

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

MALİ ORANLARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Çiğdem Gençer Gemici

Ankara-2010

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

MALİ ORANLARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Çiğdem Gençer Gemici

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Fazıl Gökgöz

Ankara-2010

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

MALİ ORANLARIN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Fazıl Gökgöz

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

Prof. Dr. Argun Karacabey

Doç. Dr. Burça Kızılırmak

Doç. Dr. Fazıl Gökgöz

İmzası

.....

.....

.....

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(24/05/2010)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin
Adı ve Soyadı

ÇİĞDEM GENÇER GEMİCİ

İmzası

.....

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

İÇİNDEKİLER	i
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
KISALTMALAR	vii
ÇİZELGELER DİZİNİ	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. İŞLETMELERDE ORAN ANALİZLERİ HAKKINDA LİTERATÜR BİLGİLER	4
1.1. İŞLETMELERDE TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ	4
1.1.1. Ekonomi Analizi	5
1.1.2. Sektör Analizi	5
1.1.3. Şirket Analizi	6
1.1.4. Mali Tablo Analizi	7
1.1.4.1. Bilanço	8
1.1.4.2. Gelir tablosu	8
1.2. MALİ TABLO ANALİZİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER	8
1.2.1. Dikey Analiz	9
1.2.2. Trend Analizi	9
1.2.3. Eğilim Yüzdeleri Analizi	9
1.2.4. Oran Analizi	9
1.3. MALİ ORANLAR	10
1.3.1. İşletmenin Likidite Durumunu Ölçen Oranlar	10
1.3.1.1. Cari Oran	10
1.3.1.2. Asit-Test (Likidite) Oranı	11
1.3.1.3. Net İşletme Sermayesi Oranı	11
1.3.2. İşletmenin Karlılık Durumunu Ölçen Oranlar	12
1.3.2.1. Brüt Satış Kar Marjı Oranı	12
1.3.2.2. Net Kar Marjı Oranı (Satışların Karlılığı)	12
1.3.2.3. Öz Sermaye (Öz Kaynak) Karlılığı Oranı	12
1.3.3. İşletmenin Mali Durumunu Ölçen Oranlar (Kaldıraç Oranları)	13
1.3.3.1. Toplam Borç / Öz Sermaye Oranı	13
1.3.3.2. Toplam Borç / Toplam Aktifler Oranı	13
1.3.3.3. Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler Oranı	14
1.3.3.4. Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler Oranı	14
1.3.3.5. Öz kaynaklar/Toplam Aktifler Oranı	14
1.3.3.6. Faizleri Karşılama Oranı	14
1.3.4. İşletmenin Faaliyet Durumunu Ölçen Oranları	14
1.3.4.1. Alacak Devir Hızı Oranı	15

1.3.4.2. Stok Devir Hızı Oranı	15
1.3.5. Mali Oran Analizinin Şirketler Açısından Önemi	15
1.3.6. Oranlar Arasındaki İlişkiler Ve Oranların Karşılaştırılması	17
1.3.6.1. Statik, Dinamik ve Karlılığı dikkate alan Dinamik Cari Oran	18
1.3.6.2. Statik, Dinamik ve İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Nakdi Dikkate Alan Nakit Oranı	20

İKİNCİ BÖLÜM

2. MENKUL KIYMET PİYASALARI	22
2.1. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARI	22
2.1.1. Menkul Kıymet Borsası	23
2.1.2. Aracı Kurum	23
2.1.3. Hisse Senedi	24
2.1.4. Endeks	25
2.1.5. İMKB Endeksleri	26
2.1.5.1. İMKB Ulusal-Tüm Endeksi	27
2.1.5.2. İMKB Ulusal-100 Endeksi	27
2.1.5.3. İMKB Ulusal-50 Endeksi	27
2.1.5.4. İMKB Ulusal-30	28
2.1.5.5. İMKB Ulusal-Sınai	28
2.1.5.6. İMKB Ulusal-Hizmetler	28
2.1.5.7. İMKB Ulusal-Mali	28
2.1.5.8. İMKB Yatırım Ortaklıkları	29
2.1.6. Uluslar Arası Hisse Senedi Yatırımları Ve Dünyanın Önemli Piyasa Endeksleri	29
2.1.6.1. Dünyadaki önemli endeksler	30
a. Dow Jones Ortalamaları	31
b. Nikkei-Dow Jones Ortalaması	31
c. Value Line Endeksleri	31
d. New York Borsası Endeksleri	32
e. Nasdaq Endeksleri	32
f. Amerikan Borsası Endeksi	32
g. Tokyo Borsası Fiyat Endeksi	33
2.2. HİSSE SENETLERİ İLE İLGİLİ ANALİZLER	33
2.2.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler	34
2.2.1.1. Para arzı ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki	34
2.2.1.2. Enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki	34
2.2.1.3. Faiz oranları ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki	35
2.2.1.4. Döviz kuru ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki	36
2.3. HİSSE SENETLERİ İÇİN DEĞERLEME VE FİYATLAMA YÖNTEMLERİ	37
2.3.1. Değerleme Ve Fiyatlama	37
2.3.2. Şirket Değerleme Yöntemleri	40
2.3.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	41
2.3.2.2. Net Aktif Değeri Yöntemi	42
2.3.2.3. Fiyat/ Kazanç Oranı Yöntemi	42
2.3.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi	45
2.3.2.5. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi	46
2.3.3. Hisse Senedi Değerlemede En Fazla Kullanılan Yöntem Olarak F/K Oranı	47
2.3.3.1. F/K oranı ile ilgili yorumlar	48

2.3.3.2. F/K oranının eksiklikleri	49
2.4. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN FİYAT/KAZANÇ VE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ ETKİLERİNİN DÜNYA BORSALARINDAKİ UYGULAMALARI ÜZERİNE LİTERATÜR BİLGİLERİ	51
2.5. DÜNYA BORSALARI İLE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRILMASI (PERFORMANSLARI, BAZI BÜYÜKLÜK VE ORANLARI)	56
2.6. HİSSE SENEDİ YATIRIMI YAPARKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN NOKTALAR	61
2.6.1. Getiri Ve Risk Kavramları.....	61
2.6.1.1. Sistematik Risk ve Sistematik Olmayan Risk	62
2.6.1.2. Beklenen getiri ve risk ile beta katsayısı arasındaki ilişki	65

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİRMA DEĞERİ İLE F/K, PD/DD ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ	66
3.1. AMAÇLAR, VERİ, YÖNTEM	66
3.1.1. Amaç	66
3.1.2. Araştırmada Kullanılan Veriler	66
3.1.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem	67
3.2. HİSSELERİN FİRMA DEĞERLERİ İLE PİYASA ÇARPANLARI OLAN F/K VE PD/DD ANALİZİ	68
3.2.1. Sınai Sektörü.....	69
3.2.1.1. FİRMA 1 EREĞLİ DEMİR ÇELİK (ERGL).....	69
3.2.1.2. FİRMA 2 TÜPRAŞ (TPRS).....	70
3.2.1.3. FİRMA 3 FORD OTOSAN (FROTO).....	72
3.2.1.4. FİRMA 4 ARÇELİK (ARCLK).....	73
3.2.1.5. FİRMA 5 AYGAZ (AYGAZ)	75
3.2.1.6. FİRMA 6 TOFAŞ (TOASO).....	76
3.2.1.7. FİRMA 7 PETKİM (PETKM).....	77
3.2.1.8. FİRMA 8 AKÇANSA (AKCNS)	79
3.2.1.9. FİRMA 9 ÇİMSA (CİMSA)	80
3.2.1.10. FİRMA 10 TRAKYA CAM (TRKCM).....	81
3.2.1.11. FİRMA 11 VESTEL (VESTL)	82
3.2.2. Mali Sektör	84
3.2.2.1. FİRMA 1 YAPI VE KREDİ BANKASI (YKBNK).....	84
3.2.2.2. FİRMA 2 GARANTİ BANKASI (GARAN)	85
3.2.2.3. FİRMA 3 AKBANK (AKBNK).....	87
3.2.2.4. FİRMA 4 İŞBANKASI (ISCTR).....	88
3.2.2.5. FİRMA 5 FİNANSBANK (FINBN).....	89
3.2.2.6. FİRMA 6 TSKB (TSKB).....	90
3.2.2.7. FİRMA 7 ŞEKERBANK (SKBNK).....	91
3.2.2.8. FİRMA 8 TEB (TEBNK)	93
3.2.2.9. FİRMA 9 TEKSTİLBANK (TEKST)	94
3.2.3. Teknoloji Sektörü	95
3.2.3.1. FİRMA 1 ASELSAN (ASELSA)	95
3.2.3.2. FİRMA 2 NETAŞ (NETAS).....	97
3.2.3.3. FİRMA 3 ALCATEL (ALCTL)	98
3.2.3.4. FİRMA 4 INDES (INDES).....	100
3.2.3.5. FİRMA 5 ESCOM (ESCOM).....	101
3.2.3.6. FİRMA 6 LOGO (LOGO)	102
3.2.4. Hizmet Sektörü.....	103

3.2.4.1. FİRMA 1 ENKA (ENKA).....	103
3.2.4.2. FİRMA 2 MİGROS (MGROS).....	105
3.2.4.3. FİRMA 3 TÜRK HAVA YOLLARI (THYAO).....	106
3.2.4.4. FİRMA 4 MARTI OTEL (MARTI).....	107
3.2.4.5. FİRMA 5 ALTINYUNUS ÇEŞME (AYCES)	109
3.2.4.6. FİRMA 6 TÜRK TELEKOM (TTKOM).....	110
3.2.4.7. FİRMA 7 FAVORİ DİNLENME TESİSLERİ (FVORİ)	111
3.2.4.8. FİRMA 8 TURKCELL (TCELL)	112
3.3. FİRMA DEĞERİ İLE PİYASA ÇARPANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TAHMİNİNE YÖNELİK GERÇEKLEŞTİRİLEN ÇALIŞMA	113
3.3.1. Sınai Sektörü	113
3.3.2. Mali Sektör.....	118
3.3.3. Teknoloji Sektörü.....	121
3.3.4. Hizmetler Sektörü	124
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	128
KAYNAKÇA	132
EKLER.....	140
EK-1 REGRESYON ANALİZLERİ SONUÇ TABLOLARI	140
EK-2 ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ SETLERİ	152

ÖZET

Günümüzde şirketler finansal tabloları üzerinde daha fazla çalışmakta ve mali oranların yorumlanmasına önem vermektedir. Çünkü hızla gelişen finans ve sermaye piyasalarında şirketlere ait mali oranlar, birçok konuda şirketler hakkında bilgi vermekte ve şirketler hakkında verilen kararları etkilemektedir. Özellikle menkul kıymet piyasalarında, yatırımların doğru analiz edilebilmesi için şirket oranları giderek önem kazanmaktadır. Mali oranlar üzerinde yapılan bu araştırmada, mali tablo analizlerinin ve mali oranların şirket değerlendirilmelerine yansımaları incelenmiştir ve bunun için de İMKB’de işlem hacmi yüksek olan 34 şirketin mali oranları değerlendirilmiştir. Şirket değerlendirme yöntemlerinden en fazla kullanılan F/K oranı ve PD/DD oranı kullanılarak yapılan çalışmada, PD/DD oranının firma değeri üzerinde etkisinin olduğu ancak F/K oranının firma değeri üzerindeki etkisinin çok zayıf olduğu bulunmuştur. Bunun nedenleri arasında, F/K oranının spekülasyonlara açık olması, net karı gösterge olarak alması ve ayrıca F/K oranının zarar eden şirketlerde çalışmıyor olması sayılabilir. Yine de dünyada ve Türkiye’de şirket değerlendirme yöntemleri arasında en fazla kullanılan yöntem F/K ve PD/DD oranlarıdır.

Anahtar Sözcükler

Mali Oran Analizi, Şirket Değerleme Yöntemleri, F/K oranı, PD/DD oranı, Firma Değeri

ABSTRACT

Today, companies are working on the financial statements much more and financial ratios and emphasize the importance of interpretation of these. Because of the rapidly developing financial and capital markets, the financial ratios provide information on many issues about companies and affect decisions about them. Especially in the stock markets, the ratio of the companies has become increasingly important to analyze the investment. This study conducted on financial ratios, financial statement analysis and financial ratios are analyzed and the reflection of the company reviews for ISE trading volume has a maximum of 34 in the company's financial ratios have been evaluated. Company valuation methods most commonly used P/E ratio and the PD/DD ratio used in the study, the PD/DD ratio of firm value on the effect that only the P/E ratio of firm value impact is too weak to be found. Among the reasons, the P/E ratio is open to speculation, making a net profit of indicators as well as P/E ratio is not working in the companies can be loss. In Turkey, companies in the world and still the most commonly used methods of valuation methods P/E and PD/DD rates.

Key Words

Financial Ratio Analysis, Methods of Corporation Valuation, P/E ratio, Market Value / Assets Value, Intangible value

KISALTMALAR

F/K	: Fiyat /Kazanç
PD/DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
GSYİH	: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
NIS	: Net İşletme Sermayesi
F/NA	: Fiyat / Nakit Akımı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	: İndirgenmiş nakit akımları
NYSE	: New-York Security Exchange
CAPM	: Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
AMEX	: American Stock Exchange
NYSE	: New-York Security Exchange

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 1. Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları (2000-2009) (Yerli ve Yabancı)	56
Çizelge 2. Borsalarda İşlem Gören Şirketlerin Toplam İşlem Hacmi Karşılaştırılması	58
Çizelge 3. Borsalarda İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Kapitalizasyonunun Karşılaştırılması	60
Çizelge 4. Sınai Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri.....	114
Çizelge 5. Mali Sektör endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri.....	118
Çizelge 6. Teknoloji Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri.....	122
Çizelge 7. Hizmetler Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri	124

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.	ERGL 2001/03-2009/12 Firma Değeri Değişim Grafiği.....	69
Şekil 2.	ERGL 2001/03-2009/12 F/K VE PD/DD Değişim Grafiği.....	69
Şekil 3.	TPRS 2001/03-2009/12 Firma Değeri Değişim Grafiği.....	70
Şekil 4.	TPRS 2001/03-2009/12 F/K VE PD/DD Değişim Grafiği.....	71
Şekil 5.	FROTO 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	72
Şekil 6.	FROTO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	72
Şekil 7.	ARCLK 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	73
Şekil 8.	ARCLK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	74
Şekil 9.	AYGAZ 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	75
Şekil 10.	AYGAZ 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	75
Şekil 11.	TOFAŞ 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	76
Şekil 12.	TOFAŞ 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	76
Şekil 13.	PETKİM 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	77
Şekil 14.	PETKİM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	78
Şekil 15.	AKCNS 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	79
Şekil 16.	AKCNS 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	79
Şekil 17.	CIMSA 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	80
Şekil 18.	CIMSA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği.....	80
Şekil 19.	TRKCM 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği.....	81

Şekil 20.	TRKCM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	382
Şekil 21.	VESTL 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	82
Şekil 22.	VESTL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	83
Şekil 23.	YKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	84
Şekil 24.	YKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	84
Şekil 25.	GARAN 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	86
Şekil 26.	GARAN 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	86
Şekil 27.	AKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	87
Şekil 28.	AKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	87
Şekil 29.	ISCTR 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	88
Şekil 30.	ISCTR 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	88
Şekil 31.	FINBN 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	89
Şekil 32.	FINBN 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	90
Şekil 33.	TSKB 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı	90
Şekil 34.	TSKB 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	91
Şekil 35.	SKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	92
Şekil 36.	SKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	92
Şekil 37.	TEBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafığı.....	93
Şekil 38.	TEBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	93
Şekil 39.	TEKST 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	94

Şekil 40. TEKST 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	94
Şekil 41. ASELSA 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	95
Şekil 42. ASELSA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	96
Şekil 43. NETAS 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	97
Şekil 44. NETAS 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	97
Şekil 45. ALCTL 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	98
Şekil 46. ALCTL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	99
Şekil 47. INDES 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	100
Şekil 48. INDES 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	100
Şekil 49. ESCOM 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	101
Şekil 50. ESCOM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	101
Şekil 51. LOGO 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı	102
Şekil 52. LOGO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	102
Şekil 53. ENKA 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı	103
Şekil 54. ENKA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	104
Şekil 55. MGROS 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	105
Şekil 56. MGROS 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	105
Şekil 57. THYAO 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	106
Şekil 58. ERGL THYAO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı	106
Şekil 59. MARTI 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	107

Şekil 60.	MARTI 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	108
Şekil 61.	AYCES 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	109
Şekil 62.	AYCES 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	109
Şekil 63.	TTKOM 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	110
Şekil 64.	TTKOM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	110
Şekil 65.	FVORI 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	111
Şekil 66.	FVORI 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	111
Şekil 67.	TCELL 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafığı.....	112
Şekil 68.	TCELL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı.....	113

GİRİŞ

20. yy.'da risklerini minimize etmek isteyen ve sermaye piyasalarının gelişmesi ile doğru orantılı olarak büyümek isteyen şirketlerin artması sonucunda, finansal tabloların daha geniş ölçüde kullanılmaya başlandığı ve firmalara ait mali oranların ve buna bağlı olarak da finansal analizin öneminin arttığı görülmektedir.

