkları Nominal Getiri Oranları

<i>Yatırım Dönemi</i>	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	Nominal Getiri
<i>Seçilen Yöntem</i>					
F/K	%81,18	%93,34	%257,01	-%21,69	%879,33
Temettü Verimi	%46,71	%84,78	%296,63	-%7,13	%898,56
P.D./D.D.	%100,24	%59,54	%188,71	-%38,93	%463,26
Piyasa Değeri	-%37,95	%84,31	%168,08	-%9,03	%178,90
MVA/EVA Değişim	%71,01	%246,60	%115,78	%27,46	%1530,18

Yukarıdaki tablodan da görüleceği gibi yatırımcıların 1995 – 1999 yılları arasında, hisse senedi değerlendirme oranı olarak kullanılan ve yatırımlara rehberlik edebilecek yöntemlerden en düşük F/K oranı baz alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin %879,33 olduğu, en yüksek Temettü Verimi oranına göre oluşturulan portföyün toplam getirisinin %898,56 olduğu, en düşük PD/DD oranı dikkate alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin ise %463,26’da kaldığı, Piyasa Değeri en düşük hisselerden oluşturulan portföyün ise toplam getirisi yalnızca %178,90 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan yatırımcılara alternatif olarak sunduğumuz Değişimli M.V.A./E.V.A. oranı baz alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin ise %1530,18 ile incelenen dönem içerisinde yatırımcısına en yüksek getiriyi sağlamıştır.

Sonuç olarak hisse senetlerine yatırım yaparken şirketlerin sağladıkları katma değeri ölçebilen, şirketlerin yayınlamış oldukları bilanço ve gelir tablosundaki bilgiler üzerinde çalışmalar yaparak şirketin gerçek durumunu tam olmasa da belirlemeye çalışan, şirketin yarattığı ekonomik katma değerlere piyasanın tepki verebileceği varsayımından hareket eden, şirket yöneticileri ile hissedarların amaçlarını kesiştiren ve işlevsel yönlerinden birisi menkul kıymetler piyasasında güvenilir bir indikatör olan bu

yönteme göre hesaplanan oranın hisse senedi piyasasında diğer yöntemlere nazaran daha güvenilir değerlendirme yöntemi olduğu, diğer dört yöntemden en fazla getiri sağlayan Temettü Verimi portföyünden %70, F/K portföyünden %74, PD/DD portföyünden %230, Piyasa Değeri portföyünden ise %755 daha fazla getiri sağlamaktadır.

Sözkonusu portföylerin reel getiri hesabı ise oluşturduğumuz portföylerin elde tutma döneminin 01.Temmuz-30.Haziran tarihleri olması sebebiyle reel getiri hesaplamalarında Haziran aylarına ait Devlet İstatistik Enstitüsü'nün yayınladığı fiyat endeksleri dikkate alınmıştır. Bulunan veriler aşağıda verilmiştir.

Haziran.1995 TEFE Fiyat Endeksi = 6.845,4

Haziran.1996 TEFE Fiyat Endeksi = 12.070,8

Haziran.1997 TEFE Fiyat Endeksi = 20.969,9

Haziran.1998 TEFE Fiyat Endeksi = 37.080,4

Haziran.1999 TEFE Fiyat Endeksi = 54.160,0

Yukarıdaki verilere göre TEFE'deki artış yüzdeleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

Toptan Eşya Fiyat Endeksleri⁸⁸

Temmuz 1995 – Haziran 1996 dönemi = %76,33

Temmuz 1996 – Haziran 1997 dönemi = %73,72

Temmuz 1997 – Haziran 1998 dönemi = %76,83

Temmuz 1998 – Haziran 1999 dönemi = %46,06

Tablo: 22 Seçilen Portföylerin Yatırımcılarına Sağladıkları Reel Getiri Oranları

<i>Yatırım Dönemi</i>	1995-1996	1996-1997	1997-1998	1998-1999	Reel Getiri
<i>Seçilen Yöntem</i>					
F/K	%2,75	%11,29	%101,90	-%46,39	%23,78
Temettü Verimi	-%16,80	%6,36	%124,30	-%36,42	%26,21
P.D. / D.D.	%13,56	-%8,16	%63,27	-%58,19	-%28,81
Piyasa Değeri	-%64,81	%6,09	%51,61	-%37,72	-%64,75
MVA/EVA Değişim	-%3,02	%99,51	%22,03	-%12,74	%106,04

⁸⁸ T.C.M.B. Aylık İstatistik Bülteni, Temmuz-Ağustos 1995 s.36 ve Mayıs 1999, s.40.

Alternatif olarak yatırımcılara sunduğumuz portföylerin reel getirileri hesaplandığında ise sonuçlar daha çarpıcı bir hal almaktadır. Yatırımcıların tasarruflarını yatırıma dönüştürmekteki esas amaç, tasarrufların enflasyon karşısında erimesine engel olmaktır. Ancak yukarıdaki tablo incelendiğinde yatırımcı, PD/DD oranına ve Piyasa Değerlerine göre portföy oluşturulsaydı kazanmak yerine kaybedecekti. Özellikle piyasa Değerlerine göre yapılacak bir portföy ciddi kayıplara sebep olabilirdi. F/K oranına göre oluşturulan bir portföyün reel getirisi %23,78 olur iken, Temettü Verimi oranı dikkate alınarak oluşturulacak portföyün ise getirisi %26,21 olmuştur. Ancak alternatif olarak sunduğumuz portföyün getirisi ise %106,04 gibi çok büyük bir farkla diğer değerlendirme yöntemlerinin açık ara önünde birinci olmuştur. F/K oranına göre oluşturulan portföyün 3,5 katı, Temettü Verimi oranına göre oluşturulan portföyün ise 3 katı fazlası getiri sağlamıştır (Tablo : 22).

Hisse senetleri piyasasının genel seyri hakkında fikir veren İ.M.K.B. Bileşik Endeksi'nde 01.Temmuz.1995-30.Haziran.1999 tarihleri arasında %926,27 oranında, İ.M.K.B. Sanayi Endeksi'nde ise %504,48 oranında artış olduğu hesaplanmıştır. Bu artış oranı, yatırımcıların hisse senetlerine yatırım kriteri olarak MVA/EVA Değişim Oranı'nı seçerek oluşturulan portföylerin artış oranının gerisinde kalmaktadır. Bileşik endeks, getirisi incelenen dönem içerisinde F/K Oranı, Temettü Verimi Oranı, PD /DD Oranı ve Piyasa Değerleri kriterlerine göre oluşturulan portföylerin hepsinin üstünde bir getiri sağlamıştır. Diğer bir deyişle bu dört kritere göre seçilen portföylerin getirisi piyasanın bir göstergesi olan bileşik endeksten daha az artış yüzdesine sahip olmuşlardır.

SONUÇ

Bir ekonomide kişilerin yatırım amaçları, gelecekteki gelirlerini arttırmak için mali olanaklarını yatırımlara yöneltmek olarak algılanabilir. Tasarruf sahiplerinin yatırım amaçlarını etkileyen etkenler, demografik ve finansal etkenler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Demografik etkenler yatırımcının içinde bulunduğu durum ile ilgili etkenlerdir ve yatırımcının yaşı ve sağlık durumu, yatırımcının bakmakla yükümlü olduğu kişilerin sayısı ve yaşları, yatırımcının bilgisi ve zamanı ve yatırımcının psikolojik durumu v.b. olarak sıralanırken, finansal etkenler ise yatırımcının yatırımları ile ilgili etkenlerdir ve sermayeyi koruma isteği, değer artışı sağlama isteği, devamlı gelir elde etme isteği ve likidite olarak sıralanabilir.

Yatırımcı için hisse senedinin değeri, yatırımcının hisse senedinden gelecekte sağlayacağı gelirlerin bugüne indirgenmiş değerine eşittir. Hisse senedi değerlemeleri, gerçekte bugünkü değer kavramlarına dayanmaktadır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, şirketin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını dikkate alarak şirketin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında sözkonusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.

Hisse senedinin piyasada sahip olduğu fiyatın ne kadar gerçekçi olduğuna karar verebilmek, yatırımcılar için önem taşımaktadır. Yatırımcılar, hisse senetlerinin “gerçek değeri”ni hesaplayarak, piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırır ve buna göre alım-satım kararı verirler. Bir hisse senedinin gerçek değeri, şirketin mali tablolarındaki kalemlerin, şirket yönetiminin, geçmiş dönemdekine ek olarak özellikle gelecekteki kar ve kar payı rakamlarının ve çeşitli risklerin incelenip yorumlanması sonucu bulunabilir.

Hisse senetlerini değerlemede dünyada kullanılan kriterlerden bazıları F/K, Temettü Verimi ve PD/DD, oranı ve piyasa değerleridir. Şirketin her 1.-TL’lik vergi öncesi hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL. ödemeye razı olduğunu gösteren F/K oranı bir bakıma hisse senedinin ucuz olup olmadığını da gösterir. Oranın piyasa ortalamasına göre küçük olması hisse senedi fiyatının ucuz olduğunu ve buna bağlı olarak şirketlerin hisse senetlerinin prim yapma olasılığının yüksek olduğu belirtilmesine rağmen çalışmamızda aynı sonuca varılamamıştır. Temettü modeli, belli

varsayımlar altında bir hisse senedinin gerçek değeri, hisse senedine sahip olmakla, her yıl eline geçecek nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olduğunu ileri süren bir modeldir. Yüksek oranda temettü dağıtan hisse senetlerinden seçilerek oluşturulan portföylerin hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olduğu belirtilmektedir. PD/DD oranı, F/K Oranı kriterinde olduğu gibi iki büyüklük arasında belli bir katsayı saptamaya yöneliktir. Şirketin geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer şirketlerin verilerinden yararlanarak, şirketlerin piyasa değerleri ile defter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. Bu oran gözönüne alınarak yapılan değerlendirmelerde oranın piyasa ortalamasından düşük olması kabul edilen bir kriter olmasına rağmen çalışmamızın sonucunda aynı kaniye varılmamaktadır. Piyasa değeri ise, ortalama getirilerdeki farklılaşmaya paralel olarak riskin de artmasıyla beraber küçük piyasa değerine sahip şirketlerin yer aldığı portföyün getirisinin, piyasa değeri büyük olan şirketlerin yer aldığı portföye göre getirisi daha yüksek olması beklenebilir. Büyüklük etkisi konusunda yapılan araştırmacılar, eğer bazı hisse senetleri hakkında yetersiz bilgi varsa, yatırımcıların tahmin riski nedeniyle, bu hisse senetlerini tercih etmeyeceklerini veya bu hisse senetlerindeki risklerini sınırlı düzeyde tutacaklarını tespit etmişlerdir.