Şirketlerin sahip olduğu mali yapı ve finansal durum birçok farklı grubu yakından ilgilendirmektedir. Şirket yöneticileri, hisse senedi yatırımcıları, banka ve benzeri kredi kurumları ve hatta vergi daireleri işletmelerin finansal durumuyla ilgilenen gruplardan sadece bir kaçıdır. Her grup, şirketlerle ilgili vereceği kararı şirketlerin sahip olduğu finansal yapıya ve mali oranlarına göre vermektedir.

Yatırımcılar için yatırım kararının, kreditorler içinse kredi kararının sağlıklı bir şekilde oluşmasında işletmenin mali oranları ve buna bağlı olarak da finansal karakteri çok önemli bir rol oynamaktadır. Bilindiği üzere gelişmiş ülkelerde her türlü menkul değer yatırımının yanında hisse senedi yatırımı da, yatırımcının ilgisini çekmektedir. Son yıllarda oldukça gelişen menkul kıymet piyasaları ve para piyasaları, ellerinde tasarruf fazlası bulunan yatırımcılar için değişik alternatifler sunmaktadır.

Ekonomik büyümenin temelini oluşturan yatırım çoğunlukla borçlanarak gerçekleştirilir. Borçlanma ise banka ve banka-dışı kurumlar vasıtasıyla mümkün olur. Hisse senedi piyasası, tasarrufları bölüştürme, riski çeşitlendirme, akışkanlık

yaratma ve şirket denetimini geliştirmesiyle ekonomik büyüme ve kalkınmaya yardımcı olur.¹

Hisse senedi piyasası, şirketler açısından sermaye ihtiyacını hızlı bir şekilde karşılayabilme ve yatırım riskini azaltma gibi işlevleri sayesinde ekonomik faaliyet ile finansman arasında bir köprü görevi görmektedir. Hisse senedi piyasasının gelişmesi sürdürülebilir ekonomik büyümeyi gerçekleştirmede kritik bir rol oynamaktadır. İyi işleyen bir hisse senedi piyasası finans sektörünün de temel unsuru olarak görölmektedir. Bu da başlıca iki şekilde olmaktadır. Birincisi; etkin bir hisse senedi piyasası şirketlere finansman sağlayarak uzun vadeli borçlanabilmelerine imkan tanır. İkincisi; gelişen bir hisse senedi piyasası yabancı yatırımcıların da ilgisini çekerek, yerli ve yabancı piyasalar arasındaki yakınlığı artırır.

Bu araştırmada öncelikle temel analiz yöntemleri, mali tablo analizleri ve işletmelerde kullanılan mali oranlarla ilgili literatür taraması yapılmakta ve temel bilgiler sunulmaktadır. İkinci bölümde, hisse senedi piyasaları hakkında bilgiler sunulmakta, şirket değerleme yöntemleri ile ilgili literatür taraması ve çeşitli dünya yazarları tarafından yapılan çalışmalardan örnekler incelenmektedir. Son bölümde ise İMKB şirketleri üzerinde bir uygulama çalışması yapılmıştır. İMKB endeksleri olan Mali, Sınai, Teknoloji ve Hizmetler Sektörü'nden seçilen toplam 34 adet şirketin firma değerleri üzerinde piyasa çarpanlarından F/K ve PD/DD oranlarının etkisi araştırılmıştır. Burada temel amaç; İMKB'de işlem hacmi büyük olan şirketler arasından seçilen firmaların, F/K, PD/DD oranları ve firma değeri ölçüleri ile nasıl ilişkisinin olduğunun ortaya koyulmasıdır. Böylece yüksek F/K ve PD/DD oranlarına sahip olan firmaların firma değerleri ile düşük F/K ve PD/DD değeri oranların sahip

¹ Murat Atan, A.Hakan Çermikli ve Ayşe Kazan, "İMKB'ye Kote Şirketlerin Derecelendirilmesi ve Dönemler arası Karşılaştırılması", **Ekonomik Yaklaşım**, 2002, s. 14

olan firmaların firma değerleri arasındaki farkı temsil eden değer priminin İMKB’deki geğerliliği ile firmaların piyasa değerleri açısından büyüklük ölçüsü etkisinin İMKB’deki varlığı incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. İŞLETMELERDE ORAN ANALİZLERİ HAKKINDA LİTERATÜR BİLGİLER

1.1. İŞLETMELERDE TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ

Temel analiz bir işletmenin değerini tespit etmek için kullanılan en geniş kapsamlı analizdir. Şirket analizi kapsamında yapılacak çalışmalar finansal ve finansal olmayan analiz olmak üzere iki başlık altında toplanmaktadır. Finansal analiz, bir işletmenin finansal durumunu ve finansal yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını belirlemek için, finansal tablolarda yer alan kalemlerdeki değişikliklerin, kalemler arasındaki ilişkilerin incelenmesi ve aynı sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırılmasıdır.² Finansal olmayan analiz ise firmanın geçmiş, cari ve gelecek performansını etkilemiş ve etkileyebilecek tüm etmenlerin ortaya konularak incelenmesi ve değerlendirilmesini içerir.³

Menkul kıymetlerin değerini tahmin edebilmek için bir menkul kıymet hakkındaki ekonomik ve finansal bilgilere sahip olmak gerekir. Böylece halka açıklanan bilgiler, finansal tablo ve değerlendirmelerden yararlanılarak firma değerleri araştırılır.⁴ İşletmelerin değerini etkileyebilecek faktörler üç ana başlık altında incelenebilir. Bunlar; Ekonomi, Sektör ve Şirket analizidir.

² D. Cossin, ve H. Perotte, “Advanced Credit Risk Analysis”, **John Wiley& Sons**, New York, 2000, s.151

³ N. Collett, ve C. Schell, “Corporate Credit Analysis”, **Euromoney Publications**, London, 1992, s.123

⁴ Mehmet Baha Karan, “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s.135

1.1.1. Ekonomi Analizi

Enflasyon, para ve maliye politikaları, para arzı ve talebi, faiz oranlarındaki değişim, işsizlik, dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları, kamu ve özel kesim harcamaları gibi genel ekonomik duruma ilişkin beklentiler işletmelerin şirket politika ve koşullarını etkileyen önemli göstergelerdendir. Ekonomideki gelişmeler ya da daralmalar, işletmelerin stok, finanslama, fiyatlandırma ve yatırım politikalarını, piyasadaki faiz oranı gibi büyüklükler yatırımcıların yapacakları yatırımdan bekledikleri kazanç oranının belirlenmesinde temel teşkil ederler. Bu noktada genel olarak gelişen ve büyüyen ekonomilerde hisse senedi yatırımları getirisi yüksek olan yatırımlar olduğu için yatırımcıların ilgisini çekmekte ve hisse senedi yatırım taleplerini de olumlu yönde etkilemektedir.⁵

1.1.2. Sektör Analizi

Genel ekonomik gelişmelerdeki etkileşim, şirketlerin performansını etkiler ve şirketlere ait hisse senedi fiyatlarına da yansır. Bazı sektörler, konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız aşağı yukarı hareket ederken, bazı sektörler ekonomik gelişmeye paralel bir gelişme gösterir. Yani, bu tür şirketler ekonominin gelişme ve büyüme dönemlerinde kar, tersi durumda ise zarar ederler.

Sektörün analizi yapılırken bakılması gereken faktörler şunlardır;

- Uzun vadeli büyüme potansiyeli,
- Sektör ve şirketin yaşam eğrisinin hangi noktasında bulunduğu,

⁵ Mehmet Bolak, “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi”, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1994, s.66.

- Ortalama veya potansiyel karlılık,
- Sektördeki rekabet,
- Sektördeki senetlerin piyasa fiyatlarıdır.

Bu noktada, şirketin içinde bulunduğu sektör hakkında bilgi toplanmalıdır. Sektör endeksi ile borsa endeksinin geçmiş performansı karşılaştırılabilir. Sektör, borsanın gerisinde kalıyorsa, hisse seçiminin daha dikkatli yapılması gerekmektedir. Ayrıca, sektörün potansiyeli, sorunları ve özellikleri nedir, bir sektöre ait risk zaman içinde çok fazla değişken midir, sektördeki işletmelerin performansı uzun dönemlerde tutarlı mıdır, piyasa ile sektörler arasındaki ilişkiler geleceği tahmin etmede kullanılabilir mi, bunların araştırılması gerekmektedir. Örneğin, piyasadaki hareketlilikten en kolay etkilenen sektör inşaat sektörü olduğu için bu sektörden hisse senedi seçilirken daha dikkatli olmak gerekmektedir.

1.1.3. Şirket Analizi

Doğru sektör tespitinden sonra, sektörde lider konumundaki, yatırımlarınız için doğru olabilecek şirketleri tespit etmek gerekir. Burada bakılması gereken bazı kriterler vardır. Örneğin; şirketlere ait temel verilerin güçlü olup olmadığı, yani, yüksek satış büyümesi, yüksek pazar payı ve sektörde dominant pozisyonu olup olmadığı gibi kriterlere bakmak gerekir. Faaliyetlerin ve yönetimin rasyonelliği; bu bağlamda karlılığı, büyüme yolları, fırsatları ve rekabetteki konumu yatırım kararlarında stratejik önem taşır. Yöneticilerin tecrübesi ve yönetimin geçmişi gibi detaylara bakmanın yanı sıra işletmenin ne kadar karlı hale gelebileceği, işletmenin uzun vadeli getirisinin ne olacağı, şirketin sürdürülebilir rekabet avantajlarının olup

olmadığına bakılması gerekmektedir. Ayrıca, uzun vadeli yatırımcılar için nakit akımı üretebilme kapasitesini belirleyen işletme kalitesi değerlemeden çok daha önemlidir. Çünkü işletme kalitesi hisse senedi fiyatının tespit edilmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca işletmenin sürekliliği çok önemlidir. Sürekliliğe sahip olan şirketler, süreklilik arz eden nakit akımlarına veya faaliyet karına sahiptirler.

Şirket analizinde diğer en önemli konu şüphesiz, geçmiş finansal verilerden hareketle geleceğe ait bir takım öngörüler yapmaktır. Bu ise, mali tablo analizi ile olur.

1.1.4. Mali Tablo Analizi

Bir işletmenin finansal yapısını ve karlılığını tespit etmemize yardımcı olan üç temel mali tablo mevcuttur. Bunlar; “Bilanço, Gelir Tablosu ve Nakit Akım Tablosu” dur. Şirketler, söz konusu mali tablo oranlarını kullanarak kendi finansal analizlerini nasıl yapabileceklerini ve ticari bankaların kredi taleplerini değerlendirme sürecinde genel olarak hangi oranlarla ilgilendiğini bilmektedirler.⁶ Böylece mali oranlar yardımıyla finansal analiz yapılarak işletmenin faaliyetlerinde başarılı olup olmadığı, yakın gelecekte kar edip edemeyeceği, işletmenin gelecekteki başarısı tahmin edilebilir.⁷

İşletmelerin mali oranlarını değerlendirebilmek için öncelikle temel mali tabloları bilmek gerekir. Bunlar;

⁶ Bora Aktan, ve Bora Bodur, “Oranlar Aracılığı ile Finansal Durumunuzu Nasıl Çözümlersiniz?”, **Journal of Yaşar University**, 2003, s. 52

⁷ D. Stricheck, “Financial Analysis with Ratios”, **Credit and Financial Managemet**, 1983, s.16.

1.1.4.1. Bilanço

Bilanço, şirketlerin dönemsel faaliyetlerini gösteren en önemli mali göstergesi, finansal bir fotoğraftır. Bir şirketin belli bir anda sahip olduğu varlıklar ile bunların kaynakları olan borç ve öz sermayeyi gösteren bir tablodur. Bu noktada, yatırımcılar, geçmiş birkaç dönem itibarıyla düzenlenen bilançoları karşılaştırarak sağlıklı bir analiz yapmaya çalışmaktadırlar.

Bilançonun varlıkları ya da aktifi, iki ana kalemden oluşur; Dönen ve Duran Varlıklar. Varlıkların kaynakları ise bilançonun pasifini meydana getirir ve üç ana kalemden oluşur. Bunlar; Kısa Vadeli Borçlar, Uzun Vadeli Borçlar ve Öz Sermaye'dir.⁸

1.1.4.2. Gelir tablosu

Gelir tablosu, işletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı tüm maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönemsel karı ya da zararı gösteren mali bir rapordur.⁹

1.2. MALİ TABLO ANALİZİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Bir işletmenin finansal başarısını değerlendirebilmek için işletmelerin mali tabloları bir takım analiz yöntemleriyle incelenir. Bunlar; Dikey Analiz, Trend Analizi, Eğilim Yüzdeleri Analizi ve Oran Analizi yöntemleridir.¹⁰

⁸ Nalan Akdoğan, ve N. Tenker, "Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri", Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1997, s. 76

⁹ Nalan Akdoğan, ve N. Tenker, 1997, **a.g.e.**, s.77

1.2.1. Dikey Analiz

Bu analiz yönteminde bilanço ya da gelir tablosundaki her kalem, tablonun toplam değerinin yüzdesi olarak ifade edilir. Böylelikle çeşitli kalemlerin önemi ortaya çıkarılır.

1.2.2. Trend Analizi

Bir işletmenin ard arda gelen yıllardaki bilançolarında hangi kalemlerin artış hangilerinin azalma gösterdiği incelenir ve bir trend tespit edilmeye çalışılır.

1.2.3. Eğilim Yüzdeleri Analizi

Belirli tarihler ya da devreler arasında bilanço kalemlerinde artış ve azalışları ve bu değişikliklerin nispi önemini açıkça ortaya koyarak dinamik bir analiz yapılmasına olanak sağlar. ¹¹ Eğilim yüzdeleri daima pozitif olup, yüz üzeri artışı, altındakiler ise azalışı ifade eder.

1.2.4. Oran Analizi

Mali tablolardaki bazı kalemler diğerlerine bölünerek birer oran elde edilir. Bu oranlar diğer şirketler için de hesaplanır ve eldeki şirket için bulunan oranlar,

¹⁰ Bora Aktan, ve Bora Bodur, 2003, **a.g.m.**, s.52

¹¹ Nalan Akdoğan, ve N. Tenker, 1997, **a.g.e.**, s. 78

diğer şirketler, sektör ya da piyasa için hesaplanmış oran ortalaması ile kıyaslanarak o işletmenin mali durumu hakkında bir karar verilmeye çalışılır. Bu oranlar zaman içinde izlenerek işletmenin performansını ölçmemizi sağlar. Bu tablolardaki hesaplar arasında basit matematik ilişkiler kurularak elde edilen oranlar yatırım kararları için çok önemli bir yol göstericidir. Oranları inceleyerek şirketler hakkında sağlıklı bilgi edinilebilir.

1.3. MALİ ORANLAR

Şirketlerin durumu ve geleceği hakkında önemli ipuçları veren belli başlı oranlar şunlardır:

1.3.1. İşletmenin Likidite Durumunu Ölçen Oranlar

1.3.1.1. Cari Oran

Cari oran, dönen varlık toplamının kısa vadeli borçlar toplamına bölünmesiyle bulunur. Cari oran denklemi aşağıdaki eşitlikte sunulmaktadır.

$$\frac{\text{Toplam Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Kısa Vadeli Borçlar}} \dots\dots\dots(1)$$

Cari oran bankalar ve diğer yatırım kurumları için önem arz etmektedir. Çünkü bu oran vasıtasıyla şirketlerin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarının karşılanıp karşılanamadığı ölçülmektedir. Genel olarak bu oranın 2:1 olması tercih edilmektedir. Yüksek cari oran, işletmenin likit olduğunu ve kısa vadeli borçlarını çok rahat dönen varlıklarıyla karşıladığını ve atıl fon yaratabildiğini gösterir. Ancak

burada dikkat edilmesi gereken nokta cari varlıkların çoğunluğunu stokların oluşturması durumunda sonucun değişmesidir. Bu noktada işletmenin likiditesini daha hassas ölçen Asit-test oranından yararlanılır.