E.V.A. kavramı, gerçekten yaratılmış bir değer olup olmadığını araştırırken bakılması gereken şeyin, kullanılan toplam sermayenin gerçek ortalama maliyetinin üstünde bir değer yaratılıp yaratılmadığı olduğu düşüncesinden doğmuştur. E.V.A., şirkete değer katmakla değil değer yaratmakla çok yakından ilişkili bir denetim sistemidir. Bu sistem bir finansal yönetim sistemi olmakla beraber, etkileri şirket kültürünü etkisi altına alacak büyüklüktedir. Bunun altındaki temel kavram sermayenin maliyetinin faaliyet gelirleri ile karşılaştırılmasıdır. Faaliyetin yerine getirilmesi için ihtiyaç duyulan kaynakların sorumluluğunun kaynakları vekaleten idare eden kişilere verilmesi temel ilkesidir.

E.V.A. finansal yönetim ve teşvik sistemi, kurumsal hedef tespiti, performans ölçümü, strateji değerlendirilmesi, sermaye kullanımı, şirket değerlendirilmesi, bilanço yapılanması, teşvik sistemlerinin kurulması ve sermaye kaynakları yaratılmasında ve dağıtılmasında entegre bir çatı oluşturmaktadır.

E.V.A., vergi sonrası faaliyet karı eksi sermaye bedelidir. Şirketin kullandığı bütün sermaye ne şekilde finanse edilmiş olursa olsun (borç ve/veya özsermaye)

hissedarların ve borç verenlerin beklediği getiri oranını karşılamak durumundadır. Genelde açıklanan kar, borçların faizleri çıkarılarak elde edilir. Fakat unutulmuş önemli nokta hissedarın da bir getirisi olduğu gerçeğidir. E.V.A. sistemi hissedarın getirisini bir şirket masrafına dönüştürmektedir.

E.V.A.'nın bir diğer avantajı şirketin karşılaştığı bütün finansal yönetim safhalarını ortak bir ölçüt ve olgunun etrafında toplamasıdır. Bu, karar mekanizmasının daha hızlı ve sağlıklı çalışmasına yol açarken, sorumluluk duygusunu geliştiren ve teşviki güçlendiren bir yapı olmaktadır. E.V.A. hem içsel yönetim sistemi, hem de piyasalara hitap eden bir sistem olup şirketlerin piyasa değerini yükseltme ve bu yönde yeniden yapılandırma çalışmalarına ışık tutmaktadır.

E.V.A. sermayenin getirisine ilişkin temel bir ölçü olup, artırılması için temelde üç yöntem belirlenmiştir. Bunlar; mevcut sermaye ile daha verimli çalışmak ve şirket karını artırmak, daha az sermaye kullanmak ve sermayenin yüksek getirili projelere kaydırılması olarak sıralanmaktadır.

Esas finansal hedef olan hissedarların servetini yükseltmek ile şirketin toplam piyasa değerinin en yükseğe çıkarılması aynı şey değildir. Çünkü şirketin toplam piyasa değeri mümkün olan en çok yatırımla en yükseğe çıkarılabilir. Hissedarların servetini en yükseğe çıkartılması ise ancak şirketin toplam piyasa değeri ile toplam sermaye arasındaki fark en yükseğe çıkarılarak sağlanabilir. Bu farka piyasa katma değeri yani kısaca M.V.A. denilmektedir. M.V.A., şirket yönetimlerinin yatırımcılar tarafından kendilerine emanet edilen sermayenin değerini arttırmakta ne kadar başarılı olduklarını gösteriyor yani M.V.A., borsanın, bir şirketin sermayeyi yönetmedeki kabiliyeti hakkındaki kararı olmaktadır.

Bir şirketin M.V.A.'sı, bütün mevcut ve tasarlanan sermaye yatırım projeleri hususunda halihazırdaki piyasa hükmünü ortaya koyar yani piyasanın, şirketin ne kadar başarılı olduğunu düşündüğünü anlatır. E.V.A. ise şirkete bir işi ne kadar başarılı yaptığını anlatır. Pozitif E.V.A.'ya sahip olan bir şirket, sermayenin maliyetinden daha fazla kazanıyor yani "zenginlik yaratıyor" olarak algılanmaktadır çünkü yatırılan sermayenin vergi düşüldükten sonraki faiz oranı, sermayenin ağırlıklı ortalama bedelini aşmaktadır. Eğer yatırımcılar bu durumun devam edeceğini düşünüyorsa, şirketin M.V.A.'sında da artışın zaman içinde gittikçe yükseldiği görülmektedir. E.V.A. negatif olduğunda şirket yöneticileri hem borçluların hem de hisse senedi sahiplerinin

gereksinim duyduğu faizlerin eksik olduğu sermaye projelerine yatırım yaparak piyasa değerini kaybetmektedirler. M.V.A., E.V.A.'ların ileriye dönük piyasa paylarının bugünkü değeri olarak düşünebilir. Pozitif ve büyük bir E.V.A. geliştirmek yıl yıl yatırımcıları zenginleştirmenin anahtarı olacağı belirtilmektedir.

Ülkemizde gerek hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar gerekse o hisse senedine yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcılar, piyasaya daha fazla fon arzeden yabancı yatırımcıların etkisinden kurtulamadıkları gibi yabancı yatırımcıların alış yönünde pozisyon almalarını bir yükseliş işareti olarak algılamaktadırlar. Yabancı yatırımcıların genel piyasayı olumlu bulmalarının ardından şirketlerle ilgili yurtdışında yaygın hale gelen EVA ve MVA rakamlarına da bakılmaktadır. Çünkü bu rakamlar Türk sermaye piyasalarında, şirket performansına daha derin bir bakışı sağlamak için tasarlanmıştır. Yatırımcılar, sermayelerinin ne kadar iyi yönetildiği hakkında kolektif bir fikir kazanmaktadırlar. Yöneticiler, sadece ürünlerinin piyasalarında değil, kıt sermaye için global piyasada da şirketlerinin ne kadar iyi rekabet ettiğinin etraflı bir görüntüsünü elde edebilirler. Şirketleri sıralamaların zirvesine taşıyan etken ne şirketin büyüklüğü ne şirketin endüstri kolu ne de sermaye yoğunluklarıdır. Bu etken sermaye kullanımlarındaki verimlilik olmaktadır.

Şirketlerle ilgili açıklanan finansal raporların okunması ve yorumlanması zaman ve uzmanlık gerektiren bir işidir. Bu raporların yayınlanması ile birlikte şirket ile ilgili piyasada genel kabul görmüş bir takım oranlar hesaplanmaktadır. Bu oranlar borsa ile ilgili bilgiler veren gazetelerde, bu konular ile ilgili dergilerde, İ.M.K.B. bültenlerinde ve aracı kurumların müşterilerine sundukları raporlarda yayınlanmaktadır. Piyasada genel kabul görmüş hisse senetleri yatırım kriterlerine göre oluşturulacak portföylerden hangisi yatırımcı için daha uygun bir kriter olacaktır?

Diğer yatırım kriterlerinde şirketle ilgili iki rakamın birbirine bölünmesi veya çarpılması sonucunda bulunan değer dikkate alınarak yatırım yapılırken, MVA/EVA Değişim Oranı'nda baz alınan E.V.A. ve M.V.A. rakamları ise hisse senedini satın alacağımız şirketle ilgili çok çeşitli bilgilerin belirli bir metodolojiye göre incelenmesi sonucu yayınlanan raporlar doğrultusunda hesaplanmaktadır. Özellikle bağımsız denetimden geçmiş bilançoları ile gelir tablolarının ve bu raporlarla ilgili dipnotların incelenerek sonucunda yayınlanan E.V.A. ve M.V.A. rakamları şirketin o günkü değerinin tam olarak yansıtmasına rağmen belirli bir fikir verebilecektir.

Araştırmamızda en çok kullanılan yatırım kriterlerine göre oluşturulacak portföylerin mi, yoksa bu kriterlere yöntemlerine alternatif olarak sunduğumuz, son yıllarda finans dünyasının ilgi odağı haline gelen, şirketlerin yarattıkları ekonomik katma değer ile yaratılan bu değere piyasanın tepkisini gösteren piyasa katma değeri rakamlarının arasındaki ilişkiye göre oluşturulacak portföylerin mi daha tutarlı olduğu, bu kriterlere göre oluşturulacak portföylerin getirileri hesaplanarak, hisse senetlerine yatırım yaparken gözönüne almamız gereken kriterin ne olması gerektiğini ortaya koymuştur.

Araştırmamızda bir yıllık düşünülen yatırımlarda seçilen yatırım kriterine göre oluşturulan portföyler bir yıllık olarak düşünülmüş ve her kriterin en iyisi olan 10 hisse senedi seçilmiştir. Araştırmaya yalnızca sanayi şirketleri ve finansal olmayan hizmet şirketleri dahil edilmiştir. Portföyler 1 Temmuz tarihinde oluşturulmakta ve 30 Haziran tarihinde ise yeni portföy oluşturulmak üzere elden çıkarılmaktadır. MVA/EVA değişim oranında ise;

a) Şirketlerin E.V.A. rakamlarında bir önceki yıla göre artış göstermesi gerekmektedir. Çünkü hem şirket büyüme gösterecek hemde piyasa bu durumu M.V.A. rakamı ile değerlendirecektir.

b) MVA/EVA katsayısının belirlenmesi şirketlerin büyüklüklerinin farklı olması nedeniyle değerlendirmelerimizde tutarlılık sağlaması açısından değerlendirmeye alınmış ve E.V.A.'da artış gösteren şirketlerin MVA/EVA katsayıları en yüksek 10 şirket seçilmiştir.

Yatırımcıların 1995 – 1999 yılları arasında, hisse senedi değerlendirme oranı olarak kullanılan ve yatırımlara rehberlik edebilecek yöntemlerden en düşük F/K oranı baz alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin %879,33 olduğu, en yüksek Temettü Verimi oranına göre oluşturulan portföyün toplam getirisinin %898,56 olduğu ve bu iki kritere göre oluşturulan portföylerin birbirine benzediği de dikkat çekicidir. En düşük PD/DD oranı dikkate alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin ise %463,26'da kaldığı, Piyasa Değeri en düşük hisselerden oluşturulan portföyün ise toplam getirisi yalnızca %178,90 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan yatırımcılara alternatif olarak sunduğumuz Değişimli M.V.A./E.V.A. oranı baz alınarak oluşturulan portföyün toplam getirisinin ise %1530,18 ile incelenen dönem içerisinde yatırımcısına en yüksek getiriye sağlamıştır.

Sonuç olarak hisse senetlerine yatırım yaparken şirketlerin sağladıkları katma değeri ölçebilen, şirketlerin yayınlamış oldukları bilanço ve gelir tablosundaki bilgiler üzerinde çalışmalar yaparak şirketin gerçek durumunu tam olmasa da belirlemeye çalışan, şirketin yarattığı ekonomik katma değerlere piyasanın tepki verebileceği varsayımından hareket eden, şirket yöneticileri ile hissedarların amaçlarını kesiştiren ve işlevsel yönlerinden birisi menkul kıymetler piyasasında güvenilir bir indikatör olan bu yöntemle göre hesaplanan oranın hisse senedi piyasasında diğer yöntemlere nazaran daha güvenilir değerlendirme yöntemi olduğu, diğer dört yöntemden en fazla getiri sağlayan Temettü Verimi portföyünden %70, F/K portföyünden %74, PD/DD portföyünden %230, Piyasa Değeri portföyünden ise %755 daha fazla getiri sağlamaktadır. Aynı dönem itibariyle İ.M.K.B. Bileşik Endeksi'nde %926,27 oranında artış gerçekleşmiş ve bu oran sadece MVA/EVA Değişim Oranı'nı seçerek oluşturulan portföylerin artış oranının gerisinde kalmaktadır diğer dört kritere göre seçilen portföylerin getirisi ise piyasanın bir göstergesi olan bileşik endeksten daha az artış yüzdesine sahip olmuştur.

Portföylerin reel getirileri hesaplandığında ise sonuçlar daha çarpıcı bir hal almaktadır. F/K oranına göre oluşturulan bir portföy %23,78, Temettü Verimi oranı %26,21 reel getiri sağlarken, PD/DD oranı ve piyasa değerine göre oluşturulan portföyler ise yatırımcısına reel anlamda kazanç sağlayamamıştır. MVA/EVA Değişim oranına göre oluşturulan portföylerin ise reel getirisi %106,04 olmuştur. Bu sonuçlar alternatif olarak sunulan kriterin diğer kriterlere göre oldukça başarılı olduğunu göstermektedir.

Ülkemizde E.V.A. ve M.V.A. rakamlarının yayınlandığı tarihten itibaren bugüne kadar olan dönemi kapsayan araştırmamızda, bulunan sonuçların dikkate değer olmasına rağmen sözkonusu dönem, sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde yapılan araştırmalara göre son derece kısa bir süre olarak değerlendirilmelidir. Bu nedenle, yapılan/yapılacak bu tür araştırmalarda, sonuçların seçilen dönemlere özgü olabileceği göz önüne alınmalıdır.

EK 1. Fiyat / Kazanç Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Sıra No	Adı	Hisse Senedinin			Portföyün			Getiri
		F/K Oranı	01.07.1995 Fiyatı	30.06.1996 Fiyatı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1995 Değeri	30 Haziran.1996 Değeri	
1	Usaş	4,36	51.637	74.195	1,000	51.637	74.195	
2	Adana A	5,72	434	597	118,979	51.637	71.031	
3	Emsan Paslanm.	5,98	409	1.507	126,252	51.637	190.262	
4	Uşak Seramik	7,13	3.729	7.800	13,847	51.637	108.010	
5	Netaş	7,54	2.750	3.937	18,777	51.637	73.925	
6	Ünye Çimento	7,69	153	191	337,497	51.637	64.462	
7	Siemens	7,71	4.175	8.773	12,368	51.637	108.506	
8	Tofaş Oto Fab.	7,82	959	697	53,845	51.637	37.530	
9	Lüks Kadife	7,95	597	850	86,494	51.637	73.520	
10	Ardem	8,85	836	2.171	61,767	51.637	134.096	
ORTALAMA		19,56			TOPLAM	516.370	935.535	%81,18

EK 2. Fiyat / Kazanç Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Sektörün					Portföyün				
Sırası	Adı	F/K Oran	01.07.1996 Fiyatı	30.06.1997 Fiyatı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1996 Değeri	30.Haziran.1997 Değeri	Getirisi	
1	Tire Kutsan	3,67	1.527	2.287	48,589	74.195	111.122		
2	Olmuksa	5,08	2.647	5.268	28,030	74.195	147.661		
3	Petkim	5,15	823	1.222	90,152	74.195	110.166		
4	Hürriyet Gazete.	5,38	137	395	541,569	74.195	213.920		
5	Kaplamin	5,56	1.939	1.787	38,265	74.195	68.379		
6	Viking Kağıt	5,59	1.689	2.146	43,928	74.195	94.270		
7	Sifaş	5,73	806	1.320	92,053	74.195	121.510		
8	Kartonsan	5,74	4.851	10.061	15,295	74.195	153.881		
9	Usaş	6,09	74.195	250.911	1,000	74.195	250.911		
10	Cemtaş	6,14	951	2.085	78,018	74.195	162.667		
ORTALAMA		12,50				TOPLAM	741.950	1.434.488	%93,34

EK 3. Fiyat / Kazanç Oranına Göre Oluşturulan 01. Temmuz.1997 – 30. Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Sıra Sı	Adı	Bilgi Sözetim				Portföy		
		F/K Oran	01.07.1997 Fiyatı	30.06.1998 Fiyatı	Portföydeki Ağırlığı	01. Temmuz 1997 Değeri	30. Haziran 1998 Değeri	Genel
1	Sabah Pazarla.	4,15	1.370	10.233	183,147	250.911	1.874.140	
2	Sabah Yayın.	4,30	862	2.585	291,080	250.911	752.442	
3	Ege Plast	5,00	6.528	9.700	38,436	250.911	372.830	
4	Aksu İplik	5,78	2.043	2.506	122,815	250.911	307.774	
5	Raks Elektronik	5,78	1.405	4.667	178,584	250.911	833.453	
6	Hektaş	6,09	933	1.428	268,929	250.911	384.031	
7	Bossa	6,14	859	1.175	292,097	250.911	343.214	
8	Hürriyet Gazete.	6,23	395	4.431	635,218	250.911	2.814.650	
9	Petkim	6,38	1.222	3.685	205,328	250.911	756.634	
10	Usaş	6,58	250.911	518.712	1,000	250.911	518.712	
ORTALAMA		90,49			TOPLAM	2.509.110	8.957.881	%257,01

EK 4. Fiyat / Kazanç Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinin					Portföyün				
Sıra Sı	Adı	F/K Oranı	01.07.1998 Fiyatı	30.06.1999 Fiyatı	Portföydeki Açılış	01.Temmuz.1998 Değeri	30.Haziran.1999 Değeri	Getiri	
1	Anadolu Gıda	8,38	2.197	2.766	7,965	17.500	22.032		
2	Akal	6,55	4.150	3.350	4,217	17.500	14.127		
3	Akın Tekstil	7,31	3.650	3.650	4,795	17.500	17.500		
4	Arat Tekstil	8,14	14.250	14.750	1,228	17.500	18.114		
5	Boyasan	7,75	3.365	620	5,201	17.500	3.224		
6	Gümüşsuyu Halı	7,96	1.450	760	12,069	17.500	9.172		
7	Lüks Kadife	6,99	4.600	2.250	3,804	17.500	8.560		
8	Sönmez Filament	6,35	17.500	5.400	1,000	17.500	5.400		
9	UKİ Konfeksiyon	8,25	16.136	14.250	1,085	17.500	15.455		
10	Gentaş	6,05	5.000	6.700	3,500	17.500	23.450		
ORTALAMA		25,35	TOPLAM			175.000	137.034	-%21,69	

EK 5. Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Sermayesi					Portföyü			
Sırası	Adı	Temettü Verimi (Oran)	01.07.1995 Biyatı	30.06.1996 Biyatı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1995 Değeri	30.Haziran.1996 Değeri	Getirisi
1	Usaş	23,38	51.637	74.195	1,000	51.637	74.195	
2	Adana A	14,00	434	597	118,979	51.637	71.031	
3	Ünye Çimento	11,05	153	191	337,497	51.637	64.462	
4	Lüks Kadife	10,27	597	850	86,494	51.637	73.520	
5	Oysa-Niğde Çim.	9,09	1.623	1.853	31,816	51.637	58.955	
6	Mardin Çimento	8,37	551	592	93,715	51.637	55.479	
7	Emsan Paslanm.	7,65	409	1.507	126,252	51.637	190.262	
8	Ege Seramik	7,63	1.811	1.457	28,513	51.637	41.543	
9	Petrol Ofisi	7,17	3.698	6.700	13,963	51.637	93.555	
10	Ege Gübre	6,85	1.290	863	40,029	51.637	34.545	
ORTALAMA		3,06			TOPLAM	516.370	757.547	%46,71

EK 6. Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinin					Portföyün				
Sırası	Adı	Temettü Verimi Oranı	01.07.1996 Bıyadı	30.06.1997 Bıyadı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1996 Değeri	30.Haziran.1997 Değeri	Getiri	
1	Petkim	17,15	823	1.222	90,152	74.195	110.166		
2	Usaş	16,17	74.195	250.911	1,000	74.195	250.911		
3	Viking Kağıt	15,17	1.689	2.146	43,928	74.195	94.270		
4	Kaplamin	14,61	1.939	1.787	38,265	74.195	68.379		
5	Tire Kutsan	12,92	1.527	2.287	48,589	74.195	111.122		
6	Mardin Çimento	12,34	592	876	125,329	74.195	109.789		
7	İst.Motor Piston	10,96	10.096	15.209	7,349	74.195	111.770		
8	Kerevitaş	10,11	742	983	99,993	74.195	98.293		
9	Adana B	10,06	419	1.093	177,076	74.195	193.544		
10	Adana A	9,76	597	1.792	124,280	74.195	222.709		
ORTALAMA		3,77				TOPLAM	741.950	1.370.954	%84,78

EK 7. Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedini					Portföyü			
Sıra	Adı	Temettü Verimi Oran	01.07.1997 Fiyatı	30.06.1998 Fiyatı	Portföydeki Adedi	01.Temmuz.1997 Değeri	30.Haziran.1998 Değeri	Oran
1	Sabah Yayıncılık	15,69	862	2.585	291,080	250.911	752.442	
2	Uşş	15,19	250.911	518.712	1,000	250.911	518.712	
3	İst.Motor Piston	13,74	15.209	32.451	16,498	250.911	535.361	
4	Sabah Pazarlama	12,50	1.370	10.233	183,147	250.911	1.874.140	
5	Petkim	12,31	1.222	3.685	205,328	250.911	756.634	
6	Sönmez Pam.	12,18	5.500	19.250	45,620	250.911	878.189	
7	Hürriyet Gazete	11,36	395	4.431	635,218	250.911	2.814.650	
8	Yasaş	10,67	2.232	6.067	112,415	250.911	682.024	
9	ÇBS Printaş	10,56	6.719	20.500	37,344	250.911	765.542	
10	Viking Kağıt	10,10	2.146	3.200	116,920	250.911	374.145	
ORTALAMA		5,06			TOPLAM	2.509.110	9.951.839	%296,63