1.3.1.2. Asit-Test (Likidite) Oranı

Asit-Test oranı, kısa vadeli toplam borçların dönen varlık toplamından stokların çıkarılmasıyla oluşan tutara bölünmesiyle bulunur. Bu oranın 1 olması birçok finansal analist tarafından doğru olarak kabul edilir. Asit-Test oranının denklemi aşağıdaki eşitlikte sunulmaktadır.

$$\frac{\text{Toplam Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Toplam Kısa Vadeli Borçlar}} \dots\dots\dots(2)$$

1.3.1.3. Net İşletme Sermayesi Oranı

NİS oranı, bir işletmenin dönen varlıklarından kısa vadeli borçlarının çıkarılması ile ölçülür ve işletmenin likidite durumunu gösterir. NİS oranı denklemi aşağıdaki eşitlikte sunulmaktadır.

$$\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar} \dots\dots\dots(3)$$

Bu oranın negatif çıkması şirket açısından oldukça olumsuz bir senaryo olarak yorumlanabilir. Ancak bu oran şirketin o anki durumuna göre yorumlanmalıdır, şöyle ki, yatırıma başlayan firmaların ya da inşaat sektöründe yer alan firmaların NİS genellikle negatif değere sahiptir.

1.3.2. İşletmenin Karlılık Durumunu Ölçen Oranlar

1.3.2.1. Brüt Satış Kar Marjı Oranı

Brüt Kar Marjı oranı, net satışlardan satılan mamul maliyetinin çıkarılması sonucunda elde edilen tutarın net satışlara bölünmesiyle bulunur. Bu oranla, işletmenin faaliyetlerinin etkinliği de ölçülerek yıllık cironun ne oranda brüt kara dönüştüğü anlaşılabilir. Brüt Satış Kar Marjı oranı denklemi aşağıdaki eşitlikte sunulmaktadır.

$$\frac{\text{Net Satışlar} - \text{SMM}}{\text{Net Satışlar}} \dots\dots\dots (4)$$

1.3.2.2. Net Kar Marjı Oranı (Satışların Karlılığı)

Net Kar Marjı oranı, net karın net satışlara bölünmesiyle bulunur. Bu oran bize işletmenin net satışlarının yüzde kaçını dönem karının oluşturduğunu gösterir ki, bu oranın yüksek olması işletme karının dönem karındaki yerinin büyük olduğunu gösterir. Net Kar Marjı oranı denklemi aşağıdaki eşitlikte sunulmaktadır.

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \dots\dots\dots (5)$$

1.3.2.3. Öz Sermaye (Öz Kaynak) Karlılığı Oranı

Öz sermaye oranı, net karın öz kaynaklara bölünmesiyle bulunur. İşletmelerin öz kaynaklarının etkinliğini ve performansını ölçmemize yarayan bu oranın yüksek

olması işletmenin iyi yatırım yaptığını bize gösterir. Bu orana ait eşitlik aşağıda gösterilmektedir.

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz kaynak}} \dots\dots\dots(6)$$

1.3.3. İşletmenin Mali Durumunu Ölçen Oranlar (Kaldıraç Oranları)

Bu oranlar, aktiflerin ne kadarının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Oranın küçük olması tercih edilmekte olup, yüksek kaldıraç oranı daha riskli bir işletmeyi ifade etmektedir. Bu noktada firmanın borçlarını ödeme kabiliyetinin zayıf olduğu anlaşılmaktadır.

1.3.3.1. Toplam Borç / Öz Sermaye Oranı

Bu oran ile işletme borçlarının öz kaynağa göre ağırlığını anlarız. Bu oranın yüksek olması riskin de o kadar arttığını gösterir ve genel olarak 1 ve 1’den küçük olması tercih edilir.¹²

1.3.3.2. Toplam Borç / Toplam Aktifler Oranı

Bu oran işletmenin yatırımlarının finansmanında ne ölçüde borç kullandığını gösterir. Bu oranın yüksek olması ile işletme anapara ve faiz ödeyememe nedeniyle mali yönden güç duruma düşme olasılığına sahiptir.¹³

¹² Bora Aktan, ve Bora Bodur, 2003, **a.g.m.**, s. 7.

¹³ Bora Aktan, ve Bora Bodur, 2003, **a.g.m.**, s. 8.

1.3.3.3. Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler Oranı

Toplam aktifteki kısa vadeli borçların payını gösterir. Bu oranın 1/3 olması idealdir.¹⁴

1.3.3.4. Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktifler Oranı

Bu oran ise bir işletmenin uzun vadeli finansmanının hangi oranda borçla temin edildiğini açıklamaktadır ve $\frac{1}{4}$ ün üzerinde olmaması gerekir.

1.3.3.5. Öz Kaynaklar/Toplam Aktifler Oranı

İşletmenin kaynaklarının yüzde kaçının işletmenin sahipleri tarafından sağlandığını gösteren bir oranıdır. Bu oranın yüksek olması kredi kullandıran kreditorler tarafından tercih edilir.

1.3.3.6. Faizleri karşılama Oranı

Bu oran faiz ve vergiden önceki kazancın, faiz giderlerine bölünmesi ile elde edilir. Bu oran ne kadar yüksekse, işletmenin de faiz giderlerini rahatlıkla ödeyebildiğini anlarız.

1.3.4. İşletmenin Faaliyet Durumunu Ölçen Oranları

Bu oranlarla, bir işletmenin aktiflerini ne kadar etkin kullanabildiğini anlarız.

¹⁴ Bora Aktan, ve Bora Bodur, 2003, **a.g.m.**, s. 9.

1.3.4.1. Alacak Devir Hızı Oranı

Alacak Devir Hızı oranı, kredili satışların ticari alacaklara bölünmesiyle bulunur. Bu oran, bilançodaki alacaklar ile gelir tablosundaki satışlar arasındaki ilişkiyi gösterir. Devir hızı ne kadar yüksekse, işletme alacaklarını tahsilde sıkıntı çekmiyor demektir. Devir süresini yavaş olması, şirketin kredili satışlara ağırlık verdiğini gösterir. İşletme ile ilgili değerlendirme yapılırken, işletmenin geçmiş yıl oranlarıyla birlikte sektör ortalamasına bakılır. Alacak Devir Hızı Oranı denklemi aşağıdaki eşitlikte gösterilmektedir.

$$\frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}} \dots\dots\dots(8)$$

1.3.4.2. Stok Devir Hızı Oranı

Stok devir hızı, satılan malın maliyetinin ortalama stoka bölünmesiyle bulunur. Bu oran, işletmenin stoklarını ne kadar hızlı nakite çevirebildiğini göstermektedir. Stok yönetimi iyi olan şirketlerin bu oranı da büyük olmaktadır. Stok devir hızı oranı denklemine ait eşitlik aşağıda gösterilmektedir.

$$\frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}} \dots\dots\dots (9)$$

1.3.5. Mali Oran Analizinin Şirketler Açısından Önemi

Kar amacı güden birçok şirket için oran analizi oldukça önemlidir. Bir şirket için öncül hedef hissedarları için değerini arttırmaktır. Birçok araştırmacı karlılık

oranlarının en çok dikkate alınan oranlar olduğunu öne sürmüşlerdir. Eğer bir şirket etkin çalışıyor ve kar yaratabiliyorsa, bu şirketin iyi bir nakit akışına sahip olduğunu söyleyebiliriz. Özellikle alacaklarını ve stok devir hızını iyi takip eden şirketlerin harcamalarını da yakından kontrol ettiğini anlayabiliriz. Örneğin, yüksek borç-öz kaynak oranına sahip olan bir şirketler, öz kaynakları ile finanse edilen bir şirketlere göre sürdürülebilirlik açısından daha fazla riskli görülür.¹⁵

Yoğun rekabet ortamının gelişmesi sebebiyle firmalar, her türlü operasyonlarında olduğu gibi finansman yönetiminde de giderek daha rasyonel ve planlı bir çalışma tarzına girmek zorundadırlar. Dolayısıyla, firmaların finansman yönetimlerinin, firmanın rekabet gücünü arttırıcı şekilde yeniden yapılanması gerekmektedir.¹⁶

Finansman politikalarının oluşturulmasında, sonuçlarının değerlendirilmesinde ve gerekli revizyonların yapılmasında, karar vericilerin ihtiyacı olan temel araç olarak kullanılacak "Finansal Yönetim Kriterlerinin" tespit edilmesi gereklidir. Söz konusu yönetim kriterleri esas olarak, Mali Oranlar ve Performans Kriterleri şeklinde iki ana başlık altında ele alınır. Firmanın mali oranları ile firmanın mali gücünü ölçerken bu mali gücün firmanın karlılığı açısından ne yeterlilikte kullanıldığını da paralel olarak ölçmek üzere Satış Karlılığı, Öz Sermaye Karlılığı ve Aktif Karlılığı gibi performans göstergeleri kullanılır ve faaliyet neticelerinin bir bütünlük içinde değerlendirmesi yapılmış olur.¹⁷

Bir işletmenin toplam varlıkları toplam borçlarından fazla bile olsa, eğer vadeleri geldiğinde cari yükümlülüklerini yerine getiremiyor ise bu işletmenin teknik

¹⁵ William H. Beaver, "Financial Ratios as Predictors of Failure", **Empirical Research in Accounting: Selected Studies**, 1966, s.79

¹⁶ Ali Ceylan, "İşletmelerde Finansal Yönetim", Ekin Kitapevi Yayınları, 2001,s.320

¹⁷ Atilla Gönenli,"İşletmelerde Finansal Yönetim",**İşletme İktisadi Enstitüsü Yayını**, 1998, s.600

olarak başarısızlığa uğradığı kabul edilir ve ortaya çıkan sorun da nakit sıkıntısı olarak kendini gösterir.¹⁸ İşletmenin yetersiz bir nakit akışına sahip olması da finansal başarısızlığın diğer bir durumudur.¹⁹

1.3.6. Oranlar Arasındaki İlişkiler Ve Oranların Karşılaştırılması

İşletmelerin likidite durumunun analizinde, geleneksel olarak işletmelerin herhangi bir tarihteki finansal durumunu gösteren cari oran, asit test oranı ve nakit oranı gibi statik oranlar yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak işletmelerin herhangi bir tarihteki finansal durumlarına bakılarak likidite durumlarının tam olarak anlaşılması ve işletmeler arasında likidite durumu açısından doğru karşılaştırmalar yapılması pek mümkün değildir. Çünkü likidite sadece sahip olunan varlıklarla ilgili değil, aynı zamanda bu varlıkların değerinden kaybetmeden veya karlı bir şekilde ne kadar kısa sürede nakde dönüşebilirliği ile de ilgilidir. Bu durum işletmelerin likidite durumları analiz edilirken, likidite oranlarıyla faaliyet (devir hızı) ve karlılık oranları arasında bağlantılar kurulması gerekliliğine işaret etmektedir. Böylece statik likidite oranları yetersiz olsa dahi, faaliyet ve karlılık oranları yüksek olan işletmelerin neden likidite sıkıntısıyla karşılaşmayabileceği veya statik likidite oranları yüksek fakat faaliyet ve karlılık oranları düşük veya negatif olan işletmelerin de neden çeşitli zamanlarda likidite sıkıntısıyla karşılaşabilecekleri daha iyi anlaşılabilir. Buradan yola çıkarsak statik likidite oranları ile faaliyet oranları arasında doğrudan matematiksel ilişkiler kurularak cari, asit-test ve nakit oranları dinamik şekilde

¹⁸ Hüseyin Dağlı, “İşletme Başarısızlıkları ve Alınması Gerekli Önlemler”, **Verimlilik Dergisi**, 1994, s. 129

¹⁹ Karen Hopper Wruck, “Financial Distress: Reorganization and Organization Efficiency”, **Journal of Financial Economics**, Vol:27(2), 1990, s.419

formüle edilmektedir. Buna ilaveten işletmelerin karlılık veya zarar durumlarının işletmelerin likidite durumları üzerine etkisini dikkate alan dinamik cari, asit-test ve nakit oranlarının hesaplanabilmesine çalışılmaktadır. Böylece işletmelerin likidite durumları analiz edilirken, statik likidite oranları ile faaliyet ve karlılık oranları arasında bağlantı kurulmaktadır.²⁰

Oranlar arası ilişkiler denildiğinde genellikle Du Pont Mali Kontrol sistemi anlaşılmaktadır. Yatırımların verim oranı veya varlık karlılık oranı olarak ifade edilen oranlar arasında ilişki kuran bu formül, net kar marjı (satışların karlılığı) ile varlıkların devir hızı arasında bağlantı kurarak bir firmanın karlılığının nasıl belirlendiğini ortaya koymaktadır.²¹ Benzer şekilde net kar marjı, varlık devir hızı ve finansal kaldıraç oranı arasında bağlantı kurularak öz sermaye karlılık oranı da hesaplanmaktadır.²² Likidite durumunun analizi açısından ise, genel olarak statik cari, asit test ve nakit oranlarına göre değerlendirmeler yapılmakta, faaliyet ve karlılık oranlarının likidite üzerindeki etkisini dikkate alan oranlar arası ilişkiler doğrudan matematiksel olarak kurulmamaktadır. Bazı araştırmacılar ise statik olarak hesaplanan oranları dönemler itibariyle karşılaştırmalı şekilde sunarak dinamik oranları elde etmeye çalışmaktadırlar.

1.3.6.1. Statik, Dinamik ve Karlılığı Dikkate Alan Dinamik Cari Oran

İşletmelerin likidite durumunun analizinde en sık kullanılan oranlardan biri statik cari orandır. Genel kabul görmüş bir standart olarak, cari oranın 2 çıkması,

²⁰ N. Berk, “Finansal Yönetim”, Türkmen Kitabevi, 2002, s. 59

²¹ N. Berk, 2002, **a.g.e.**, s. 59

²² N. Kutay, “Finansal Oranlar ile İMKB’de İşlem Gören Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Karşılaştırılması Üzerine Bir İnceleme”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, 2005, s. 104

yani dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakların 2 katı olması, likidite durumu açısından yeterli görülmektedir. Fakat bu şekilde hesaplanan cari oran işletmenin likidite durumu hakkında yeterli bilgi vermeyebilir. Çünkü cari oranları düşük olsa bile, dönen varlık devir hızı yüksek olan işletmeler likidite sıkıntısıyla karşılaşmazken; cari oranları yüksek olmakla birlikte, dönen varlık devir hızı düşük olan işletmeler likidite sıkıntısıyla karşılaşabilirler. Bu nedenle, işletmelerin cari oranları dikkate alınarak likidite durumu hakkında karar verirken dönen varlıkların devir hızının da göz önünde bulundurulması gerekir. Dönen varlık devir hızları klasik cari oranın hesaplanmasına dahil edilerek, aşağıdaki gibi cari oran dinamik hale dönüştürülebilir.

$$\frac{(\text{Dönen Varlıklar} \times \text{DVDH}) [\text{KVYK} \times (\text{DVDH} - 1)]}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \dots\dots(11)$$

Likidite durumu analiz edilirken faaliyet oranlarına ilaveten karlılık oranlarının da dikkate alınması, işletmenin likidite durumu açısından daha isabetli kararların alınmasına yardımcı olabilir. Çünkü sadece dönen varlıkların devrettirilmesi değil, karlı bir şekilde devrettirilmesi de önemlidir. Karlı yapılan her devir işletme için ilave fonların oluşmasına neden olur.²³ Böylece serbestçe kullanılabilecek olan bu ilave fonlarla işletmeler borçlarını kolayca ödeyebilirler. Zarar eden işletmeler ise, dönen varlıklarını devrettirmekle kısa vadeli borçlarını ödemede avantajlar sağlarken, her devirde ortaya çıkan zarar işletmenin dönen varlıklarının da azalmasına neden olur. Bu nedenle dönem kar veya zararının cari

²³ Y.K. Benli, “Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi ile İncelenmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, 17, 2006, s.17

oran üzerine etkisi aşağıdaki gibi formüle edilerek işletmelerin likidite durumu daha isabetli şekilde analiz edilebilir.²⁴

$$\frac{\text{Karlılığı Dikkate Alan}[(\text{Dön. Varlık} \times \text{DVDH}) \times (1 + \text{N. Kar} / \text{N. Satislar})\text{DVDH}] [\text{KVYK} \times (\text{DVDH} - 1)]}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \dots (12)$$

$$\frac{\text{Zararı Dikkate Alan}[(\text{Dön. Varlık} \times \text{DVDH}) / (1 + \text{N. Zarar} / \text{N. Satislar})\text{DVDH}] [\text{KVYK} \times (\text{DVDH} - 1)]}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \dots (13)$$