EK 8. Temettü Verimi Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Sercidinin					Portföyü			
Sırası	Adı	Temettü Verimi Oranı	01.07.1998 Fiyatı	30.06.1999 Fiyatı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1998 Değeri	30.Haziran.1999 Değeri	Getirisi
1	Usaş	16,72	518.712	390.000	1,000	518.712	390.000	
2	İst.Motor Piston	11,26	32.451	18.500	15,984	518.712	295.713	
3	Gümüşsuyu Halı	11,16	1.450	760	357,732	518.712	271.877	
4	Lüks Kadife	9,95	4.600	2.250	112,763	518.712	253.718	
5	Ünye Çimento	9,93	1.339	1.375	387,388	518.712	532.658	
6	Mardin Çimento	9,61	2.662	4.400	194,858	518.712	857.375	
7	Niğde Çimento	9,47	9.400	17.000	55,182	518.712	938.096	
8	Egeprofil	8,10	12.532	9.700	41,391	518.712	401.493	
9	Sasa	8,06	5.149	4.000	100,740	518.712	402.961	
10	Bolu Çimento	8,00	1.616	1.475	320,985	518.712	473.453	
	ORTALAMA	1,86			TOPLAM	5.187.120	4.817.344	-%7,13

EK 9. P.D./D.D. Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinin					Portföyün				
Sırası	Adı	P.D./D.D. Oran	01.07.1995 Biyarı	30.06.1996 Biyarı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1995 Değeri	30.Haziran.1996 Değeri	Getirisi	
1	Emsan Paslanmaz	0,68	409	1.507	7,213	2.950	10.870		
2	Sabah Yayıncılık	0,91	595	1.480	4,958	2.950	7.338		
3	Petrokent Turizm	1,10	2.950	6.700	1,000	2.950	6.700		
4	Emsan Beşyıldız	1,17	851	3.770	3,467	2.950	13.069		
5	Okan Tekstil	1,28	974	1.225	3,029	2.950	3.710		
6	Adana C	1,33	265	214	11,132	2.950	2.382		
7	İzmir Demir Çelik	1,55	385	362	7,662	2.950	2.774		
8	Makina Takım	1,56	518	531	5,695	2.950	3.024		
9	Milliyet Gazetecilik	1,57	135	231	21,852	2.950	5.048		
10	Tümteks Tekstil	1,64	994	1.401	2,968	2.950	4.158		
ORTALAMA		4,55				TOPLAM	29.500	59.072	%100,24

EK 10. P.D./D.D. Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinde					Portföyde			
Sıra	Adı	P.D./D.D. Oranı	01.07.1996 Piyası	30.06.1997 Piyası	Portföyde Ağırlığı	01. Temmuz 1996 Değeri	30 Haziran 1997 Değeri	Getisi
1	Adana C	0,57	214	326	14,977	3.205	4.882	
2	Feniş Alüminyum	0,61	3.205	4.363	1,000	3.205	4.363	
3	İzmir Demir Çelik	0,88	362	703	8,854	3.205	6.224	
4	Okan Tekstil	0,91	1.225	1.372	2,616	3.205	3.590	
5	Pınar Et	1,06	495	919	6,475	3.205	5.950	
6	Sabah Yayıncılık	1,16	1.480	862	2,166	3.205	1.867	
7	Polylen Sentetik	1,17	812	1.637	3,947	3.205	6.461	
8	Metaş	1,21	3.200	6.500	1,002	3.205	6.510	
9	Makina Takım	1,22	531	1.000	6,036	3.205	6.036	
10	Sifaş Tekstil	1,27	806	1.320	3,976	3.205	5.249	
ORTALAMA		3,49			TOPLAM	32.050	51.132	%59,54

EK 11. P.D./D.D.Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedim					Portföyüm				
Sıra No	Adı	P.D./D.D. Oran	01.07.1997 Fiyatı	30.06.1998 Fiyatı	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1997 Değeri	30.Haziran.1998 Değeri	Getiri	
1	Feniş Alüminyum	0,37	4.363	14.643	1,742	7.600	25.507		
2	Adana C	0,52	326	750	23,313	7.600	17.485		
3	Okan Tekstil	0,63	1.372	1.525	5,539	7.600	8.448		
4	Sabah Yayıncılık	0,64	862	2.585	8,817	7.600	22.791		
5	Sönmez Pamuklu	0,94	5.500	19.250	1,382	7.600	26.600		
6	Sabah Pazarlama	0,96	1.370	10.233	5,547	7.600	56.767		
7	Petrokent	1,01	7.600	24.000	1,000	7.600	24.000		
8	Boyasan	1,04	3.484	3.365	2,181	7.600	7.340		
9	Pınar Et	1,13	919	2.478	8,270	7.600	20.493		
10	İzmir Demir Çelik	1,14	703	924	10,811	7.600	9.989		
ORTALAMA		6,59	TOPLAM			76.000	219.420	%188,71	

EK 12. P.D./D.D.Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Sercidinin					Portföyün				
Sıra	Adı	P.D./D.D. Oran	01.07.1998 Biyatı	30.06.1999 Biyatı	Portföydeki Ağırlığı	01. Temmuz 1998 Değeri	30 Haziran 1999 Değeri	Genel	
1	Okan Tekstil	0,45	1.525	560	2,721	4.150	1.524		
2	Boyasan	0,63	3.365	620	1,233	4.150	765		
3	Adana C	0,64	750	880	5,533	4.150	4.869		
4	Gümüşsuyu Halı	0,77	1.450	760	2,862	4.150	2.175		
5	İzmir Demir Çelik	0,86	924	960	4,491	4.150	4.312		
6	Makina Takım	1,08	1.175	600	3,532	4.150	2.119		
7	Berdan	1,11	3.100	2.350	1,339	4.150	3.146		
8	Polylen	1,19	2.222	540	1,868	4.150	1.009		
9	Akal	1,27	4.150	3.350	1,000	4.150	3.350		
10	Dardanel	1,28	1.400	700	2,964	4.150	2.075		
ORTALAMA		3,83	TOPLAM			41.500	25.343	-%38,93	

EK 13. Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

İlişkili Sembolleri					Portföyü			
Sıra	Adı	Piyasa Değeri	01.07.1995 Piyası	30.06.1996 Piyası	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1995 Değeri	30.Haziran.1996 Değeri	Getirisi
1	Emsan Beşyıldız	114.000	851	3.770	7,985	6.795	30.102	
2	Emsan Paslanmaz	146.200	409	1.507	16,614	6.795	25.037	
3	Doğusan Boru	200.600	296	2.479	22,956	6.795	56.908	
4	Sökse	209.588	1.028	2.275	6,610	6.795	15.038	
5	Koniteks	274.500	2.268	3.309	2,996	6.795	9.914	
6	Derimod	290.000	646	1.114	10,519	6.795	11.718	
7	Petrokent	305.856	2.950	6.700	2,303	6.795	15.433	
8	Pınar Su	313.500	585	575	11,615	6.795	6.679	
9	Ditaş Doğan	368.600	771	1.469	8,813	6.795	12.947	
10	Pınar Un	378.000	6.795	7.103	1,000	6.795	7.103	
TOPLAM						67.950	42.161	-%37,95

EK 14. Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

BİSİS SENEHİMMİ					PORTFÖYÜN			
Sıra No	Adı	Piyasa Değeri	01.07.1996 Piyası	30.06.1997 Piyası	Portföydeki Ağırlığı	01. Temmuz 1996 Değeri	30. Haziran 1997 Değeri	Getirisi
1	Sabah Pazarlama	305.000	1.711	1.370	4,151	7.103	5.687	
2	Pınar Su	341.550	575	1.679	12,353	7.103	20.741	
3	Pınar Un	360.000	7.103	15.158	1,000	7.103	15.158	
4	Koniteks	391.500	3.309	6.000	2,147	7.103	12.879	
5	Em-san Beşyıldız	479.750	3.770	3.400	1,884	7.103	6.406	
6	Derimod	481.250	1.114	2.790	6,376	7.103	17.789	
7	Emsan Paslanmaz	483.750	1.507	1.354	4,713	7.103	6.382	
8	Lüks Kadife	533.500	850	2.546	8,356	7.103	21.276	
9	Burçelik	621.000	1.464	2.241	4,852	7.103	10.873	
10	Ditaş Doğan	673.750	1.469	2.838	4,835	7.103	13.722	
TOPLAM						71.030	130.914	%84,31

EK 15. Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

İhisse Sermayeli					Portföyü			
Sıra No	Adı	Piyasa Değeri	01.07.1997 Piyası	30.06.1998 Piyası	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1997 Değeri	30.Haziran.1998 Değeri	Getisi
1	Sabah Pazarlama	400.000	1.370	10.233	13,254	18.158	135.628	
2	Emsan Beşyıldız	575.529	3.400	1.900	5,341	18.158	10.147	
3	Emsan Paslanmaz	659.190	1.354	960	13,411	18.158	12.874	
4	ÇBS Printaş	674.500	6.719	20.500	2,702	18.158	55.401	
5	Koniteks	702.000	6.000	21.539	3,026	18.158	65.184	
6	Burçelik	864.000	2.241	6.345	8,103	18.158	6,119	
7	Pınar Un	900.000	18.158	21.435	1,000	18.158	21.435	
8	Pınar Su	1.014.750	1.679	4.625	10,815	18.158	50.018	
9	Ditaş Doğan	1.032.500	2.838	16.098	6,398	18.158	102.998	
10	Frişo Pak	1.056.000	900	1.640	20,176	18.158	33.088	
TOPLAM						181.580	486.780	%168,08

EK 16. Piyasa Değerlerine Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1998 – 30.Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Sermeni					Portföyü			
Sirası	Adı	Piyasa Değeri	01.07.1998 Piyası	30.06.1999 Piyası	Portföydeki Ağırlığı	01.Temmuz.1998 Değeri	30.Haziran.1999 Değeri	Getisi
1	Pınar Un	1.023.750	21.435	28.000	1,120	24.000	31.351	
2	Okan Tekstil	1.800.000	1.525	560	15,738	24.000	8.813	
3	Frijo Pak	1.944.000	1.640	2.250	14,634	24.000	32.927	
4	ÇBS Printaş	1.995.000	20.500	12.500	1,171	24.000	14.634	
5	Boyasan	2.100.000	3.365	620	7,132	24.000	4.422	
6	Van Et	2.220.000	6.900	16.750	3,478	24.000	58.261	
7	Ceylan Giyim	2.308.800	3.150	2.700	7,619	24.000	20.571	
8	Kaplamin	2.340.000	2.640	2.100	9,091	24.000	19.091	
9	Burçelik	2.349.000	6.345	3.900	3,783	24.000	14.752	
10	Petrokent Turizm	2.514.240	24.000	13.500	1,000	24.000	13.500	
TOPLAM						240.000	218.322	-%9,03