1.3.6.2. Statik, Dinamik ve İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakdi dikkate alan nakit oranı

Nakit oranı bir işletmenin sahip olduğu nakit ve nakit benzeri varlıklarıyla kısa vadeli yabancı kaynakları hangi oranda karşılayabildiğini gösterir. Buna göre nakit oranı Hazır Değerlerin, Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklara bölünmesi şeklinde ifade edilebilir. Bazı kaynaklarda ise hazır değerlere serbest menkul kıymetlerde eklendikten sonra nakit oranı hesaplanmaktadır.²⁵ Buna göre örneğin bir işletmenin hazır değerleri toplamı 10 lira ve kısa vadeli yabancı kaynakları toplamı 50 lira ise; nakit oranı $(10 / 50)$ 0,20'dir. Uluslar arası genel standartlara göre nakit oranının genel olarak 0,20 civarında olması uygun görülmektedir. Fakat bir işletmenin belirli bir tarihteki nakit oranının 0,20 civarında olması, o işletmenin likidite sıkıntısı yaşamayacağı anlamına gelmez. Çünkü bir işletmenin likidite sıkıntısıyla karşılaşmaması için yeniden borçlanmanın, sermaye artışının ve duran varlıkları nakde dönüştürmenin dışında, işletme faaliyetleriyle yeterli düzeyde nakit kaynak

²⁴ Osman Bayrı, "Likidite Durumunun Analizinde Oranlar Arasındaki İlişki: Türk Otomotiv Sektörü Üzerine Bir İnceleme", **Adnan Menderes Üniversitesi**, 2008, s. 83

²⁵ A. Ceylan, "İşletmelerde Finansal Yönetim", **Ekin Yayınları**, 2000, s. 34

elde etmesi gerekmektedir. İşletme faaliyetleri sonucu olarak bir işletmenin yeterince kaynak elde edip-edememesinin bir göstergesi olarak satışlarının kısa vadeli yabancı kaynakları karşılama oranına bakılabilir. Buna göre dinamik nakit oranı aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\frac{\text{Hazir Degerler x Net Satislar / Hazir Degerler}}{\text{Kisa Vadeli Yabanci Kaynaklar}} \dots\dots\dots (14)$$

İKİNCİ BÖLÜM

2. MENKUL KIYMET PİYASALARI

2.1. HİSSE SENEDİ YATIRIMLARI

Gelişim sürecindeki finans piyasaları, birbirine bağlı, sürekli olarak büyüyen ve işlem hacmi genişleyen piyasalar olarak tanımlamak mümkündür. Zamanla para ve sermaye piyasalarına olan önem artmış ve bu piyasalar sistemin en önemli unsurları haline gelmişlerdir. Tüm dünyada yaşanan bu olgu ülkemizde de etkisini göstermiştir. Gelişimini sürdürmekte olan menkul kıymetler borsası, tasarruf sahipleri açısından birikimlerini verimli bir şekilde değerlendirebilecekleri bir alternatif oluşturmuştur. Yatırımcıların hisse senetlerinin değişen piyasa koşullarına göre gerçekleşen fiyat hareketlerinden yararlanarak kazanç elde etmek istemeleri, hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerinin ve getirilerin önceden tahmin edilmesi kazanç ve kayıpların büyüklüğü bakımından yatırımcılar için son derece önemlidir.

Hisse senedi piyasalarının firmaların sermaye ihtiyaçlarını karşılamak, sermayenin tabana yayılmasına katkıda bulunmak, yatırımcıların yatırım riskini azaltmak, birikimlerin yatırımlara dönüşmesinde güven verici bir ortam yaratmak, firmalardan yatırımcılara bilgi akışını sağlamak gibi temel işlevlerinin olduğu kabul edilmektedir. Hisse senedi piyasaları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde faizlerin ve

enflasyonun düşmesi, ülkelerin daha liberal politikalar uygulamaya başlaması gibi nedenlerle daha da önem kazanmış ve gelişmiştir.

2.1.1. Menkul Kıymet Borsası

Borsa, aynı türden menkul kıymetlerin belli bir düzen içinde alınıp satıldığı teşkilatlanmış organize piyasalardır. Ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının belli bir düzen ve güven içinde alım-satımının sağlanması ve ortaya çıkan fiyatların tespit ve ilanına yetkili kurumlardır. Buna göre, İMKB menkul kıymetlerin yatırımcılar hesabına alım satımını yapan aracıları belli bir mekanda bir araya getirerek işlemlerin organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamak üzere örgütlenmiş ikinci el piyasadır.²⁶

2.1.2. Aracı Kurum

Sermaye piyasası faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından aracılık yetkisi verilmiş anonim ortaklıklardır. Bir başka ifadeyle, aracı kurum hisse senedi ticaretinde yatırımcı ile piyasa arasında bilgi aktarma ve aracılık fonksiyonunu yerine getirir. Aracı kurumlar olarak ticaret bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları ve aracı kuruluşlar olarak üç tür kurum mevcuttur.

²⁶ Nilgün Cerrahoğlu, “İMKB başkanı Osman Birsal’le borsada yolculuk, Orta-uzun vadeye yatırım yapın”, **Milliyet**, 2001, s.19

2.1.3. Hisse Senedi

Bir anonim şirketin sermayesinin belli bir kısmını paylaşım amacıyla çeşitli yasa ve şartlara uygunluğu onaylanmış ve bu doğrultuda düzenlenmiş kıymetli evraklardır. Hisse senedi, ortaklık ve mülkiyet belgesidir.²⁷ Dolayısıyla, anonim şirketle sermaye ortaklığına giren hisse sahibinin çeşitli hakları bulunmaktadır. Bunlar;

- Şirket karından pay alma (temettü),
- Yönetime katılma ve oy hakkı,
- Rüçhan katkı (yeni pay alma),
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Şirketin faaliyetlerinden bilgi alma hakkıdır.

Hisse senetleri değişik açılardan sınıflara ayrılır. Bunlar; Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri, Adi hisse senetleri, İmtiyazlı hisse senetleri, Kurucu ve İntifa senetleri, Bedelli ve Bedelsiz hisse senetleri, Primli ve Primsiz hisse senedi ve Oydan yoksun hisse senetleridir.

Borsada, hisseler lot ile ifade edilir. 1 lot 1000 adet hisse senedinden oluşur. Örneğin; fiyatı 100 TL olan bir hisse senedinden 2 lot almak isteyen bir yatırımcının (100*2000) 200.000 TL ödemesi gerekir. İşlemi gerçekleştirilen, yani aracı kurumlar tarafından alımı ya da satışı yapılan hisse senetleri, Takasbank A.Ş.'ye bildirilir ve burada yatırımcı adına işlem kaydı yapılır ve saklanır. Yurt dışı piyasalarla kıyaslandığında İMKB'nin ortaya koyduğu performansının gerilerde olduğu

²⁷ Ümit Ataman, "Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması", Türkmen Kitabevi, 1999, s. 29

düşünülmektedir. Burada tabi ki Türkiye'deki yatırımcıların yabancı yatırımcılara kıyasla yatırımlarını daha çok mevduatta değerlendirdiği gerçeği de dikkatimizi çekmektedir.²⁸

2.1.4. Endeks

Endeks, borsada bulunan ya da işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimlerin, şirketlerin bulunduğu kategorilere göre kısımlara ayrılan ekonomi verisi olarak tanımlanmaktadır. Bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir piyasa göstergesidir. Borsa endeksleri, bir sayısal gösterge olmalarına karşın; toplumun, ekonominin geleceğine ilişkin beklentilerini de yansıtırlar ve böylece aynı zamanda; sosyo-ekonomik, sosyo-psikolojik açılardan da anlamlı bilgiler içerebilirler.²⁹

Endeks, teknik analizler için veri niteliğindedir. Hisse senedi fiyatlarından hareketle hesaplanan endeksler de, endekste yer alan şirketlerin tümü hakkında ortalama beklentiyi yansıtırlar ve böylece, borsaların genel veya toplam performansı hakkında bilgi verirler. Endeksler, yatırımcılar için hisse senedi ya da portföy getirileri ile piyasanın genel performansını karşılaştırma imkanı sağlar. Dolayısıyla, kurumsal ve bireysel yatırımcılara, sahip oldukları portföylerin belli bir dönem boyunca gösterdiği performansı, piyasanın genel performansı ile karşılaştırma imkanı sağlarlar.³⁰

Piyasa endekslerinin belli başlı kullanım alanları şu şekilde sıralanabilir:

²⁸ Ümit Ataman, 1999, **a.g.e.**, s. 31

²⁹ Güven Sayılğan, "Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri", Turhan Kitabevi Yayınları, 2004, s.43

³⁰ Gültekin Karaşin, "Sermaye Piyasası Analizleri", **SPK Yayın**, No:4, 1987, s. 150.

- Endeksler, hisse senedi fiyatlarında zaman içinde meydana gelen toplu değişimi ortaya koyarlar.
- Piyasa portföyünün veriminin hesaplanmasında endekslerden yararlanılır.
- Endeksler, hisse senedi piyasasındaki gelişmeler ile genel ekonomik göstergelerdeki değişimler arasında karşılaştırma yapma imkanı sağlarlar.
- Sermaye piyasası analizlerinde, beta katsayılarının hesaplanmasında endekslerden yararlanılır.
- Endekslerden yararlanarak, endekse dayalı opsiyon ve future sözleşmeleri ile yatırım fonları gibi yeni yatırım araçları geliştirilebilir.
- Alternatif yatırım araçlarının getirilerinin karşılaştırılmasında endeksler yatırımcılara faydalı bilgiler sağlar.³¹

2.1.5. İMKB Endeksleri

İMKB Bileşik Endeksi, İMKB endeksleri arasında ilk hesaplanmaya başlanılan endekstir. Ocak 1986'da önce haftalık olarak hesaplanmaya başlanılan, Ekim 1987'de ise günlük olarak hesaplanmaya devam edilen bu endeksin; baz tarihi 1 Ocak 1987, baz değeri ise 100 olarak belirlenmiştir. İMKB hisse senedi endeksleri, hisse senedi endekslerinin hesaplanmasında kullanılan en yaygın yaklaşım olan piyasa değeri yaklaşımı ve yine en yaygın ortalama yöntemi olan aritmetik ortalama esas alınarak hesaplanmaktadır.³² İMKB'de hesaplanan endeksler; İMKB Ulusal Tüm Endeksi, İMKB Ulusal-30 Endeksi, İMKB Ulusal-50 Endeksi, İMKB Ulusal-100 Endeksi, İMKB Ulusal-Sınai Endeksi, İMKB Ulusal-Hizmetler, İMKB Ulusal-

³¹ Mehmet Bolak, 1994, **a.g.e.**, s.66.

³² Güven Sayılğan, 2004, **a.g.e.**, s.91

Mali Endeksi, MKB Ulusal-Teknoloji Endeksi, İMKB Bölgesel ve Yeni Şirketler Pazarı Endeksi, İMKB M.K.Yat. Ort. Endeksi'dir.

Yukarıda bahsedilen tüm endeksler hem fiyat hem de getiri olmak üzere iki ayrı seri halinde hesaplama yapmaktadır. Getiri endekslerinin tamamı seans sonlarında hesaplanmakta ve yine seans sonlarında yayınlanmaktadır. Fiyat endeksleri ise seans sürecinde hesaplanmaktadır.

2.1.5.1. İMKB Ulusal-Tüm Endeksi

Yatırım ortaklıklar hariç, ulusal pazarda işlem görmekte olan tüm hisse senetlerini kapsamaktadır.

2.1.5.2. İMKB Ulusal-100 Endeksi

İMKB' nda, faaliyete geçtiğinde "bileşik", daha sonra "100" endeks adını alan endeksin bir devamı niteliğindedir. Ulusal pazarda işlem gören hisselerden aktivite durumlarına göre 100 adedinden oluşmaktadır. Üç ayda bir değerlendirme yapılarak endekse girecek ve endeksten çıkacak olan hisseler belirlenmektedir. Ulusal-100 endeksi, Ulusal-30 endekste yer alan hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

2.1.5.3. İMKB Ulusal-50 Endeksi

İMKB Ulusal-30 endeksini kapsayan ve İMKB Ulusal 100 endeksine dahil olan endekstir.

2.1.5.4. İMKB Ulusal-30

Vadeli işlemler piyasasında kendisinden yararlanılmak üzere, yatırım ortaklıkları hariç ulusal pazarda işlem gören şirketlerin işlem hacmi ve piyasa değerleri yüksek olanlarından sektörleri temsil etme kabiliyetleri de dikkate alacak şekilde seçilen 30 adet şirketin hisse senetlerini kapsamaktadır.

2.1.5.5. İMKB Ulusal-Sınai

Ulusal-Tüm endeksi kapsamında bulunan hisselerden sanayi sektörünü temsil edenler bu endeks kapsamındadır. Ayrıca, yedi adet alt sanayi grubu için de endeks hesaplanmaktadır: Gıda ve içecek sanayi, tekstil ve deri sanayi, orman ürünleri-kağıt ve basım sanayi, kimya-petrol ve plastik sanayi, taş ve toprağa bağlı sanayi, ana metal sanayi ve metal eşya ve makine sanayi.

2.1.5.6. İMKB Ulusal-Hizmetler

Ulusal-Tüm endeksi kapsamında bulunan hisselerden hizmetler sektöründe sınırlandırılanlar bu endeksin kapsamındadır. Ayrıca, hizmetler sektöründe dört adet alt hizmet sektörü endeksi de hesaplanmaktadır: Elektrik hizmetleri sektörü, ulaştırma hizmetleri sektörü, turizm hizmetleri sektörü ve ticari hizmetler sektörü.

2.1.5.7. İMKB Ulusal-Mali

Ulusal-Tüm endeksi kapsamında bulunan hisselerden mali sektörde sınırlandırılanlar bu endeksin kapsamındadır. Mali sektör için de ayrıca dört adet alt sektör endeksi hesaplanmaktadır: Banka, sigorta, finansal kiralama-faktöring ve holding-yatırım.

2.1.5.8. İMKB Yatırım Ortaklıkları

Ulusal pazarda işlem görmekte olan yatırım ortaklıklarının hisseleri bu endeksin kapsamındadır.

2.1.6. Uluslar Arası Hisse Senedi Yatırımları Ve Dünyanın Önemli Piyasa Endeksleri

Şirketler günümüzde ihraç ettikleri hisse senetlerini yurt dışı borsalarında satışa sunarak, artan ölçülerde fon sağlamaktadırlar. Yurt dışında hisse senedi satarak fon elde etmenin başlıca yararları şunlardır:

- Tek bir ulusal piyasaya göre daha büyük miktarda fon sağlama olanağı elde edilir. Örneğin merkezi ufak bir ülkede bulunan büyük bir şirket için, hisse senetlerinin yabancı piyasalarda pazarlanması iyi bir çözüm olabilir.
- Uluslar arası hisse senedi satışları, şirket adının farklı mali piyasalara yayılmasına ve isminin duyulmasına yardımcı olur. Başka bir deyişle, şirketler bunu bir tanıtım aracı olarak da kullanabilirler.
- Hisse senedi ihraç eden şirketler, kendi ülkeleri dışındaki borsalara kote olarak hem risklerini azaltırlar, hem de kendi ülkelerinde bulamayabilecekleri likiditeye kavuşurlar.

Bugün dünyadaki menkul kıymet borsalarının hemen hemen tümü, yerel piyasada aranan borsaya kayıt koşullarına uymak kaydıyla, yabancı hisse senetlerinin satışına olanak verirler. Nitekim bazı büyük borsalarda kayıtlı sınır ötesi hisse

senetleri oldukça yüksek sayılara ulaşmaktadır. Örneğin Alman menkul kıymet borsalarında kayıtlı yabancı hisse senetlerinin sayısı 200'ün, İngiliz borsalarında kayıtlı olanların sayısı da 500'ün üzerindedir. Tokyo borsasına kaydolan Amerikan şirketlerinin sayısı da giderek artmaktadır. Bu duruma finansal liberalleşmenin katkıları büyüktür. Tüm dünya borsalarında yabancı yatırımları artmış olup, daha fazla firma uluslar arası hisse sermayesine ulaşmakta ve böylece hızlı ve sürekli uluslar arası büyüme gerçekleşmektedir.