EK 17. M.V.A / E.V.A. Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1995 – 30.Haziran.1996 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinin												Portföyü		
Sırası	Adı	1993	1994	1993	1994	1993	1994		01.07.95	30.06.96	Portföy	01.07.95	30.06.96	Getiri
		M.V.A.	M.V.A.	E.V.A.	E.V.A.	mva/ova	mva/ova	Parak	Değeri	Değeri	Ağırlığı	Değeri	Değeri	Oran
1	Sifaş	303.428	396.273	-1.092	185.810	-278	2	280	1.110	806	2,002	2.222	1.613	
2	Kav Ambalaj	278.175	606.584	-1.863	67.858	-149	9	158	379	793	5,863	2.222	4.649	
3	Pınar Su	114.712	78.380	-981	2.547	-117	31	148	585	575	3,798	2.222	2.184	
4	Anadolu Cam	275.897	609.505	-3.314	34.297	-83	18	101	457	574	4,862	2.222	2.791	
5	Gıma Gıda	850.311	826.657	-15.100	24.163	-56	34	91	144	297	15,431	2.222	4.583	
6	Edip İplik	74.825	1.525.055	-11.680	201.497	-6	8	14	1.902	1.423	1,168	2.222	1.662	
7	Vestel	1.312.044	3.235.455	88.920	123.127	15	26	12	930	2.610	2,389	2.222	6.236	
8	Burçelik	61.498	140.385	12.837	14.098	5	10	5	1.034	1.464	2,149	2.222	3.146	
9	Konya Çimento	894.592	1.701.944	115.154	134.670	8	13	5	2.222	2.422	1,000	2.222	2.422	
10	Banvit.	200.380	708.722	21.830	53.713	9	13	4	847	3.321	2,623	2.222	8.712	
TOPLAM												22.220	37.999	%71,01

EK 18. M.V.A / E.V.A. Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1996 – 30.Haziran.1997 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Hisse Senedinin												Portföyün			
Sırası	Adı	1994	1995	1994	1995	1994	1995		01.07.96	30.06.97	Portföy	01.07.96	30.06.97	Getirisi	
		M.V.A.	M.V.A.	E.V.A.	E.V.A.	mva/eva	mva/eva	Fark	Değer	Değer	Ağırlığı	Değer	Değer		
1	Afyon Çimento	463.517	413.354	-17.484	4.250	-27	97	124	8.167	16.072	1,658	13.537	26.640		
2	Derimod	96.228	81.680	-951	94.452	-101	1	102	1.114	2.790	12,152	13.537	33.903		
3	Parsan Makina	276.680	280.972	-4.648	92.372	-60	3	63	819	4.551	16,529	13.537	75.222		
4	Çumra Kağıt	228.425	1.041.342	-21.470	20.918	-11	50	60	986	838	13,729	13.537	11.505		
5	Anadolu Bira	932.278	514.337	-17.149	190.640	-54	3	57	3.198	3.589	4,233	13.537	15.192		
6	Otosan	6.079.406	7.319.371	-139.463	2.279.767	-44	3	47	1.195	3.549	11,328	13.537	40.203		
7	Aygaz A.Ş.	1.194.330	36.760.356	94.261	858.952	13	43	30	4.017	14.646	3,370	13.537	49.356		
8	Aktaş Elektrik	726.137	4.367.355	-121.421	440.723	-6	10	16	6.210	58.922	2,180	13.537	128.442		
9	Köytaş Tekstil	108.907	138.952	-9.688	32.453	-11	4	16	2.028	8.100	6,675	13.537	54.068		
10	Migros	6.481.054	14.856.336	352.166	440.728	18	34	15	13.537	34.655	1,000	13.537	34.655		
TOPLAM												135.370	469.187	%246,60	

EK 19. M.V.A / E.V.A. Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01.Temmuz.1997 – 30.Haziran.1998 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Sıra No	Adı	Hisse Senedinin							Portföyün					
		1995 M.V.A.	1996 M.V.A.	1995 E.V.A.	1996 E.V.A.	1995 mva/ eva	1996 mva/ eva	Park	01.07.97 Piyas.	30.06.98 Piyas.	Portföy Ağırlığı	01.07.97 Değeri	30.06.98 Değeri	Getisi
1	Abana	270.459	717.886	-23.533	2.618	-11	274	286	9.050	6.821	27,057	244.864	184.554	
2	Kent Gıda	3.718.811	82.095.032	819.767	939.906	5	87	83	11.648	23.902	21,022	244.864	502.467	
3	Tofaş Oto Tic.	873.819	1.175.992	-32.421	23.368	-27	50	77	23.452	34.500	10,441	244.864	360.217	
4	Metaş	-577.489	2.024.078	31.137	40.629	-19	50	68	6.500	7.900	37,671	244.864	297.604	
5	Borova Yapı	115.083	381.313	-3.533	49.265	-33	8	40	2.304	6.437	106,278	244.864	684.110	
6	Milliyet Pazar.	-489.600	302.309	24.557	78.365	-20	4	24	483	2.227	506,965	244.864	1.129.011	
7	Emsan Beşyıldız	88.359	504.909	-93.225	24.998	-1	20	21	3.400	1.900	72,019	244.864	136.836	
8	Raks Ev	35.190	10.117.301	232.755	570.298	0	18	18	5.800	17.500	42,218	244.864	738.814	
9	Çukurova	17.158.824	198.187.600	1.534.439	7.326.974	11	27	16	244.864	732.785	1,000	244.864	732.785	
10	Gorbon	72.213	776.561	20.457	46.531	4	17	13	38.821	82.000	6,308	244.864	517.216	
TOPLAM												2.448.640	5.283.614	%115,78

EK 20. M.V.A / E.V.A. Değişim Oranına Göre Oluşturulan 01. Temmuz.1998 – 30. Haziran.1999 Dönemi Portföyünün Getiri Hesapları

Bilgi Sıradan												Portföyün		
Sıra	Adı	1996 M.V.A.	1997 M.V.A.	1996 E.V.A.	1997 E.V.A.	1995 mva/ eva	1996 mva/ eva	Park	01.07.98 Fiziki	30.06.99 Fiyat	Portföy Ağırlığı	01.07.97 Değer	30.06.98 Değer	Getiri
1	Aslan Çimento	5.400.816	22.412.410	-24.079	477.224	-224	47	271	82.753	94.000	1,627	134.678	152.982	
2	Aktaş Elektrik	20.200.120	158.209.968	2.358.419	2.488.364	9	64	55	134.678	73.000	1,000	134.678	73.000	
3	Milliyet Gazete.	-1.160.883	38.763.440	496.890	1.159.787	-2	33	36	3.490	1.850	38,590	134.678	71.391	
4	Tukaş	653.813	2.875.464	98.074	100.746	7	29	22	1.590	4.850	84,703	134.678	410.810	
5	Çarşı	4.174.396	27.592.652	484.545	1.024.359	9	27	18	26.500	14.500	5,082	134.678	73.692	
6	Petrol Ofisi	52.044.912	300.528.800	9.813.410	15.003.730	5	20	15	66.044	150.000	2,039	134.678	305.882	
7	Milliyet Pazar	302.309	3.967.526	78.365	231.426	4	17	13	2.227	2.545	60,475	134.678	153.909	
8	Batıçim	7.004.916	29.806.628	1.478.088	1.839.042	5	16	11	14.832	11.750	9,080	134.678	106.693	
9	Tansaş A.Ş.	3.923.235	17.479.000	611.366	1.054.265	6	17	10	57.000	110.000	2,363	134.678	259.905	
10	Teletaş	2.841.138	50.006.916	1.659.654	4.943.109	2	10	8	34.175	27.500	3,941	134.678	108.373	
TOPLAM											1.346.780	1.716.637	%27,46	

THE EVA® - MVA TURKISH RANKING FOR 1998

SECTOR : All sectors
in Descending EVA Order
RANKING

1997	1996	1995	1994	1993	TRADE NAME	COMPANY	EVA® AC (million TL)					MVA (million TL)				
							1997	1996	1995	1994	1993	1997	1996	1995	1994	1993
1	4	10	2	2	PTOFS	Petrol Ofisi A.Ş.	15.003.730	9.813.410	4.106.885	2.394.643	1.042.870	300.528.800	52.044.912	12.739.739	27.238.306	14.891.379
2	1	5	21	10	ÇUKEL	Çukurova Elektrik	27.075.224	7.326.974	1.534.439	810.036	763.172	255.339.776	198.187.600	17.158.824	3.564.920	7.276.225
3	6	16	13	5	OTOSN	Otosan Otomotiv	15.777.184	6.972.543	2.279.767	-139.463	626.384	199.089.488	42.526.804	7.319.371	6.079.406	10.612.167
4	3	8	12	16	MIGRS	Migros Türk T.A.Ş.	1.587.393	324.052	440.728	352.166	87.646	167.230.048	67.440.432	14.856.336	6.481.054	3.606.297
5	14	4	1	8	PETKM	Petkim Petrokimya	-6.395.664	4.463.649	14.560.458	1.326.811	2.081.045	165.491.536	26.101.324	23.062.208	27.653.408	8.098.316
6	16	20	69	49	AKTAS	Aktaş Elektrik Tic.	2.488.364	2.358.419	440.723	-121.421	-41.882	158.209.968	20.200.120	4.367.355	726.137	1.071.534
7	5	12	4	3	ARCLK	Arçelik A.Ş.	8.952.674	8.738.750	3.722.167	979.984	856.632	145.103.680	49.256.024	9.870.456	19.072.220	13.679.130
8	12	13	20	21	TRKCM	Trakya Cam San.	-3.614.892	2.343.700	3.639.987	20.410	222.175	100.907.176	27.911.270	8.686.202	3.587.873	2.898.331
9	38	11	3	1	TOASO	Tofaş Türk Oto.Fab.	-4.076.556	2.745.118	2.220.585	1.860.764	2.930.501	99.235.160	6.754.300	10.384.170	27.182.062	40.806.440
10	8	38	10	6	EREGL	Ereğli Demir Çelik	-3.552.976	8.688.767	9.110.636	2.056.368	323.263	93.160.216	36.352.124	2.354.236	7.915.788	9.505.182
11	15				AKCNS	Akçansa A.Ş.	-812.326	2.038.895				84.781.928	24.842.734			
12	11	1	48	12	AYGAZ	Aygaz A.Ş.	1.111.728	1.340.311	858.952	94.261	125.649	80.781.424	30.468.406	36.760.356	1.194.330	4.784.134
13	13	6	8	18	ERCYS	Erciyas Biracılık	-72.976	2.801.512	1.565.171	723.327	177.574	77.373.928	27.435.750	15.551.478	8.593.439	3.280.542
14	10	15	23	25	BRISA	Brişa Lastik San.	6.012.781	5.171.460	2.023.757	240.240	162.123	75.942.688	34.770.104	7.555.447	3.223.673	2.251.840
15	19	9	7	4	NETAS	Netaş Telekom.A.Ş.	3.614.444	3.868.526	2.449.765	3.450.353	875.864	72.118.992	18.792.762	14.172.449	10.220.784	11.189.958
16	7	2	5	9	EGBRA	Ege Biracılık	489.367	1.140.162	1.321.615	801.315	282.242	66.921.308	41.863.548	28.958.690	14.396.728	7.782.010
17					UZEL	Uzel Makina San.	6.158.522					66.272.816				
18	108	69	11	19	TOFAS	Tofaş Oto Tic. A.Ş.	253.553	23.368	-32.421	-15.135	282.035	62.231.652	1.175.992	873.819	7.807.990	3.262.626
19	23	36	83	38	KEPEZ	Kepez Elektrik A.Ş.	6.096.274	1.849.206	800.419	103.807	94.649	59.908.196	11.790.009	2.433.989	493.537	1.484.041
20	9	3	6	11	AKSA	Aksa Akriilik Kimya	5.996.073	3.977.970	2.416.880	1.717.023	526.626	59.908.048	35.192.764	25.233.926	13.013.017	5.082.610
21	27	49	22	41	VESTL	Vestel Elektronik	8.819.803	3.628.067	646.363	123.127	88.920	50.339.416	10.469.214	1.758.778	3.235.455	1.312.044
22	65	62	41	17	ALCTL	Teletaş Telekom.	4.943.109	1.659.654	791.449	1.815.954	482.192	50.006.916	2.841.138	1.021.847	1.709.892	3.336.589
23	83	149	24	28	HURGZ	Hürriyet Gazetecilik	10.202.080	3.070.269	1.130.634	568.227	124.499	46.849.136	1.967.809	-1.436.243	3.172.640	1.985.340
24	18				SASA	Sasa A.Ş.	8.494.030	3.772.654				46.776.620	19.088.738			
25	163	150	132	23	MILYT	Milliyet Gazetecilik	1.159.787	496.890	256.222	-237.636	373.093	38.763.440	-1.160.883	-1.438.571	-237.483	2.416.093
26	17	19	32	20	GOODY	Goodyear Lastikleri	4.135.204	3.507.602	1.940.232	555.120	259.244	37.842.956	19.463.424	4.773.129	2.637.587	3.135.558
27	36	21	18	26	CIMSA	Çimsa Çimento	1.032.152	1.487.639	1.016.558	191.175	46.024	31.546.374	7.594.948	4.324.223	3.833.227	2.207.802
28	25	52			ARDEM	Ardem A.Ş.	2.451.364	1.808.900	809.010			31.046.394	10.964.897	1.481.745		
29	57	17	14	32	CMENT	Çimentaş	-1.048.239	946.945	955.077	549.886	193.643	30.917.154	3.439.222	5.603.120	4.656.352	1.820.618
30	37	53			BTCIM	Batı Çimento	1.839.042	1.478.088	716.513			29.806.628	7.004.916	1.442.408		
31	21	48	35	14	BEKO	Bekoteknik San.	1.831.194	3.736.519	1.016.089	34.988	293.841	28.806.974	12.063.942	1.788.959	1.974.143	3.746.526
32	52					Çarşı Mağazacılık	1.024.359	484.545				27.592.652	4.174.396			
33	22	30	38	53	KORDS	Kordsa A.Ş.	2.902.744	2.788.585	1.038.265	377.381	43.269	25.683.558	12.030.452	2.971.579	1.833.231	1.045.391
34	20	23	43	37	PEGPR	Peg Profilo San.	4.572.948	3.571.072	1.833.178	509.234	351.564	25.364.390	18.339.810	3.810.756	1.645.477	1.527.994
35	73	35	29	60	EGSER	Ege Seramik San.	5.189	550.184	1.049.258	594.842	183.798	24.096.450	2.349.030	2.478.284	2.769.415	858.952
36	67	55	65	62	GIMA	Gima Gıda	-860.143	-132.714	-67.389	24.163	-15.100	22.973.394	2.810.798	1.174.990	826.657	850.311
37	42	86	68	63	ASLAN	Aslan Çimento A.Ş.	477.224	-24.079	105.167	4.980	56.114	22.412.410	5.400.816	490.765	756.828	779.061
38	30					Çelebi A.Ş.	929.557	597.070				21.497.808	9.338.163			

1997	1996	1995	1994	1993	TRADE NAME	COMPANY	EVA® AC (million TL)					MVA (million TL)					
							1997	1996	1995	1994	1993	1997	1996	1995	1994	1993	
39						Kristal Kola	-79.755					21.112.536					
40	77	44	87	36	BAGFS	Bagfaş Fab. A.Ş.	1.824.081	758.344	347.318	269.109	159.451	19.941.756	2.110.417	2.010.861	432.147	1.538.718	
41	2	26	34	65	KENT	Kent Gıda Madd.	2.880.886	939.906	819.767	284.786	68.312	19.916.054	82.095.032	3.718.811	2.103.691	741.588	
42	29	29	27	15	TUDDF	Türk Demir Döküm	1.247.382	1.416.247	716.836	23.559	258.445	19.509.946	9.727.230	3.188.652	3.014.979	3.693.339	
43	35	31	17	27	UCAK	Uşaş Uçak Servisi	3.533.852	1.864.987	800.389	923.600	-	18.788.290	7.933.258	2.891.814	4.011.163	2.056.657	
44	43	28	46	7	ALRSA	Alarko San. A.Ş.	2.157.668	904.036	693.255	242.322	89.232	18.535.218	5.349.422	3.348.082	1.484.239	8.755.407	
45	41	18	30	46	BUCIM	Bursa Çimento Fab.	1.127.084	691.083	680.022	301.639	150.745	17.870.868	5.562.900	4.870.342	2.768.674	1.118.981	
46	53					Tansaş A.Ş.	1.054.265	611.366				17.479.000	3.923.235				
47	31	76	39	22	ECILC	Eczacıbaşı İlaç San	565.906	1.257.970	714.838	212.010	146.237	16.866.024	9.154.398	813.079	1.823.870	2.858.745	
48	24	7	9	30	TATKS	Tat Konserveler San.	20.785	877.116	1.239.400	425.595	97.362	15.704.828	11.303.824	15.061.607	8.546.772	1.902.875	
49	26	50	26	13	TURCS	Turcas Petrolcülük	381.407	936.940	713.622	240.371		15.226.873	10.565.965	1.733.294	3.047.337	4.663.225	
50	48	78	100	77	PIMAS	Pimaş Plastik İnş.	1.049.477	615.971	234.471	122.329	54.431	15.025.962	4.562.276	689.213	244.322	307.256	
51	45	65	107	66	NTTUR	Net Turizm	2.048.100	2.044.057	1.084.768	67.817	95.994	14.691.252	4.959.017	971.869	128.503	668.138	
52	34	22	31	55	SMENS	Siemens Kablo	100.955	1.471.349	980.609	435.084	190.610	14.675.964	8.014.375	4.268.540	2.668.021	952.795	
53	70					EGS Dış Tic. A.Ş.	820.311	1.419.953				14.531.028	2.663.281				
54	62	75			OTKAR	Otokar	-98.731	675.639	482.316			14.264.933	3.059.049	836.932			
55	75	61			GOLTS	Göltaş Çimento	1.676.944	942.385	503.794			13.919.124	2.296.767	1.037.815			
56	88	93	66	42	ASELS	Aselsan	717.270	1.432.635	652.741	28.287	121.472	13.342.999	1.677.405	424.643	805.753	1.206.508	
57	54	34	25	40	SARKY	Sarkuysan Elektro.	1.551.384	1.173.397	821.080	371.389	104.479	13.175.249	3.680.909	2.719.587	3.102.458	1.332.921	
58	55	88	55	34	DOKTS	Döktaş Döküm	-596.393	-41.576	308.650	27.379	100.592	13.160.975	3.627.103	489.274	1.044.465	1.626.426	
59	78	40	54	43	MRSHL	Marshall Boya	1.232.762	1.005.706	331.889	156.144	73.348	12.912.546	2.086.246	2.211.564	1.044.960	1.206.064	
60	32	24	28	52	KARTN	Kartonsan	-106.266	1.042.599	1.366.700	305.877	81.397	12.719.793	8.914.623	3.773.655	2.963.611	1.047.941	
61	56	33	33	44	GUNEY	Güney Biraçılık	194.125	501.581	393.280	284.786	83.222	11.374.771	3.530.707	2.824.102	2.103.691	1.181.559	
62	159	56	73		DARDL	Dardanel Önentaş	-487.173	-136.270	323.662	161.075	81.943	9.977.760	-21.905	1.159.333	661.201		
63	113	84	94	56	PNSUT	Pınar Süt Mamüll.	1.042.003	949.877	323.647	164.531	108.360	9.808.462	982.119	506.856	298.263	909.148	
64	87	51	77		KERVT	Kerevitaş Gıda San.	-1.441.203	191.005	378.885	54.648	-	9.442.614	1.713.191	1.611.228	571.512		
65	99	63	49	75	TIRE	Tire Kutsan Oluklu	-417.498	432.865	890.160	296.152	37.509	9.252.983	1.415.543	999.155	1.162.040	334.565	
66	47					Yataş A.Ş.	679.516	877.795				9.152.138	4.824.879				
67	40	32	70	90	BANVT	Banvit Yem San.	979.088	102.999	412.733	53.713	21.830	9.010.956	5.855.056	2.890.532	708.722	200.380	
68	60	47	47	47	TBORG	Türk Tuborg Bira	-1.603.392	-160.839	209.723	6.534	23.534	8.896.391	3.157.877	1.803.363	1.253.792	1.087.137	
69	66					Bosch Fren Sistem.	447.563	191.120				8.344.107	2.810.809				
70	61	41	75	80	KAVOR	Kav Ambalaj San.	-613.348	-134.360	174.876	67.858	-1.863	8.236.746	3.145.402	2.138.526	606.584	278.175	
71	157	128	82	71	YASAS	Yasaş Yaşar Boya	2.011.420	1.093.077	201.627	152.899	55.790	7.929.987	84.283	57.310	523.774	450.385	
72	44	43	57	35	ALTIN	Altinyıldız Mensucat	424.150	1.025.983	656.621	110.396	122.537	7.924.618	5.152.538	2.080.304	1.016.581	1.600.750	
73	46					Anadolu Gıda A.Ş.	1.110.096	606.430				7.583.540	4.831.582				
74	105	118	112	108	KOYTS	Köytaş Tekstil San.	-274.731	307.294	32.453	-9.688	3.193	7.234.550	1.216.587	138.952	108.907	54.823	
75	141	71	72	54	SONME	Sönmez Filament	2.150.992	372.146	298.464	127.956	6.651	7.140.778	413.227	870.113	681.866	997.536	
76	71	57			ESEMS	Esem Spor Giyim	632.758	911.256	551.790			6.827.041	2.507.776	1.157.381			
77	95	46	89	91	OLMKS	Olmuksa Mukavva	-306.415	112.985	603.163	169.343	14.343	6.623.923	1.551.592	1.831.106	388.193	180.037	
78						Park Tekstil San.	175.958					6.359.410					
79	80	67	51		KRTEK	Karsu Tekstil San.	-838.128	87.863	373.194	180.561	7.242	6.111.232	2.007.375	888.249	1.139.915		
80	89	144	40	45	BOLUC	Bolu Çimento San.	-109.965	566.695	311.081	-93.818	-29.797	5.543.887	1.675.677	-348.351	1.810.710	1.131.509	
81	124	72	74	81	ANACM	Anadolu Cam San.	-1.396.478	1.038.852	-107.100	34.297	-3.314	5.251.301	749.271	868.457	609.505	275.897	
82	84	104	97	84	PARSN	Parsan Makina	351.253	234.706	92.372	-4.648	29.972	5.093.657	1.867.953	280.972	276.680	261.952	