2.1.6.1. Dünyadaki Önemli Endeksler

Yatırımcıların ilgi odağı olan hisse senedi piyasa endeksleri, hisse senedi yatırımlarında iyi bir kıyaslama aracıdır. Ancak endeks oluşturulmasında kullanılan hesaplama yöntemleri ve örnek seçimi gibi çeşitli faktörler, aynı piyasa için hesaplanan endekslerin farklı sonuçlar üretmesine neden olmaktadır. Endeks, hisse senetlerinin işlem gördüğü borsa tarafından hesaplanabileceği gibi bağımsız kuruluşlar tarafından da hesaplanabilir.³³ Endeks seçiminde piyasanın gerçek durumunu yansıtabilmesi büyük rol oynamaktadır. Hesaplanan endeks piyasanın gerçek durumunu ne kadar fazla yansıtabiliyorsa o ölçüde tercih edilmektedir. Endeks tercihinde rol oynayan diğer önemli bir konu ise, endeks değerinin yatırımcılara ulaşmasını sağlayan araçların yaygınlığı ve ulaşım süresidir. Borsa dışı bağımsız kuruluşlarca hesaplanan önemli bazı dünya endeksleri aşağıdadır.

³³ Ünal Bozkurt, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988, s.76

a. Dow Jones Ortalamaları

Dow Jones Sanayi Ortalaması (DJIA), Amerikan hisse senedi piyasası için bilinen en eski hisse senedi piyasa endeksidir.³⁴ Başlangıcı, Dow Jones Company'nin aktivitesi yüksek 11 hisse senedinin ortalama kapanış fiyatlarını yayınlamaya başladığı 1884'e kadar uzanmaktadır. Endeks kapsamındaki 30 hisse senedi, New York Borsası'nın (NYSE) büyük ölçekli iyi bilinen sanayi şirketlerini temsil etmektedir.³⁵

b. Nikkei-Dow Jones Ortalaması

Japon hisse senedi piyasasında en iyi bilinen endeks olan Nikkei-Dow Jones Ortalaması (NDJA), Tokyo Borsası'nın (TSE) birinci bölümünde yer alan hisse senetlerinin 255'inden oluşmaktadır.³⁶

c. Value Line Endeksleri

Value Line (VL) endeksleri, Value Line Yatırım Araştırmaları (VLIS) şirketi tarafından, % 80'den fazlası NYSE'de işlem gören Amerikan hisse senetlerinden oluşturulmuştur. Endeks dört ana kategoride hesaplanmaktadır. Bunlar, bileşik endeks, sanayi endeksi, elektrik-gaz-su hizmetleri endeksi ve demiryolları endeksidir.

³⁴ Ünal Bozkurt, 1988, **a.g.e.**, s.77.

³⁵ Hüseyin Dağlı, “Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 4, 2000,s. 190

³⁶ Geoffrey A. Hirt, ve B.Block. Stanley, “Fundamentals of Investment Management”, **McGraw-Hill Sixth Edition**, 1999, s. 62

d. New York Borsası Endeksleri

NYSE, 1966 yılında, biri bileşik olmak üzere sanayi, ulaştırma, finans, elektrik-gaz-su hizmetleri sektörlerinde faaliyette bulunan şirket hisse senetleri için beş ayrı kategoride piyasa endeksi hesaplamaya başlamıştır. Bu endeksler için 31 Aralık 1965 = 50 baz dönem olarak kabul edilmiştir. Çoğu endekslerin aksine, NYSE endeksleri belli bir hisse senedi örneğini değil, borsada işlem gören hisse senetlerinin tamamını kapsamına alarak hesaplamaktadır.³⁷

e. Nasdaq Endeksleri

Amerikan hisse senedi piyasası için diğer önemli bir piyasa endeksi Menkul Kıymet Aracı Kurumları Birliği'nin (NASD) 5 Şubat 1971 tarihinden itibaren hesaplamaya başladığı Menkul Kıymet Aracı Kurumları Ulusal Birliği Otomatik Kotasyon (NASDAQ) endeksleridir.³⁸ NASDAQ sistemine kota edilmiş Amerikan tezgah-üstü (OTC) piyasada işlem gören bütün hisse senetleri, bu endeksin kapsamında bulunmaktadır. NASDAQ endeksleri yedi ayrı kategoride hesaplanmaktadır. Bunlar, bileşik, sanayi, bankalar, sigorta şirketleri, diğer finansal şirketler, ulaştırma ve elektrik-gaz-su hizmetleri (utility) endeksleridir. Endekslerin baz dönemi 5 Şubat 1971=100'dür.

f. Amerikan Borsası Endeksi

Amerikan Borsası'nın (AMEX) ilk hesaplamaya başladığı (1966) endekslerde fiyat-ağırlığı kullanıyordu. Endeks, Amerikan Borsası'nda işlem gören bütün hisse senetlerini kapsamına almıştır.

³⁷ Geoffrey A. Hirt, ve B.Block. Stanley, 1999, , **a.g.m.**, s. 63

³⁸ William F. Sharpe, J. Alexander Gordon, ve V. Bailey Jeffery, "Investments", **Englewood Cliffs Fifth Editions**, 1995,s. 835

g. Tokyo Borsası Fiyat Endeksi

Tokyo Borsası Fiyat Endeksi (TOPIX), Tokyo Borsası (TSE) birinci bölümünde işlem gören bütün hisse senetlerinin bileşik endeksidir. TOPIX bileşik endeksi, her biri 28 ayrı endüstriyi kapsayan, şirket büyüklüğüne göre üç gruba ayrılmıştır. Bunlar; büyük, orta ve küçük kapitalizasyonlu hisse senetlerinden oluşan endekslerdir.³⁹

2.2. HİSSE SENETLERİ İLE İLGİLİ ANALİZLER

Bir hisse senedi satın almaya karar verebilmek için, o hisse senedinden kazanç elde edebileceğini düşünebilmek önemlidir. Hem kar etme hem de zarar etme riskinin olabileceği bir durumda karar verilmeden önce doğru bir analiz yapılması gerekmektedir.

Burada öncelikle yatırımcı satın alacağı hisse senedini hangi sektörden seçeceğine karar vermelidir. Hisse senedi alınması düşünülen şirketle ilgili olarak bazı noktalara dikkat etmek gerekir. Bunlar; şirketin o sektör içinde bulunduğu konumu, önümüzdeki dönemde rekabete ne kadar açık olduğu, pazar payının nasıl gelişebileceği gibi noktalardır. Yatırımcının ayrıca özellikle Türkiye gibi krize açık olan ülkelerde, herhangi bir kriz söz konusu olduğunda hangi şirketin bundan en az etki ile kurtulabileceğine, hangi şirketin kriz durumunda mali yapısını en iyi koruyabileceğine önem vermesi gerekir. Bütün bunlar için analize ihtiyaç vardır.

Hisse senedi analizi, geçmiş verileri inceleyerek gelecek durumla ve şu anki durumla ilgili somut dayanağı olan tahminler yapmaktır, yani geçmiş verilere

³⁹ William F. Sharpe, J. Alexander Gordon, ve V. Bailey Jeffery, 1995, **a.g.m.**,s. 835

bakılarak hisse senedinin fiyatının ne yönde gideceği belirlenmeye çalışılmasıdır. Hisse senedi yatırımından yüksek getiri sağlamak amacıyla olan yatırımcılar bu amaca ulaşmak için analiz yapma yolunu seçerler.

2.2.1. Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörler

2.2.1.1. Para arzı ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki

Palmer (1970) ve Spirinkel (1971), para arzı ile hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi incelemişler ve para değişimin hisse senedi fiyatlarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Bu konudaki yapılan genel araştırmalar, para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışlara neden olduğu yönündedir. Para arzındaki artış oranının yüksek olması, piyasada atıl bir paranın oluşmasına, kredi olarak borç verilebilecek para miktarındaki fazlalığa ve dolayısıyla faiz oranlarında bir düşüşe sebep olmaktadır. Ayrıca, para arzındaki yüksek artış oranı firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı rol oynayacaktır.⁴⁰

2.2.1.2. Enflasyon ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki

Türkiye gibi yüksek enflasyona sahip olan ülkelerde menkul kıymet piyasalarında yatırımcıların enflasyona karşı korunmaları oldukça önem taşımaktadır. Bu konuda yapılan araştırmaların bazıları söz konusu iki değişken arasında negatif, bazıları ise pozitif ilişki olduğunu iddia etmişlerdir.

Enflasyon ve hisse senedi getirileri arasındaki negatif korelasyon açıklaması ilk olarak Fama (1981) tarafından ileri sürülmüş, ardından Kaul (1987) tarafından

⁴⁰ M. B. Durukan, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Yıl:3, Sayı:11, 1999, s. 19-48

genişletilmiştir. Negatif ilişki olduğu savunulan araştırmalar, negatif korelasyonun, enflasyon ve gelecekteki üretim büyümesi arasındaki negatif korelasyona bağlı olarak ortaya çıktığını iddia etmektedir. Buna göre, enflasyon oranındaki artışla öngörülen ekonomik çöküş, hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla hisse senedi getirilerini düşürecektir çünkü hisse senedi fiyatları firmaların gelecekteki kazanç potansiyellerini yansıtmaktadır. Bazı araştırmacılar, enflasyon ve getiri arasında ortaya çıkan negatif korelasyonun, enflasyon dönemlerinde yatırımcıların, hisse senetlerinden faiz getiren diğer varlıklara yönelmelerinin bir sonucu olarak görürler.

Negatif ilişki tartişmalarına karşın, Kessel (1956), enflasyon oranındaki artışların firmaların hisse senedi değerini artıracağını iddia etmiştir. Kessel'in pozitif korelasyon iddiası ilerleyen yıllarda da bazı yazarlar tarafından desteklenmiştir. Pozitif korelasyonu savunanlar yatırımcıların enflasyondan korunmak amacıyla hisse senedine yatırım yaptıkları görüşünü savunmaktadırlar.⁴¹

2.2.1.3. Faiz oranları ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki

Geçmişte yapılan çalışmalar, hisse senedi getirileri üzerinde faiz oranlarındaki değişiminin önemli bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Faiz oranlarındaki değişim, hisse senedi fiyatlarını iki şekilde etkilemektedir. Bunlardan ilki, firmaların nakit akımlarını kapitalize etmekte kullandıkları oranı etkilemesiyle, ikincisi ise firmaların gelecekteki nakit akım beklentilerini değiştirmesiyle ortaya çıkmaktadır. Merkez bankalarının iskonto ve hedef faiz oranları, enflasyon oranının gelecekteki yönü hakkında bir işaret olarak piyasa iştirakçileri tarafından dikkatle izlenirler.

⁴¹ M. Chopin ve M. Zhong, "Stock Returns, Inflation and the Macroeconomy: The Long- and Short-Run Dynamics", **Forthcoming Advances in Investment Analysis and Portfolio Management**, 2000, s.189

Cook ve Hahn (1988), faiz oranlarındaki düşüşün iyi, yükselişin ise kötü sinyal verdiğini, kısa dönemde ilan etkisinin orandaki artışla negatif, orandaki azalışla pozitif yönde olduğu konusunda kanıtlar sunmuşlardır. Kısa süreli hisse senedi getirilerini konu alan bu çalışmalar, faiz oranlarındaki değişikliğin finansal piyasalarda ilan etkisi yarattığını ve tepkinin çok hızlı olduğunu göstermiştir. Bununla beraber, yazarlar, hisse senedi piyasalarında uzun süreli performansın Merkez Bankası iskonto oranıyla ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar ayrıca, hisse senedi getirilerinin, oranın düşüşünü takiben ortaya çıkan getiri hareketlerinden daha yüksek ve daha istikrarlı olduklarını iddia etmişlerdir.

2.2.1.4. Döviz kuru ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki

Döviz kurları hisse senedi fiyatlarının analizinde sıklıkla kullanılmakta olup, şirket kazançlarının önemli ölçüde para değerindeki dalgalanmalardan etkilendiğine inanılmaktadır. Bu konuda ilk yapılan çalışmalarda hisse senedi fiyatlarının kur dalgalanmalarına karşı tepkileri konusunda genel bir kalıp bulunamamıştır. Bununla birlikte, döviz kurlarının hisse senedi fiyatlarını da içine alacak şekilde ulusal fiyatları etkilemesindeki rolü, başlıca para birimlerinin değerinin 1973 yılının başında dalgalı kur rejiminden sonra değişmesiyle ve özellikle yakın geçmişte 1980’lerde doların hiç görülmemiş bir dalgalanma göstermesiyle oldukça artmıştır. Ayrıca, dünya ticaretindeki ve sermaye hareketlerindeki önemli düzeydeki artışlar, para değerini, işletme karlılığının ve hisse senedi fiyatlarının en önemli belirleyicisi haline getirmiştir. Bu gelişmeler, döviz kuru-hisse senedi fiyatı ilişkisi üzerindeki ilginin de artmasını sağlamıştır.⁴²

⁴² Ki-ho Kim, “Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model”, **Review of Financial Economics**, Vol.12, 2003,s. 301–313

Bu konuda önceden yapılan çalışmalarda bir fikir birliğine varılamamıştır. Bazı yazarlar negatif bazı yazarlar ise pozitif ilişki olduğunu savunmaktadırlar. Aggarwal (1981), 1974–1978 dönemindeki aylık ABD hisse senedi fiyat verileri ve efektif döviz kurlarını kullanarak bir araştırma gerçekleştirmiştir. Basit regresyon sonuçlarına dayalı olarak verdiği sonuçlar, hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının pozitif ilişkili olduğu ve ilişkinin uzun dönemle karşılaştırıldığında kısa dönemde daha güçlü olduğunu göstermiştir. Yazar, çalışmasında kur değişikliklerinin ABD hariç, diğer tüm ülkelerde hisse senedi fiyatlarını pozitif olarak etkilediği sonucuna varmıştır.

2.3. HİSSE SENETLERİ İÇİN DEĞERLEME VE FİYATLAMA YÖNTEMLERİ

2.3.1. Değerleme Ve Fiyatlama

Değer kavramı iktisatta genellikle mübadele değerini ifade etmektedir. Bir malın mübadele değeri, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimidir. Değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesi olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Bir mal arzu edildiği takdirde bir değeri vardır. Mal bollastıkça veya arzu edilebilirliği azaldıkça değeri düşecektir. Örneğin, bir mal hem arzu edilir hem de az ise, bu mal yüksek mübadele değerine sahip olacaktır.⁴³

Bir varlığın “değer”inin tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme; para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine-tehizat, mal stoku gibi toplam aktiflerinin değerinin

⁴³ Halil Seyidoğlu, “Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük”, Güzem Yayınları, 1992, s.141.

tahmini olarak tanımlanır.⁴⁴ Değerlemede karlılık, risk ve işletme değeri ekseninde incelemeler yapılır.

İşletme değerlemesinin amacı, o işletmenin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasadaki varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir.⁴⁵

Şirket değerini etkileyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir:

- Firmanın faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
- Şirketin faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- Firmanın büyüklüğü,
- Firmanın faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
- Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Kullanılan teknoloji,
- Firmanın şerefîyesi,
- Firmanın kuruluş yeri,
- Firmanın geçmişi,
- Firmanın sermaye yapısı; sermayede kamu ve özel sektör payları,
- Firmanın likidite durumu,
- Firmanın dikey bütünleşme derecesi,

⁴⁴ Gönül İpek Alkan, ve Erhan Demirel, “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 2, 2007, s.2

⁴⁵ Gönül İpek Alkan, ve Erhan Demirel, 2007, **a.g.m.**, s. 3

- Firmanın geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- Firmanın geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
- Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,
- Yatırımların ekonomik ömrü,
- Yatırımların hurda değeri,
- Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
- Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri,
- Hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı,
- Tekel haklarının gelecekteki durumu.

Değerlemeden sonraki aşamanın konusu olan fiyat ise, bir mal veya hizmetin para ile ifadesidir. Mal ve hizmetlerin fiyatı tam rekabetçi piyasalarda arz ve talebe göre belirlenirken, planlı ekonomilerde merkezi bir idare tarafından belirlenmektedir.⁴⁶

Fiyatlama, belirli bir zamanda mal ve hizmetlerin piyasadaki değerinin para ile ifade edilmesi yani tahminidir. Tam rekabetçi bir piyasada fiyat ile değer örtüşmektedir.⁴⁷

⁴⁶ Ayşen Dalgeç, “İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar”, **Dokuz Eylül Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı**, Doktora Tezi, 1992, s.45-46.

⁴⁷ Ahmet Mithat Cesur, “Özelleştirme ve Firma Değerlemesi”, **Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü**, 1993, s.56.