1997	1996	1995	1994	1993	TRADE NAME	COMPANY	EVA® AC (million TL)					MVA (million TL)						
							1997	1996	1995	1994	1993	1997	1996	1995	1994	1993		
83						Kipa Kitle Paz.	246.795					4.791.406						
84	127	115	60	67	UNYEC	Ünye Çimento San.	891.359	464.134	302.276	100.804	88.007	4.746.660	671.009	156.689	967.064	639.720		
85	140	100	16		CEMETS	Çemtaş Çelik Mak.	711.292	281.214	239.054	111.934	33.644	4.640.977	415.167	309.965	4.277.586			
86	119	73	36	33	RAKSE	Raks Elektronik	1.097.784	2.381.747	1.064.467	192.632	117.386	4.636.084	777.539	853.272	1.901.182	1.714.329		
87	100	81	78	70	CELHA	Çelik Halat	234.666	376.883	141.171	2.731	8.989	4.568.536	1.411.595	530.759	569.386	472.755		
88	69	64	63		MUTLU	Mutlu Akü ve Malz.	-275.370	857.588	538.604	181.594	68.100	4.461.529	2.694.020	988.422	911.367			
89	103					Adel Kalemçilik A.Ş.	294.321	295.070				4.440.136	1.326.221					
90	114	108			TEZSN	Tezsan A.Ş.	582.013	255.593	74.964			4.413.762	981.933	258.299				
91	93	87	124	72	EGEEN	Ege Endüstri ve Tic.	905.985	399.461	256.923	6.418	41.665	4.397.702	1.583.948	489.828	41.863	421.562		
92	68	68	42	58	KONYA	Konya Çimento	207.710	347.519	119.495	134.670	115.154	4.313.351	2.730.728	877.145	1.701.944	894.592		
93	92	107	96	98	GENTS	Gentaş Genel Metal	530.514	403.973	247.119	33.536	15.425	4.136.954	1.602.401	263.415	287.286	102.589		
94	51	45	52	69	YUNSA	Yünsa Yünlü San.	514.224	1.247.635	644.426	123.162	123.242	4.125.188	4.256.347	1.965.908	1.077.536	589.339		
95	59	27			BRSAN	Borusan Fab. A.Ş.	979.342	864.647	1.003.692			4.064.608	3.222.862	3.467.706				
96	146	145	85		MIPAZ	Milliyet Pazarlama	231.426	78.365	24.557	123.499	-	3.967.526	302.309	-489.600	475.330			
97	64	80	79		EPLAS	Ege Plast Tic.	634.269	850.867	386.116	143.155	-	3.831.786	2.953.528	601.730	547.866			
98	115	137	127	100	DOGUB	Doğusan Boru San.	-249.903	27.363	44.591	-36.294	7.924	3.508.232	970.214	-86.151	25.911	96.674		
99	94	60	101		CUMRA	Çumra Kağıt San.	-476.823	180.846	20.918	-21.470	19.790	3.450.474	1.552.714	1.041.342	228.425			
100	109	74	80	31	AKALT	Akal Tekstil San.	-315.786	1.779.060	530.836	205.463	157.032	3.406.009	1.107.594	850.792	531.230	1.865.796		
101						Demisaş Döküm	76.404					3.374.951						
102	50	103	126	73	EGPRO	Ege Profil Tic.	682.565	285.018	133.363	40.985	-	3.185.196	4.284.732	290.107	28.203	361.861		
103	81					İhlas Ev Aletleri A.Ş.	-292.026	133.919				3.151.679	1.997.521					
104	63	98	50	48	GUBRF	Gübre Fabrikaları	1.672.488	918.694	210.778	541.737	196.794	3.137.012	3.015.740	360.185	1.143.724	1.076.653		
105	76	70	56	61	ISTMP	İstanbul Motor Pist.	296.270	381.530	234.163	29.554	57.802	2.994.168	2.203.798	870.917	1.024.415	851.697		
106	102	94	86	82	AFYON	Afyon Çimento San.	291.951	33.573	4.250	-17.484	25.501	2.970.965	1.349.960	413.354	463.517	268.895		
107	151	132	88	79	SIFAS	Sifaş Sentetik İplik	465.517	1.394.318	649.909	185.810	-1.092	2.965.678	199.503	-16.777	396.273	303.428		
108						EGS Egeser Giyim	-70.458					2.930.474						
109	128	54	37		TUKAS	Tukaş Konserveliçlik	100.746	98.074	315.033	141.156	-	2.875.464	653.813	1.195.405	1.842.662			
110	107	82	64	39	IZOCM	Izocam Tic. ve San.	314.740	414.406	246.791	32.626	94.873	2.797.986	1.181.095	523.692	862.470	1.418.926		
111	123	110	95	109	DUROF	Duran Ofset Matbaa.	-174.680	-93.312	75.347	38.220	5.182	2.763.419	749.884	236.806	297.828	45.883		
112	122	90	71	68	NIGDE	Oysa-Niğde Çimen.	415.632	387.127	159.450	97.812	53.756	2.750.424	766.813	481.733	692.898	630.137		
113	166	151			SABAH	Sabah Yayıncılık A.Ş.	-2.018.358	549.763	631.497			2.708.210	-1.781.086	-2.265.751				
114	136	138	103	87	MAKTK	Makina Takım End.	-732.695	69.142	49.559	-35.065	16.635	2.582.427	503.411	-87.568	192.075	234.217		
115	110	91			ERBOS	Erbosan Erciyes Boru	38.800	116.928	117.596			2.433.571	1.035.446	473.268				
116	126	105	122	111	ABANA	Abana Elektromekanik	-154.914	2.618	-23.533	-44.479	-22.007	2.411.872	717.886	270.459	52.850	31.472		
117	142	122			BROVA	Borova Yapı A.Ş.	245.454	49.265	-3.533			2.386.882	381.313	115.083				
118						Mensa Mensucat San.	-177.281					2.341.709						
119	90					Mudurnu Tavukçuluk	292.174	218.507				2.323.315	1.639.425					
120	129	59	58	57	MRDIN	Mardin Çimento San.	854.276	301.234	409.242	232.479	112.725	2.207.915	639.054	1.083.761	1.006.860	895.134		
121	98	92			HZNDR	Haznedar Ateş Tuğla	128.139	216.411	155.419			2.206.712	1.430.912	437.923				
122	96	66	45	102	EDIP	Edip İplik San. ve Tic.	-457.382	472.803	290.114	201.497	-11.680	2.198.252	1.512.326	956.132	1.525.055	74.825		
123	104	139	93	99	AYCES	Altinyunus Çeşme Tes.	-285.909	-30.023	10.063	-21.312	-8.037	2.165.110	1.312.746	-89.358	299.851	100.894		
124	145	131	117	96	PİNSU	Pınar Su San. ve Tic.	-239.662	87.220	28.777	2.547	-981	2.097.756	326.523	-6.619	78.380	114.712		
125	139	95	108	86	DITAS	Ditaş Doğan A.Ş.	140.793	63.912	47.970	6.309	21.357	2.067.580	418.008	375.841	127.033	235.713		
126	58	25			ECYAP	Eczacıbaşı Yapı Gereç.	-862.577	1.150.299	860.939			2.046.357	3.224.214	3.766.705				

1997	1996	1995	1994	1993	TRADE NAME	COMPANY	EVA® AC (million TL)					MVA (million TL)						
							1997	1996	1995	1994	1993	1997	1996	1995	1994	1993		
127	85					UKİ Konfeksiyon A.Ş.	526.719	462.838				2.017.178	1.846.185					
128	117	113	98	110	LUKSK	Lüks Kadife San.Tic.	234.800	165.283	48.579	44.183	11.607	1.946.076	891.472	159.812	257.120	40.295		
129	97	111	105	95	KLBMO	Kelebek Mobilya San.	189.223	264.863	130.625	46.408	39.934	1.841.911	1.461.922	177.658	161.173	117.478		
130	86	99	81	94	DENCM	Denizli Cam San.Tic.	181.305	86.504	244.446	97.528	24.221	1.789.391	1.742.025	312.843	527.634	122.689		
131	74	42	99	88	HEKTS	Hektaş Tic. A.Ş.	107.618	590.637	428.717	-49.384	-2.151	1.783.550	2.303.820	2.111.524	245.256	225.268		
132						Bayraklı Boya Vernik	477.542					1.581.927						
133						Apeks Dış Tic. A.Ş.	-270.148					1.544.046						
134	79	146	61	29	METAS	Metaş İzmir Metalurji	-814.486	40.629	31.137	-36.895	62.365	1.473.764	2.024.078	-577.489	934.067	1.941.928		
135						Klimasan Klima San.	297.658					1.470.768						
136	132	134	131		BUGUN	Bugün Yayıncılık A.Ş.	-342.907	39.975	43.633	-22.898	11.794	1.415.289	557.413	-65.788	-94.658			
137	91	109	102	93	INTEM	Intema İnşaat ve Tesis.	339.091	29.906	40.072	13.263	4.500	1.273.307	1.635.047	247.673	199.629	128.979		
138	162	142	118	83	PNET	Pınar Entegre Et Yem	-106.118	373.401	253.086	5.252	6.937	1.241.755	-936.807	-311.542	75.806	264.707		
139	158	140	123	106	MMART	Marmaris Martı Motel	-648.913	10.496	-10.497	-48.246	-11.569	1.225.582	1.871	-118.105	45.586	57.571		
140	116	89	84		VKING	Viking Kağıt ve Selüloz	-110.316	282.059	298.914	59.184	22.633	1.225.525	913.829	487.299	483.023			
141	167	147	134	78	FENIS	Feniş Alüminyum San.	-692.300	-373.967	-15.612	-146.042	11.930	1.027.279	-3.798.155	-1.360.849	-549.976	305.705		
142	150	112	106	104	BURCE	Burçelik Bursa Çelik	161.366	54.306	70.572	14.098	12.837	989.253	266.598	164.224	140.385	61.498		
143	72					Birlik Mensucat A.Ş.	-738.942	489.994				929.788	2.351.182					
144	134	119	91	112	USAK	Uşak Seramik San.	123.090	30.896	45.809	89.279	10.846	853.843	520.566	133.335	356.675	25.639		
145	121	127	119	114	GORBN	Gorbon Işıl Seramik	5.716	46.531	20.457	13.079	2.388	842.292	776.561	72.213	75.051	16.745		
146	106	83	62		ANBRA	Anadolu Biraçılık Malt	143.564	466.394	190.640	-17.149	-3.017	838.546	1.214.169	514.337	932.278			
147	125	102			EMNIS	Eminiş Ambalaj San.	-13.414	152.939	80.645			824.506	743.231	291.218				
148	149	116	114	92	MAALT	Marmaris Altınyunus	-182.009	-72.927	-24.153	-7.618	-13.755	816.223	267.553	151.477	98.843	172.238		
149						Arat Tekstil ve Tic. A.Ş.	-623.077					785.537						
150	112	106	67	89	KUTPO	Kütahya Porselen San.	-30.855	24.066	206.610	120.466	48.846	767.958	985.954	264.323	760.649	219.275		
151	148	96	92	74	EGGUB	Ege Gübre San. A.Ş.	46.898	2.450	80.439	69.026	28.470	759.026	277.543	374.810	311.660	343.379		
152	156	114			TUMTK	Tümteks Tekstil San.	548.736	388.797	273.354			742.009	87.007	157.031				
153	33					Akın Tekstil A.Ş.	-103.210	833.850				738.376	8.611.643					
154	161	85			FRIGO	Frişo-Pak Gıda Madd.	-378.164	-41.106	38.398			737.850	-194.868	499.121				
155	120	117	128		EMPAS	Emsan Paslanmaz	-424.984	-122.860	-118.302	-53.581	-	724.108	777.452	147.222	-11.282			
156	118	97	104	76	MARET	Maret Marmara Et	-287.720	119.974	147.563	-57.737	-10.273	681.866	795.403	371.123	187.719	317.806		
157	153	123	110	103	SOKSA	Söksa-Sinop Örne	255.603	89.858	-24.148	-32.977	-14.796	636.322	161.257	108.982	117.989	72.092		
158	28	130	90		RKSEV	Raks Elektrikli Ev Alet.	229.144	570.298	232.755	16.442	43.700	594.998	10.117.301	35.190	379.939			
159	101	135	76	59	AKIPD	Aksu İplik Dokuma	-480.232	958.741	348.212	21.686	83.945	583.600	1.384.701	-71.792	590.636	875.436		
160	147	120	111	107	PNUN	Pınar Un ve Tarım Ür.	14.225	44.642	34.071	12.066	2.966	562.163	294.524	127.389	114.856	56.442		
161						Meges Boya San.Tic.	41.191					460.935						
162						Ceytaş Ceyhan Tekstil	-374.501					442.131						
163	135	125	116	85	EMSAN	Emsan Beşyıldız Çelik	-153.856	24.998	-93.225	2.113	-	419.648	504.909	88.359	88.582	251.087		
164						Ceylan Giyim San.	-38.971					376.130						
165	137	124	113	105	KOTKS	Koniteks Konfeksiyon	80.585	164.612	51.025	19.244	10.980	365.881	492.031	96.544	108.768	60.950		
166	82	79	59		MERKO	Merko Gıda San.Tic.	-982.886	291.547	243.125	51.531	-11.567	263.976	1.987.821	621.707	972.995			
167	133					ÇBS Printaş A.Ş.	89.586	175.405				238.771	530.008					
168	160	133	120		SAPAZ	Sabah Pazarlama A.Ş.	-26.403	-21.494	13.036	24.687	-	194.064	-44.258	-58.480	66.385			
169	130	126	115	97	DERIM	Derimod Konfeksiyon	209.220	263.131	94.452	-951	5.282	187.978	627.175	81.680	96.228	103.638		
170	152	129	125	101	POLYL	Polylen Sentetik İplik	1.224.865	1.005.586	383.939	62.780	7.682	170.975	195.293	53.035	35.058	94.072		

1997	1996	1995	1994	1993	TRADE NAME	COMPANY	EVA® AC (million TL)					MVA (million TL)					
							1997	1996	1995	1994	1993	1997	1996	1995	1994	1993	
171						Çimbeton Haz. Beton	-64.771					54.389					
172	131					Bisaş Tekstil A.Ş.	-404.065	-181.254				47.923	566.080				
173	138	77			KAPLM	Kaplamin Ambalaj San	-356.558	-29.417	265.151			-34.713	483.507	721.442			
174	111					Konfrut Gıda A.Ş.	-521.716	207.460				-67.436	1.021.982				
175	144					Intermedya A.Ş.	-103.071	70.199				-91.327	332.500				
176	143	101			SKTAS	Söktaş Pamuk	-479.908	644.378	322.154			-316.076	373.017	297.161			
177	49	141	129	115	PKENT	Petrokent Turizm A.Ş.	-355.530	-156.926	-39.095	-54.291	-13.480	-465.446	4.327.487	-245.280	-26.590	2.162	
178	164	136	44		SNPAM	Sönmez Pamuklu San.	-848.069	-177.025	296.763	27.386	-48.350	-668.766	-1.240.434	-85.847	1.576.126		
179	155	121			CBSBO	ÇBS Boya Kimya San.	1.379.779	727.597	298.981			-735.900	126.982	126.725			
180	154					Gediz İplik A.Ş.	-523.638	55.366				-801.379	127.385				
181						Boyasan Tekstil San.	-603.905					-1.180.837					
182	39	39			BOSSA	Bossa Tic. ve San. İşl.	-1.024.995	2.823.706	1.910.764			-1.970.088	6.257.605	2.282.491			
183	168	152	130	50	İZMDC	İzmir Demir Çelik San.	-4.900.135	-605.435	-565.844	-422.234	-106.956	-2.069.109	-5.684.763	-2.804.576	-29.173	1.066.636	
184	165	146	133	116	OKANT	Okan Tekstil San.Tic.	-1.008.495	-281.389	-99.759	-123.999	-83.495	-2.547.104	-1.291.724	-627.080	-293.214	-134.707	
		14	15	24		Çanakkale Çimento			383.690	67.867				8.127.914	4.595.928	2.278.770	
		37	19	51		Akçimento			253.414	162.286	137.978			2.416.854	3.760.610	1.049.596	
		58	109		TRNSK	Transtürk Fren			111.647	-6.698	44.654			1.100.333	118.882		
			53	64		Adana Çimento				451.550	169.670				1.055.727	756.594	
			121	113		Birlik Tütün Gıda				46.343	11.616				53.317	18.701	

KAYNAKÇA

- AYDOĞAN Kürşat ve GÜNEY Alparslan : “Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi”, **İMKB Dergisi**, Cilt:1, No:1, İstanbul, Ocak-Mart 1997.
- BAŞ İ.Melih : “Servet Yaratımının Gerçek Göstergesi, Ekonomik Katma Değer (E.K.D.)”, **İSO Dergisi**, Yıl:28, Sayı:333, İstanbul, Aralık 1993.
- BAYAR Doğan, AYDIN Nurhan : **İşletmelerde Finansal Yönetim**, II. Baskı, Etam A.Ş. Matbaa Tesisleri, Eskişehir, 1994.
- BERBEROĞLU Necat, ARSLAN Sadık, AFŞAR Muharrem : “Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi”, **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt X, Sayı: 1-2, Eskişehir, 1992.
- BERİKER Levend : “EVA Finansal Yönetim Çerçevesi” Yayınlanmamış makale, İstanbul, 1995.
- BOLAK Mehmet : **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 1994.

- BOZKURT Ünal : **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, İstanbul, 1988.
- BÜKER Semih, AŞIKOĞLU Rıza : **Finansal Yönetim**, Eskişehir, 1993.
- BÜKER Semih, AŞIKOĞLU Rıza : **Sermaye Piyasası**, Eskişehir, 1992.
- ÇAVAŞ Mehmet : **Bireysel Yatırım Araçları**, İletişim Yayınları.
- DEMİR Ahmet ve Diğerleri : “Fiyat/Kazanç Oranına ve Firma Büyüklüğüne Göre Oluşturulan Portföylerin Performanslarının Değerlendirilmesi” **Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, İşletme ve Finans Yayınları, No:4, Ankara, Kasım 1996.
- ERTUNA Özer : **Türkiye’de Mali Piyasalar, Sorunlar ve Çözümler**, İ.T.O. Yay. No:187-6, İstanbul, 1987.
- GÖKÇEK Binnaz : **Bankacılıkta Matematiksel İşlemler**, Garanti Bankası Eğitim Merkezi Yayınları, Güncelleştirilmiş ve Genişletilmiş 2.Baskı, Ocak 1996.

GRANT James L.

: "Foundations of EVA™ for Investment Managers" **The Journal of Portfolio Management**, Volume: 23, Number :1, FALL 1996

KARAN Mehmet Baha

: "İMKB'de Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satış ve Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Etkileri: Karşılaştırmalı Bir Çalışma" **Sermaye Piyasası ve İMKB üzerine Çalışmalar, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, İşletme ve Finans Yayınları, No:4, Ankara, Kasım 1996.

KARAŞİN Gültekin

: **Sermaye Piyasası Analizleri**, S.P.K. Yayın No:4, Ankara, 1986.

KARSLI Muharrem

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

KAYACAN Hale

: "Değer Yaratmanın Piyasa Fiyatı Artıyor", **Macro Dergisi**, Aralık 1995.

ÖZÇAM Ferhat

: **Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, S.P.K. Yayınları, Pelin Ofset Ltd.Şti., Ankara, Nisan 1996.

- ÖZÇAM Mustafa** : **Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye, SPK Yeterlilik Araştırması, Ankara Haziran 1990.**
- SARIKAMIŞ Cevat** : **Sermaye Pazarları, Genişletilmiş 3.Basım, Alfa Yayınları, İstanbul, Ocak1998,.**
- STEWART G.Bennet** : **"E.V.A. : Fact and Fantasy", Bankamerica, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 7, Number 2, Summer 1994.**
- SÜERDEM Ahmet** : **"Yeni Bir Prim Sistemi: E.V.A." Göüş Dergisi, TÜSIAD Yayınları,Sayı: 16, Eylül 1994.**
- TULLY Shawn** : **"America's Best Wealth Creators", Fortune, 28.November.1994.**
- UĞUZ Murat** : **Menkul Kıymetlerin Seçimi ve Yatırım Yönetimi, Töbank Yay., İstanbul, 1990.**
- "En İyi hisse Sıralaması EVA ile Altüst Olacak", Yeni Yüzyıl Gazetesi, 31.Temmuz.1995.**
- EVASTOCK A Ranking Of The Most Value Adding Companies In The İstanbul Stock Exchange, LBA Yönetim Danışmanlık Şirketi Yayınları, İstanbul, Eylül 1995,.**

“Finansal Analizde Kullanılan Oranlar”, **Ekonomik Trend Dergisi** Yıl:2, Sayı:50,11.Aralık.1994,

[http:// www.lba.com.tr](http://www.lba.com.tr)

İMKB Dergisi, Yıl: 1997, Cilt:1, No:1, İstanbul, Ocak-Mart 1997.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İ.M.K.B. Yayınları, İstanbul, Ekim 1995.

T.C.M.B. Aylık İstatistik Bülteni, Temmuz-Ağustos 1995 ve Mayıs 1999.

“Temel ve Teknik Analiz Yöntemleri”, **İntermedya Ekonomi Dergisi** 5.Mart.1995.