2.3.2. Şirket Değerleme Yöntemleri

İşletme değerinin belirlenmesine yönelik olarak geliştirilen değerleme yöntemleri şunlardır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Net Aktif Değeri Yöntemi
- Piyasa Değeri - Defter Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Yeniden Yapma Değeri Yöntemi
- İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi
- Emsal Değeri Yöntemi
- Ekspertiz Değeri Yöntemi
- Temettü Verimi Yöntemi
- Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi
- Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi
- Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi
- Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM)

2.3.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Nakit akımı, işletme varlıklarının yaratacakları vergiden sonraki kar ile amortismanları toplamını ifade etmektedir.⁴⁸ Nakit akımı (NA), diğer bir deyişle nakit giriş ve çıkışları, bir işletmenin devamlılığı sağlayan en önemli kaynaktır ve bir işletmenin ayakta kalabilmesi için nakit akım dengesini koruyabilmesi gereklidir.⁴⁹

Nakit akımının amacı, işletmelerin finansman yapısının firmanın nakit durumu üzerindeki etkisini değerlendirmektir. Genel olarak işletmelerin herhangi bir andaki mali yükümlülüklerini karşılayabilecek miktarda bir nakde sahip olmaları gerekir.⁵⁰ Bu yönetime göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Yöntem gelecekteki nakit akışlarının değerlendirilmesi işlemi olup yöntemin temeli paranın zaman değerine dayanmaktadır. Bu analizde, öncelikle iskonto oranı belirlenmektedir. Bu yöntemde iskonto oranı olarak genellikle sermaye maliyeti kullanılmakta ve tahmin edilen nakit akışları bu orana göre bugünkü değere indirgenmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır. İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları, nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenir. Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde firmanın

⁴⁸ Ali Pamukçu, “İşletme Finansı”, Der Yayınları, 1989, s.49

⁴⁹ Ayşen Dalgeç, 1992, **a.g.m.**, s.45-46.

⁵⁰ Mikail Erol, “Nakit Kavramı Bağlamında Nakit Yönetimi Ve Nakit Yönetiminde Nakit Akış Analizinin Yönetim Aracı Olarak Kullanılması”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, 2003, s. 101

değerini belirleyen değişkenler; nakit akımları, nakit akımları tahmin süresi, iskonto oranı olarak sıralanabilir.

2.3.2.2. Net Aktif Değeri Yöntemi

İşletmenin kontrol payının, işletmenin faaliyetleri ve aktifleri üzerindeki her türlü hakka sahip olunmasına imkan veren bir anlaşma ile satılması halinde, işletme değerinin hesaplanmasında kullanılan yöntem, “net aktif değeri” yöntemidir.⁵¹ Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade etmektedir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar; net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise öz varlık değerini gösterir.

2.3.2.3. Fiyat/ Kazanç Oranı Yöntemi

İşletmenin hisselerini alacak olan yeni kişi ya da kuruluş, bu satın almayı daha çok hisse senedine bir yatırım amacıyla gerçekleştiriyor ve herhangi bir ortaklık anlaşması düzenlemiyorsa, bu takdirde “Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Yöntemi” ve “Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi” ile işletme değerinin hesaplanması doğru olacaktır.⁵²

⁵¹ Önder Met, “Nakit Akım Oranları ile Finansal Analiz ve Konaklama İşletmeleri Açısından Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 4, Sayı:14, 2005, s.42

⁵² Kürşat Aydoğa, ve Alparslan Güney, “Hisse Senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi”, **İMKB Dergisi**, Yıl:1, Sayı:1, 2007

F/K oranı, hisse senedinin fiyatının hisse başına düşen kazanç (vergi sonrası) miktarına bölünmesiyle bulunur. Yani hisse senedi fiyatının hisse başına kar rakamına oranıdır.

Hisse başına kar aşağıdaki şekilde formüle edilir:

$$\frac{\text{Net Kar}}{\text{Ortalama Hisse Senedi Satışı}} \dots\dots\dots(15)$$

F/K oranı formülü ise aşağıda gösterilmektedir:

$$\frac{\text{Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Basına Kazanc}} \dots\dots\dots(16)$$

F/K oranı yukarıdaki formülden de anlaşılacağı gibi; piyasa fiyatının hisse senedi kazancının kaç katı olduğunu gösterir. Yani; hisse senedinin sağladığı her “1” birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatı ifade eder.⁵³ Bu nedenle, F/K oranı yaklaşımına “Kazanç Çarpanı Modeli” de denir. F/K oranı, hisse senetlerinin karşılaştırılması için kullanılabilir. Ancak bu tür karşılaştırmalar yapılırken mevsimsel dalgalanmalar, endüstri veya iş kolundaki dalgalanmalar ve olağanüstü durumlar dikkate alınmalıdır. Sürekli olmayan bu tarz durumlarda hisse senetlerinin getirileri normal duruma ayarlanırsa, bu sürekli olmayan durumun etkisi azaltılır.⁵⁴

F/K oranı genellikle hisse senedinin cari piyasa fiyatının, geçmiş son 12 ayın hisse başına kazancına bölünmesi ile hesaplanır. Ancak yatırımcılar, hisse senetlerine gelecek dönem kazançları nedeniyle yatırım yaparlar. Dolayısıyla model

⁵³ Cudi Tuncer Gürsoy, “Finansal Yönetim İlkeleri”, **Doğuş Üniversitesi Yayınları**, İstanbul, 2007, s. 304

⁵⁴ Tseng K.C., “Low Price, Price-Earnings Ratio, Market Value and Abnormal Stock Returns”, **The Financial Review**, Vol:23, No:3, 1998, s.340

oluşturulurken öncelikle bir sonraki yılın getirisi tahmin edilir ve yatırımcı tarafından belirlenen F/K oranı ile çarpılarak bir sonraki dönemde hisse senedinin alacağı değer belirlenir.⁵⁵

Temettü ödemek yerine, karını tekrar yatırıma aktaran şirketlerin F/K oranları yüksek olur. Hissedarlar temettü almamalarına rağmen, hisse için yüksek fiyat ödemeye razıdırlar ki bunun sebebi şirketin gelecek yıllara ait büyüme beklentisidir. F/K oranı, şirket değerlemesi yapılacak hisse senedini, içinde bulunduğu sektörün ortalamasına ve sektördeki diğer şirketlerle F/K bazında karşılaştırma yapılmasına olanak verir.⁵⁶

F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir;

- Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen şirketlerin F/K oranları ortalaması seçilebilir,
- Genel piyasa (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) F/K oranı ortalaması alınabilir,
- Yurt dışındaki benzer şirketlerin F/K oranı ortalaması alınabilir.

F/K oranı halka açık olmayan firmalara da uygulanabildiğinden şirket değerlemelerinde yöntem olarak daha fazla tercih edilmektedir. Buna göre, şirketin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanarak şirketin hisselerinin değeri tespit edilebilmektedir.

⁵⁵ Cudi Tuncer Gürsoy,2007, **a.g.m.**, s. 305

⁵⁶ H. Ramcharran, “An Empirical Analysis of the Determinants of the P/E Ratio in Emerging Markets”, **Emerging Markets Review**, 2002,s.168

2.3.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, şirketlerin açıkladıkları kar rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle, Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır. PD/DD oranı, bir şirketin hisselerinin piyasa değerinin şirketin hisse başına düşen defter değerine oranıdır.

PD/DD yöntemi fiyatı, olması gereken yönde saptamaya yönelik bir yöntemdir. Bu yöntemin uygulanmasında gerçek değer saptanırken önce işletme ile aynı sektörde, aynı risk düzeyi ile çalışan ve hisse senetleri piyasada alınıp satılan işletmelerden bir gözlem seti oluşturulur.⁵⁷ PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına öz varlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, firmaların PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin kendi oranı ve/veya benzer şirket oranlarının ortalaması ile şirket hisselerinin nominal değeri çarpılarak şirket değerine ulaşılır. Ancak, F/K oranında olduğu gibi bu tanım doğru değildir. Çünkü, nominal değer; “bir menkul değer ihraç edildiği fiyattır (hisse senedinin üzerinde kayıtlı bulunan değer/fiyat).” Nominal değer piyasada geçerli olan gerçek mübadele fiyatının altında veya üstünde olabilir. Şirket değerine ulaşılması için, PD/DD oranının, şirket hisselerinin nominal değeri ile değil, şirket hisseleri başına düşen defter değeri (öz sermaye) ile çarpılması gerekir. Defter değeri (muhasabe değeri); belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasabe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır.

⁵⁷ M. Alp Ülgener, “Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve Temel Analiz”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı**, Yüksek Lisans Tezi, 1994, s.16.

$$PD/DD = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Basına Dusen Defter Degeri (Öz Sermaye)}} \dots (17)$$

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{\text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı} \times \text{Şirketin Defter Değeri (Öz Sermaye)}}{\dots} \dots (18)$$

Bu yöntem kullanılırken, firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Yöntemde şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamı olarak ifade edilebilir.⁵⁸

2.3.2.5. Fiyat / Nakit Akım Oranı Yöntemi

F/K oranı yönteminde, firma kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak firma değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer firmaların değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer firmaların fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu firma değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı alınmaktadır. F/NA oranına ait formül aşağıda gösterilmektedir.

$$F/NA = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Basına Dusen Nakit Akımı}} \dots (19)$$

⁵⁸ Güven Sayılan, “İşletme Finansmanı”, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003, s. 268

2.3.3. Hisse Senedi Değerlemede En Fazla Kullanılan Yöntem Olarak F/K Oranı

Yukarıda bahsedilen yöntemler arasında en fazla kullanılan yöntem F/K oranı yöntemidir. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sıkça kullanılan F/K oranı, piyasa analistleri ve potansiyel yatırımcılar için firmanın 1 TL lik vergi sonrası hisse başına karına karşılık piyasadaki değerinin ne olması gerektiği konusunda önemli bir işarettir. Bir başka ifadeyle bu oran, hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç katı olduğunu açıklamaktadır.⁵⁹

F/K oranı, banka ve aracı kurumlardaki piyasa analistleri ve yatırımcılar tarafından şirketlerin ve endüstri kollarının potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için yaygın olarak kullanılmaktadır. Türkiye’de F/K oranı aracı kurumlar ve bankalar tarafından en çok kullanılan değerlendirme yöntemidir.⁶⁰ Pratikte, yatırımcıların birçoğu sezgisel olarak F/K oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini yüksek büyüme beklentisi çerçevesinde değerlendirmekte ve bu senetlere daha fazla yatırım yapma eğilimi göstermektedirler.

Yüksek F/K oranına rağmen hisse senedi fiyatının artmasının üç temel nedeni olduğunu belirtilmiştir. Bunlar:

- Ekonomide beklenen istikrarlı GSYİH büyümesine bağlı olarak şirket kazançlarının eskisinden daha hızlı büyümesinin beklenmesi,
- Hisse senetlerinin, yatırımcıların gözünde eskisine göre daha az riskli olması nedeniyle hisse senedi fiyatlarını yükseltici etki yapacak şekilde daha fazla talep etmeleri,

⁵⁹ H. Ramcharran, 2002, **a.g.m.**, s.168

⁶⁰ M. Vatansever, “Hisse Senedi Değerlemesi ve Türkiye’den Bir Örneki”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 1994, s.79

- Hisse senetlerine yatırım yapmak için yatırımcıların katlandığı maliyetini düşerek hisse senedi talebini artırmasıdır.⁶¹

2.3.3.1. F/K oranı ile ilgili yorumlar

Günümüz sermaye piyasalarında hisse senedi fiyatları, bağlı değerlerinin tahminiyle ilgili gerekli bilgileri yansıtmaktadır. Bir takım gruplar, F/K oranının bir hisse senedinin gelecekteki yatırım performansının göstergelerinden biri olduğunu savunur. Bu fiyat oranı hipotezini destekleyenler, düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerine göre daha iyi performans eğilimde olduklarını savunur. Birçok araştırmacı da hisse senedinin yatırım performansı ile F/K oranı arasındaki ilişkiyi araştırma konusu yapmıştır.⁶²

F/K oranı piyasadaki fiyatın karın kaç katı olduğunu gösterir. Hisse başına düşen kar 1 TL ise ve senet borsamızda 5 TL'den işlem görüyorsa, karın 5 katına satılıyor demektir. Bu oran arttıkça senetlerin pahalılaştığı ortaya çıkar. Hisse senedi almak, piyango bileti almak, sayısal loto oynamak değil, bir işletmeye ortak olmanın bedelidir. Şirketin varlıkları ve karları ödenen paranın karşılığıdır. Yatırımcı, şirketin ilerideki bir tarihte daha fazla kar yapacağını ümit ederek senetleri bugünkü fiyat üzerinden alır. F/K oranı; şirketin kar yapma potansiyeline göre piyasada işlem gören senetlerin pahalı mı, ucuz mu olduğunu belirtmeye yarayan bir ölçüdür. Başka bir deyişle F/K oranı, yapılan yatırımın şirketin yapacağı temettü ödemeleriyle kaç yılda geri döneceğinin hesabıdır. Diyelim ki A şirketinin karları sabittir. Şirket her yıl hisse senedi başına 3.50 TL kar göstermekte ve senetler de

⁶¹ Pu Shen, "The P/E Ratio and Stock Market Performance", **Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City**, Vol:85, No:4, 2000,s:25

⁶² William Breen, "Low Price-Earnings Ratios and Industry Relatives", **Financial Analysts Journal**, 1968, s. 126.

borsada 35.00 TL üzerinden işlem görmektedir. Demek ki bir tek A şirketinin hisse senedini alan yatırımcı parasını temettü olarak; on yılda geriye alacaktır.

Her sektörün ortalama olarak F/K oranları farklı olabilir. Yatırımcı satın alacağı şirketin; F/K oranının borsada işlem gören tüm hisse senetlerinin ortalama F/K oranlarını incelemeli, senetlerin, diğer menkul kıymetlere göre pahalı mı, ucuz mu olduğuna bakmalıdır. Yatırım için senet seçilmesinde; F/K oranları, şirketin kar büyüme oranı ile de karşılaştırılmalıdır.

2.3.3.2. F/K oranının eksiklikleri

F/K oranının hesaplanmasının kolay olması, hesaplamasında gerçek verilerin kullanılması ve kar eden tüm firmalara uygulanabilmesi F/K oranının avantajları olarak belirtilebilir.⁶³ Bu avantajlarına karşın F/K oranı kullanılarak yapılan değerlemede hata yapma olasılığı da bulunmaktadır. Bu oranın hesaplanmasında net karın temel gösterge olarak kullanılması bazı sorunların ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir. Net karın değişik muhasebe uygulamalarından ve/veya enflasyondan etkilenerек gerçek karlılığı yansıtmaması durumunda elde edilen değerler yanıltıcı olabilmektedir. Bunun yanında söz konusu oranın zarar eden firmalara uygulanamaması ve değerlendirme yapmak için her zaman benzer özelliklere sahip karşılaştırılabilir firmaların bulunmamasındaki güçlükler de bu oranın dezavantajlarını oluşturmaktadır.

F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, net karın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kar rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri

⁶³ T. Cook, ve M. Rozeff, "Size and Earnings-Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1984, s. 450.

fazla olan firmaların F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken bir nokta da durağan karşılaştırmaların yapılmasıdır; yani şirketin beklenen karlılığı üzerine herhangi bir şey söylenmemektedir. F/K oranı yönteminin bir diğer sakıncası ise, F/K oranının zaman içerisinde değişebileceğinin göz ardı edilip, bu oranın sabit olarak dikkate alınmasıdır. F/K oranı ve ortalama kazanç miktarı da sabit kabul edildiğinden riski ödüllendirmek ve risk ile vade arasındaki ilişkiyi değerlemeye yansıtmak mümkün olamamaktadır. Bu yöntemin diğer eksiklikleri olarak, paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, iki şirketin hiç bir zaman aynı olmayacağı, seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı yani spekülasyona açık borsalarda oluşan F/K oranlarının kullanılması, şirketin gelecekte vergi ödeme durumunun dikkate alınmıyor olması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtmaması sayılabilir. Aynı zamanda, F/K oranı zarar eden firmalarda çalışmadığı gibi, karı sıfıra yakın firmalarda da firma değeri çok yüksek çıkacaktır.

Ancak, dönem karı yerine işletme faaliyet karının kullanılması, belli bir dönemin F/K oranı ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farklılıkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla yukarda belirtilen sorunların kısmen aşılabileceği düşünülmektedir.

Bu sakıncalarına rağmen, F/K oranı yöntemi Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok başvurdukları değerlendirme yöntemidir.

2.4. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN FİYAT/KAZANÇ VE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ ETKİLERİNİN DÜNYA BORSALARINDAKİ UYGULAMALARI ÜZERİNE LİTERATÜR BİLGİLERİ

1980 sonrası dönemde, çeşitli faktörlerin hisse senedi getirileri ile olan ilişkileri incelenmeye başlanmıştır. Birçok yazar F/K oranı ile o firmanın hisse senetlerinin ortalama getirisi ve firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi araştırmış ve çoğunlukla doğrusal olmayan (çoğunlukla negatif) bir ilişki dile getirilmiştir.

Yapılan farklı çalışmalarda büyüklük ile F/K oranı etkilerinin incelenmesinin yanı sıra bu iki etkinin birbirinden bağımsız olup olmadığı veya her iki anomalinin de tam olarak bilinmeyen faktörler nedeniyle birbirinin yerine geçip geçmediği de araştırılmıştır. Aşağıda çeşitli araştırmacıların konuyla ilgili literatür bilgileri sunulmaktadır.

Basu (1983); NYSE’de kayıtlı 750 hisse senedinin piyasa verilerini analiz etmiştir. Basu bu analizlerinde hisse senetlerinin performansı ile F/K oranı, firma büyüklüğü ve getiri ilişkisini incelemiştir. 1963–1980 yılları arasındaki süreyi kapsayan çalışma sonuçlarına göre; yüksek F/K oranına sahip olan firmalar, düşük F/K oranına sahip olan firmalardan daha yüksek getiri sağlamışlardır. Ayrıca, firma büyüklüğü kontrol altında tutulduğunda da sonuçlar tutarlı olmuştur. Yani, en düşük F/K oranlı portföylerden en yüksek F/K oranlı portföylere gidildikçe ortalama yıllık getiri düşmekte, küçük NYSE firmaları büyük NYSE firmalarına göre daha yüksek getiri sağlamışlardır. Ancak, getiriler, risk ve F/K oranına göre kontrol altına alındıklarında bu etki ortadan kalkmıştır.⁶⁴

⁶⁴ Sonjay Basu, “The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price/Earnings Ratios A Test of Efficient Market Hypothesis”, **Journal of Finance**, Vol: 32, No: 3, 1977, s. 663- 667

Banz (1981), NYSE hisse senetlerine ait getiri ve toplam piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Firma büyüklüğü en küçük olan hisse senetlerinin %20'sinin kazancının, en büyük %20'den yıl bazında %19,8 daha büyük olduğunu göstermiştir. Yani küçük firmaların ortalama olarak büyük firmalardan daha fazla getiriye sahip olduğunu bulmuştur. Ayrıca büyüklük etkisinin piyasa değeri ile doğrusal olmadığını, asıl etkinin çok küçük firmalarda ortaya çıkarken orta büyüklükteki firmalarla büyük firmaların getirileri arasında çok küçük bir farklılık olduğunu görmüştür.⁶⁵

Reinganum (1981), firma büyüklüğü ve F/K oranına göre oluşturulmuş olan portföylerin birbiriyle etkileşimini incelediği çalışmasında 1962-1975 yılları arasında NYSE ve AMEX borsalarından derlediği ortalama 700 ile 1200 firmayı ele almıştır. Sonuçlar incelendiğinde firma büyüklüğü arttıkça ortalama yıllık getirilerin azaldığı ve bunun en az iki yıl sürdüğü görülmüştür. Ayrıca firmalar büyüdükçe beta değerlerinin düşmekte olduğu ve yüksek beta değerleri ile anormal getiriler arasında bir bağlantı olduğu da tespit edilmiştir. Reinganum aynı süreci F/K oranlarını dikkate alarak tekrarlamış ve sonuçları incelediğinde düşük F/K oranlı portföylerin ortalama getirilerini büyük F/K olanlardan daha yüksek olduğunu bulmuştur.⁶⁶

Cook ve Rozeff, 1969-1981 yıllarını kapsayan NYSE'de kayıtlı ortalama 900 firma hisse senedi getirilerini hem F/K oranı hem de büyüklük etkisi ile olduğu kadar ocak ayı etkisi ile de ilgili olduğunu buldular. İnceledikleri sonuçlarda portföylerin piyasa değeri ve F/K oranı derecesi ne olursa olsun Ocak ayı getirilerinin diğer aylardaki getirilerden farklı olma eğilimindedir. F/K oranı ve büyüklük etkisinin ayrı

⁶⁵ W. Banz Rolf, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", **Journal of Financial Economics**, 1981, s. 14-17

⁶⁶ Marc R. Reinganum, "Misspecification of Capital Asset Pricing Empirical Anomalies Based On Earnings, Yields and Market Value", **Journal of Financial Economics**, 1981, s. 38

ayrı iki etki mi yoksa Reinganum'un savunduğu gibi büyüklük etkisinin F/K oranı etkisini ortadan kaldırdığını ya da Basu'nun savunduğu gibi F/K etkisinin büyüklük etkisini etkilediğini örneklerinde araştırmışlar ve bir etkinin diğerinin yerine geçmesi konusunda bir kanıt bulamamışlardır. Bunun sonucunda Reinganum'un bulgularının seçtiği metodun özelliklerinden kaynaklandığını, Basu'nun bulgularının ise incelediği örneğe bağlı bir özellik gibi görüldüğünü savunmuşlardır.⁶⁷

Keim'in büyüklük etkileri ile mevsimsel trendleri ele aldığı araştırmasında 1963-1979 dönemini kapsayan NYSE ve AMEX'e kayıtlı (Ortalama 1500-2400) firmalardan büyüklükleri farklı on portföy oluşturmuştur. Her bir ay için hisse senetlerinin büyüklük sınıflamasının nasıl performans gösterdiğini ortalama on yedi yıllık dönem içinde göstermiştir. Sonuçlar, firma büyüklüğü arttıkça ortalama getirilerin önemli oranda düşme eğilimi gösterdiğini, ocak ayındaki günlük getirilerin kalan on bir aya göre oldukça yüksek olduğunu ve yüksek getiriler ile büyüklük arasındaki ilişkinin daima negatif olduğunu göstermiştir. Bu sonuç Cook ve Rozeff'in bulguları ile tutarlı iken Basu ve Reinganum'un bulguları ile tutarsızdır. Bu çalışmanın ilginç sonuçlarından biri de tıpkı Basu'nun araştırmasında olduğu gibi, negatif F/K oranına sahip hisse senetlerinin performanslarının oldukça yüksek olduğunun görülmesidir. Araştırmacılar bu özellikteki firmaların en küçük piyasa değerine sahip olduklarını ve negatif F/K oranlı portföylerde oluşan alışılmadık sonuçların belki piyasa değeri etkisi ile açıklanabileceğini savunmuşlardır.⁶⁸

Goodman, Peavy ve Cox, F/K oranının ve firma büyüklüğünün hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Sonuçlar 1970-1980

⁶⁷ Thomas J. Cook, Michael S. Rozeff, "Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 19, No: 4, 1984, s. 460-464

⁶⁸ B. Keim Donald, "Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality Further Empirical Evidence", **Journal of Financial Economics**, 1983, s. 21.

dönemi ve Standart&Poor's 400'de yer alan ortalama 125 firma için değerlendirildiğinde, düşük F/K oranlı menkul kıymetlerden oluşan portföylerin sistematik olarak yüksek getiriye sahipken, yüksek F/K oranlı olanlarında dikkate değer bir şekilde düşük getiriye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca belirtilen dönemde düşük piyasa değerli firmalardan oluşan portföyler pozitif yönde getiriler sağlarken, büyük firmaların hisse senetlerinin düşük performans eğilimli olduğu tespit edilmiştir. Yine bu araştırmada piyasa değerine göre oluşturulan portföylerde beta katsayısı piyasa değeri yükseldikçe düşerken, F/K oranı oranına göre oluşturulan portföylerde ise F/K oranı yükseldikçe beta katsayısı da yükselmektedir. Tıpkı Basu'nun bulduğu gibi yüksek getiriye sahip düşük F/K oranlı portföylerin beta katsayıları getirisi daha düşük olan yüksek F/K'lı olanlardan düşüktür.⁶⁹

Said Elfakhani Kanada (Toronto Menkul Kıymetler Borsası) piyasasını uygulama alanı olarak seçmiş ve sistematik risk, F/K oranı ve firma büyüklüğü değerleri dikkate alınarak oluşturulan portföylerin performanslarını incelemiştir. Elfakhani, bu çalışmasıyla Amerika kökenli bazı araştırmalarda bulunan portföy performansı ile F/K oranı ve firma büyüklüğü arasındaki negatif ilişkinin Kanada piyasasında geçerliliğini araştırmıştır. Sonuçta firma büyüklüğü ve beta seviyeleri kontrol edildiğinde düşük F/K oranı etkisinin olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Çalışma sonucunda bulunan bulgular Amerika'da bulunan kanıtlarla ters düşmektedir. Sonuçlar büyüklük ve F/K oranı etkilerinin farklı mevsimlik değişiklikler gösterdiğini ortaya koymuştur. Örneğin; büyüklük etkisi yılın ilk üç ayında dikkat çekici iken geriye kalan diğer üç aylık dönemlerde fark

⁶⁹ David A. Goodman, John W. Peavy ve L. Cox Edwin, "The Interaction of Firm Size and Price-Earnings Ratio and Portfolio Performance", **Financial Analysis Journal**, 1986, s. 10-12

edilmemektedir. Düşük F/K oranı etkisi de yılın ilk 3 ayı için söylenirken diğer dönemlerinde daha karmaşıktır.⁷⁰

Chan, Hamao ve Lakonishok (1991); Tokyo Borsası'ndaki hisse senetlerine ait temel dört değişken olan kazanç, firma büyüklüğü, F/K oranı ve nakit akışını 1948–1981 dönemi için incelemiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre Japonya piyasasında, incelenmiş olan dört temel değişken ile beklenen getiriler arasında önemli bir ilişki vardır. Bu değişkenlerden PD/DD oranı ve nakit akışı beklenen getiriler üzerinde, en önemli pozitif etkiyi yaratmıştır.⁷¹

Bauman, Conover ve Miller (2001), Pasifik bölgesinde değer hisse senetleri ile büyüme hisse senetlerinin performanslarını karşılaştırmışlardır. Bu doğrultuda altı piyasa incelenmiştir: Avustralya, Hong Kong, Japonya, Malezya, Yeni Zelanda ve Singapur. Sonuç olarak; değer portföyleri büyüme portföylerine göre her yıl daha iyi performans göstermemelerine rağmen daha yüksek getirilere sahip olma eğiliminde olduğunu bulmuşlardır. Diğer bir ifade ile değer hisseleri daha yüksek riske ve daha yüksek getiriye sahip olmuştur. Ayrıca firma büyüklüğü ile hisse senedi getirisi arasında da ters yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.⁷²

Firmalara özgü faktörlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar yukarıda özetlenmiştir. Bu çalışmaların büyük kısmı, İMKB dışındaki hisse senedi piyasalarını konu almaktadır. İMKB üzerinde uygulama yapan az sayıdaki çalışmada ise görece kısa bir dönem incelenmiştir.

⁷⁰ Said Elfakhani, "Portfolio Performance And The Interaction Between Systematic Risk", **Firm Size**, 1994, s. 19-30

⁷¹ L. Chan, Y. Hamao ve J. Lakonishok, "Fundamentals and Stock Returns in Japan", **Journal of Finance**, 1991, s. 1739-1764

⁷² Scott W. Bauman, C. Mitchell Conover, ve Rober E. Miller, "The Performance of Growth Stocks and Value Stocks in the Pacific Basin", **Review of Pasific Financial Markets and Policies**, Vol. 4, No. 2, 2001, s.102.

2.5. DÜNYA BORSALARI İLE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRILMASI (PERFORMANSLARI, BAZI BÜYÜKLÜK VE ORANLARI)

Çizelge 1’de dünya borsalarından bazı örnekler sunulmaktadır.

Çizelge 1. Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayıları (2000-2009) (Yerli ve Yabancı)

Ülkeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Danimarka	235	217	201	194	183	-	-	-	-	-
Finlandiya	158	155	149	145	137	-	-	-	-	-
İsveç	311	305	297	282	276	-	-	-	-	-
Hindistan	-	1.041	916	911	5.687	5.797	5.952	6.217	6.327	6.408
Amerika	7.851	7.069	6.586	6.159	6.097	6.029	6.005	5.965	6.449	6.016
Kanada	1.394	1.299	3.791	3.599	3.604	3.758	3.842	3.951	3.841	3.700
Japonya	3.406	3.476	3.465	3.346	3.396	2.796	3.854	3.870	3.786	3.656
İspanya	-	-	-	-	-	-	3.378	3.537	3.576	3.472
İngiltere	2.374	2.332	2.824	2.692	2.837	3.091	3.256	3.307	3.096	2.792
Çin	-	1.154	1.223	1.285	1.373	1.377	1.421	1.530	1.604	1.700
Malezya	790	807	861	902	959	1.019	1.025	986	976	959
OMX	-	-	-	-	-	678	791	851	824	797
Almanya	983	983	934	866	819	764	760	866	832	783
İsrail	665	649	624	577	578	584	606	657	642	622
Tayland	381	385	398	420	463	504	518	523	525	535
Polonya	225	230	216	203	230	241	265	375	458	486
Meksika	177	172	169	237	326	326	335	367	373	406
Endonezya	286	315	331	333	331	336	344	383	396	398
Brezilya	467	441	412	391	388	381	350	404	392	386
TÜRKİYE	316	311	289	285	297	304	316	319	317	315
Mısır	-	-	-	-	795	744	595	435	373	313
İtalya	297	294	295	279	278	282	311	307	300	296
Yunanistan	310	314	324	332	341	304	290	283	285	288
Lüksemburg	270	257	245	242	234	245	260	261	262	266
Filipinler	230	232	234	236	235	237	239	244	246	248
Peru	227	227	230	227	224	224	221	226	244	241
Şili	261	249	246	240	240	246	246	241	238	236
Sri Lanka	239	238	238	244	242	239	237	235	235	231
Avusturya	111	111	129	125	120	111	113	119	118	115
Arjantin	125	119	114	110	107	104	106	111	112	106
Kolombiya	-	-	-	108	106	98	94	90	89	87
İrlanda	96	87	76	66	65	66	70	73	68	64
Macaristan	59	56	48	51	46	44	41	41	43	47

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni, 2010

Dünyada birçok büyüklükte ve özellikte borsa mevcuttur. Bu borsalar gelişmiş ve gelişmekte olan borsalar olarak sınıflandırılırlar. ABD, Avrupa ve Uzakdoğu borsaları gelişmiş borsalar sınıfında, İMKB ise gelişmekte olan borsalar sınıfında yer almaktadır. Risk getirileri bakımından gelişmekte olan ülkelerin yüksek riske sebebiyet veren bir yapıya sahip olduğu gözlemlenmektedir.⁷³

İMKB faaliyete geçtiği 1986 tarihinden sonra sürekli gelişmiş, bölgesinde en önemli menkul kıymet borsalarından biri olmuştur. İMKB'nin de piyasa değeri zaman içinde artmış ve Türk şirketlerine önemli tutarlarda kaynak aktarmıştır. Ancak halen ülkemizde hisse senedi yatırımları istenilen seviyeye gelememiş ve finansal piyasalar içinde İMKB hak ettiği yere ulaşamamıştır. Bunun en önemli nedeni yaşanan siyasi ve ekonomik dalgalanmalardır. Ancak son dönemde enflasyon oranındaki düşüşle birlikte borsa hızla yükselmiş, borsa yatırımcıları oldukça kar etmişlerdir.

Çizelge 1'de görüleceği üzere 2009 yılında borsalarda işlem gören şirket sayısı en fazla olan ülke Hindistan iken, ikinci sırayı Amerika takip etmektedir. Borsalarda işlem gören en düşük şirket sayısı ise Macaristan'dadır. Türkiye bu sıralamada 20. sırada yer almakta olup, 10 yıl içinde şirket sayısında önemli bir değişiklik mevcut değildir. İMKB dünya sıralamasında 14. sırada, gelişmekte olan piyasalar arasında 5. sırada yer almaktadır.

⁷³ Mehmet B. Karan, "Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat/Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma", **İşletme-Finans Dergisi**, 1996, s. 105-127

Çizelge 2. Borsalarda İşlem Gören Şirketlerin Toplam İşlem Hacmi Karşılaştırılması (2000-2009) (Milyon Dolar) (Yerli Ve Yabancı)

Ülkeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Lüksemburg	1.660,80	702,7	495,5	413,9	645,2	330,2	263,8	241,8	1.910,10	296
Sri Lanka	142,9	156,1	318,5	764,6	575,2	1.095,60	1.010,00	949,8	1.016,10	1.240,80
Arjantin	9.700,80	7.564,10	1.277,40	3.078,20	4.832,10	6.852,90	5.276,60	7.381,30	6.616,70	2.983,20
Peru	2.517,90	934,2	1.186,60	1.139,80	1.360,40	2.650,10	5.486,30	11.266,50	6.528,90	4.591,60
Kolombiya	-	-	-	805,9	2.079,60	9.418,90	14.845,40	16.773,50	20.273,60	19.168,50
Filipinler	8.186,70	3.128,90	3.092,70	2.672,60	3.681,20	6.982,40	11.213,90	29.172,00	17.089,80	20.848,90
Macaristan	12.162,40	4.815,20	5.908,10	8.269,90	12.994,30	24.151,30	31.157,70	47.586,30	30.705,70	25.972,20
İrlanda	14.380,80	22.788,60	35.270,30	44.073,70	43.143,70	67.422,70	81.669,40	136.936,20	81.916,50	37.335,90
Şili	6.083,30	4.450,40	3.011,20	6.647,30	12.123,50	18.961,20	29.620,30	47.996,60	36.196,20	38.107,00
Avusturya	9.641,60	7.692,70	6.108,90	11.135,00	24.158,60	46.468,30	82.049,10	129.974,00	104.687,60	51.336,90
Polonya	19.503,40	9.876,00	7.811,30	9.662,70	16.269,30	30.421,50	56.372,90	87.962,30	69.499,10	58.373,80
Yunanistan	94.162,70	37.811,60	23.461,50	39.672,20	44.383,30	63.151,40	107.893,00	168.518,20	115.666,00	71.828,80
Mısır	-	-	-	-	6.513,10	26.241,10	48.083,60	60.196,40	93.475,70	73.651,80
Meksika	45.768,40	38.468,90	32.285,60	25.888,00	45.388,80	56.682,80	96.917,90	143.943,40	110.473,90	84.909,00
Malezya	52.868,70	23.879,90	32.923,20	52.233,40	61.636,40	51.601,40	75.205,40	169.722,80	93.783,90	86.213,60
İsrail	28.538,50	15.673,70	12.676,20	19.114,80	33.066,70	48.970,40	65.476,10	100.960,40	110.135,70	87.374,50
Endonezya	15.109,30	9.410,30	13.049,80	14.632,40	27.317,70	41.633,50	48.810,00	114.631,10	109.431,60	96.714,10
Tayland	21.117,00	30.810,90	41.288,90	102.420,80	116.381,20	95.645,70	100.928,60	117.893,20	-	127.141,00
TÜRKİYE	178.997,60	74.530,40	69.936,70	98.160,30	146.604,90	200.858,30	222.724,00	294.295,00	247.893,10	305.036,20
Brezilya	101.537,40	63.475,40	46.500,20	66.427,50	103.990,10	165.275,60	276.149,80	597.993,30	724.199,20	644.732,20
OMX	-	-	-	-	793.241,20	951.421,20	1.332.569,50	1.818.207,60	1.338.181,10	778.356,10
İtalya	1.019.623,30	653.936,50	654.496,20	820.641,70	969.354,20	1.293.682,10	1.591.187,80	2.311.194,00	1.499.456,50	948.146,90
Hindistan	-	247.882,70	197.073,20	291.975,40	378.657,00	473.671,20	638.051,10	1.095.108,80	1.027.046,90	1.056.884,90
Kanada	636.533,30	461.556,50	408.164,90	471.543,90	651.059,10	900.493,10	1.281.799,40	1.634.869,60	1.716.228,00	1.245.457,40
İspanya	450.000,00	500.000,00	653.220,80	933.039,90	1.203.360,20	1.566.107,10	1.933.793,40	2.969.519,10	2.410.721,20	1.610.210,00
Almanya	2.119.784,70	1.423.370,80	1.212.301,60	1.299.327,40	1.541.122,70	1.915.304,50	2.737.195,30	4.324.928,40	4.678.829,00	2.340.330,70
İngiltere	4.558.662,90	4.520.183,20	4.001.339,90	3.609.718,20	5.169.023,60	5.677.721,00	7.571.698,60	10.333.683,90	6.271.520,60	3.402.495,60
Japonya	2.641.068,10	1.834.418,20	1.688.261,30	2.221.254,20	3.352.474,60	4.679.557,80	6.238.820,70	6.765.971,80	5.887.892,50	4.158.346,90
Çin	-	493.730,50	352.304,50	396.232,10	517.286,30	392.772,40	1.158.996,60	6.074.604,10	3.848.930,40	7.836.305,00
Amerika	31.804.236,00	22.240.644,70	18.206.830,50	17.322.982,20	20.975.923,90	24.820.123,30	34.198.149,50	57.900.403,90	70.647.088,00	46.735.934,70
Danimarka	102.636,10	70.771,50	53.262,20	67.958,80	-	-	-	-	-	-
Finlandiya	208.526,10	180.927,00	178.202,40	165.622,30	-	-	-	-	-	-
İsviç	485.288,30	384.396,40	279.943,50	303.291,50	-	-	-	-	-	-

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni, 2010)

Çizelge 2’de Türkiye’nin 2009 yılında işlem hacmi olarak 19. sırada yer aldığı, gelişmekte olan ülkeler arasında ise 8. sırada yer aldığı görülmektedir. Türkiye 2004 yılından sonra işlem hacmini arttırmış olup, 2009 yılında 305 milyar dolar işlem hacmine ulaşmıştır. İşlem hacmi en fazla olan ülke Amerika iken, en düşük olan ülke Lüksemburg’tur. Çizelge 2’ye bakıldığında Amerika’nın artarak devam eden işlem hacminin 2009 yılında neredeyse 2008 yılının yarısına düştüğü görülmektedir. Şirket sayısı olarak Hindistan en fazla şirkete sahipken, işlem hacmi bakımından 8. sırada yer almaktadır.

Çizelge 3. Borsalarda İşlem Gören Şirketlerin Piyasa Kapitalizasyonunun Karşılaştırılması (2000-2009) (Milyon Dolar) (Yerli ve Yabancı)

Ülkeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Sri Lanka	1.074,1	1.331,5	1.680,4	2.711,1	3.657,0	5.720,0	7.768,9	7.553,2	4.285,9	9.546,7
Macaristan	11.908,5	10.367,0	12.988,9	18.868,2	28.300,0	32.575,7	41.934,5	46.195,6	18.465,4	30.036,6
Arjantin	45.839,3	33.384,0	16.548,6	34.994,7	40.593,8	47.590,3	51.240,1	57.070,2	39.850,4	45.744,9
İrlanda	81.882,5	75.297,8	59.937,5	85.070,6	114.085,9	114.086,2	163.269,5	143.905,3	49.489,9	61.291,1
Peru	9.749,8	9.790,4	11.441,4	14.125,0	17.974,8	24.139,7	40.021,6	69.386,5	37.876,8	71.662,5
Filipinler	25.261,4	20.606,2	18.197,6	23.190,5	28.602,0	39.817,8	68.269,8	102.852,7	52.030,6	86.349,4
Mısır	-	-	-	-	38.533,1	79.508,9	93.496,4	139.273,8	85.247,2	91.207,3
Lüksemburg	34.016,4	23.782,8	24.550,5	37.333,2	50.143,6	51.248,4	79.513,6	166.093,6	66.614,7	105.048,2
Yunanistan	107.502,5	83.481,3	66.040,0	103.764,5	121.921,4	145.120,7	208.256,1	264.960,8	90.945,0	112.652,4
Avusturya	29.935,2	25.204,3	33.578,1	56.522,5	87.776,3	126.309,3	199.121,0	236.448,4	76.288,7	114.076,1
Kolombiya	-	-	-	14.238,5	25.222,9	50.500,8	56.204,3	101.956,0	87.716,2	140.519,8
Polonya	31.428,6	26.155,0	28.849,2	37.404,5	71.547,2	93.602,2	151.809,0	211.620,2	90.815,5	150.961,5
Tayland	29.217,4	35.950,4	45.405,9	119.017,2	115.390,4	123.885,0	140.161,3	197.129,4	103.128,2	176.956,1
İsrail	65.337,5	58.228,9	40.774,2	68.904,4	90.157,9	122.577,9	161.731,7	235.056,4	134.802,4	188.733,9
Sili	60.400,8	56.309,7	49.837,7	87.508,4	116.924,3	136.493,3	174.418,8	212.910,2	131.808,0	230.732,3
TÜRKİYE	69.658,9	47.149,9	24.216,7	68.379,2	98.298,9	161.537,6	162.398,9	286.571,7	118.328,7	233.996,7
Malezya	113.155,3	118.980,7	122.892,4	160.970,3	181.623,8	180.317,5	235.580,9	325.290,3	189.086,6	289.219,4
Meksika	125.203,9	126.258,4	103.941,2	122.533,0	171.940,3	239.128,0	348.345,1	397.724,6	234.054,9	352.045,4
İtalya	768.363,4	527.467,3	477.075,4	614.841,6	789.562,6	798.072,9	1.026.504,2	1.072.534,7	522.087,8	655.848,2
OMX	-	-	-	-	728.769,2	802.561,4	1.122.705,0	1.242.577,9	563.099,6	817.222,8
Almanya	1.270.243,2	1.071.748,7	686.013,5	1.079.026,2	1.194.516,8	1.221.106,1	1.637.609,8	2.105.197,8	1.110.579,6	1.292.355,3
İspanya	504.221,9	468.203,2	461.559,6	726.243,4	940.672,9	959.910,4	1.322.915,3	1.781.132,7	948.352,3	1.297.226,9
Brezilya	226.152,3	186.237,6	121.640,5	226.357,7	330.346,6	474.646,9	710.247,4	1.369.711,3	591.965,5	1.337.247,7
Kanada	766.204,3	611.492,8	570.233,5	888.677,7	1.177.517,6	1.482.184,6	1.700.708,1	2.186.550,2	1.033.448,5	1.608.053,5
Hindistan	-	-	242.844,0	531.556,2	749.597,1	1.069.046,2	1.592.994,2	3.479.197,4	1.247.486,4	2.531.326,6
İngiltere	2.612.230,2	2.164.716,2	1.856.194,4	2.490.064,0	2.865.243,2	3.058.182,4	3.794.310,3	3.831.705,9	1.868.153,0	2.796.444,3
Japonya	3.157.221,8	2.264.527,9	2.069.299,1	2.953.098,3	3.557.674,4	4.764.870,0	4.909.937,9	4.663.777,9	3.356.439,8	3.533.970,3
Çin	-	-	463.091,2	512.978,8	447.720,3	401.852,2	1.145.454,9	4.478.866,5	1.778.784,0	3.573.152,4
Amerika	15.214.416,2	13.826.484,5	11.055.455,1	14.266.022,9	16.323.509,2	17.437.690,9	19.568.972,5	19.922.279,8	11.737.645,6	15.077.285,7
Danimarka	107.665,0	85.145,0	76.749,9	118.167,1	-	-	-	-	-	-
Endonezya	26.812,5	22.997,9	30.067,0	54.659,1	73.250,6	81.428,1	138.886,4	211.693,0	98.760,5	-
Finlandiya	293.634,7	190.455,8	138.832,6	170.283,4	-	-	-	-	-	-
İsviç	328.339,0	236.514,4	179.117,4	293.016,8	-	-	-	-	-	-

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni, 2010

Piyasanın büyüklüğünün bir işareti olarak piyasada hisseleri işlem gören şirketlerin piyasa değerleri toplamı anlamında kullanılan Piyasa kapitilizasyonunun görüldüğü Çizelge 3'te Türkiye 2009 yılında piyasa kapitilazyonu olarak 16. sırada, gelişmekte olan ülkeler arasında ise 11. sırada yer aldığı görülmektedir. Yine en yüksek piyasa kapitilizasyonu Amerika'da en az ise Sri Lanka'dadır.

2.6. HİSSE SENEDİ YATIRIMI YAPARKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN NOKTALAR

2.6.1. Getiri ve Risk Kavramları

Yatırım kararlarının verilmesinde beklenen getiri ve risk iki temel boyutu oluşturmaktadır. Portföy yönetiminin en önemli fonksiyonlarından biri, risk ve getiri arasında ilişki kurmaktır. Çünkü yatırım araçlarının seçimi, büyük ölçüde bu iki unsurun karşılaştırılmasını ve bunlar arasında uygun bir değişimin saptanmasını gerektirir.⁷⁴

Getiri, kısaca bir yatırımdan belirli bir dönem içinde elde edilen geliri göstermektedir. Risk ise bu olayın olma şansı ile ilgilidir. Sermaye piyasalarında risk, çok genel olarak, "beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı" olarak tanımlanabilir. Bir başka anlatımla, herhangi bir yatırım aracının getirisi, beklenen getiriden ne kadar büyük farklılık veya sapma gösteriyorsa, söz konusu yatırım aracının riski, o kadar yüksek demektir.⁷⁵

⁷⁴ Ercan Balaban, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayam Etkisi ve Ümit Yaşar Etkisi", **İşletme ve Finans**, Sayı: 113, 1995, s. 78-79

⁷⁵ U.A. Koray Kayalıdere, "1995-2000 Döneminde İMKB'de İşlem Gören Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Fiyat/Kazanç Oranına Göre Oluşturulan Portföylerinin Performanslarının

Getiri hesaplamasında temel zorluk yatırım kararlarının geleceğe ilişkin verilmesidir. Genellikle, getirisi yüksek olan hisse senetlerinin riskleri de yüksek olur. Gelecek söz konusu olduğunda belirsizlik ve risk öne çıkmakta yatırım kararları subjektif kararlara dayanmaktadır. Net bugünkü değer yöntemi, finans yazınında geniş çapta tartışılan, firmaların sermaye bütçeleme problemleri için geliştirilmiş bir çözüm metodudur ve yatırımdan beklenen para girişlerinin önceden saptanmış bir iskonto modeli üzerinden bugüne indirgenmesidir.⁷⁶

2.6.1.1. Sistematik Risk ve Sistematik Olmayan Risk

Risk genel olarak sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere ikiye ayrılabilir. Sistematik risk, ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişikliklerden oluşmaktadır. Piyasadaki menkul kıymetlerin tümü sistematik riskten farklı oranlarda fakat aynı doğrultuda etkilenirler. Sistematik risklerin önemli olanları, faiz oranı riski, enflasyon riski, pazar riski, kur riski gibi risklerdir. Toplam riskin yatırım yapılan kıymete ait olan kısmına veya toplam riskin firmaya ya da firmanın ilgili olduğu endüstri kolu ile ilgili kısmına sistematik olmayan risk adı verilir. Sistematik olmayan risk, finansal risk, likidite riski, vade riski, işletme riski olarak ayrılabilir. Riske katlanmanın karşılığı olarak elde edilen fazladan getiri risk primidir. Sistematik olmayan risk, çeşitlendirme ile ortadan kaldırılabilirken, sistematik risk çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamaz.

Sistematik Risk Ölçütü Beta Katsayısının Tahmini: Sistematik risk ölçütü beta katsayısı, piyasa portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişimlere bağlı olarak, hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler arasındaki ilişkiyi

İncelenmesi”, Celal Bayar Üniversitesi İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı, 2002

⁷⁶ Mehmet Baha Karan, 2004, **a.g.m.**, s.135

göstermektedir.⁷⁷ Beta katsayısı, bir hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etme eğilimini veya piyasaya göre değişkenliğini gösterir. Bir başka ifadeyle beta katsayısı, bir menkul kıymetten beklenen getirinin piyasa portföyündeki değişimlere karşı ne derece duyarlı olduğunu göstermektedir. Piyasa portföyünün beta katsayısı 1, risksiz faiz oranının beta katsayısı ise 0 kabul edilmektedir.⁷⁸ Beta katsayısı, istatistiksel olarak bir menkul kıymetin sağladığı getiri (r_i) ile piyasa portföyü getirisi (r_m) arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına oranıdır.⁷⁹

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \dots\dots\dots 22)$$

Beta katsayısının tahmininde standart prosedür, ilgili hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasında doğrusal bir regresyonun çalıştırılmasıdır. Bunun sonucunda elde edilen doğrunun eğimi beta katsayı değerini verecektir.⁸⁰ Bunu aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz:

$$r_i = a + b r_m \dots\dots\dots (23)$$

Bu eşitlikte ;

r_i : i hisse senedinin getirisini,

r_m : Piyasa getirisini,

⁷⁷ Ali Ceylan, ve Turhan Korkmaz, “Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, **Ekin Kitabevi**, Bursa, 2000, s. 297

⁷⁸ Metin Kamil Ercan, M. Sarana Öztürk ve Kartal Demirgüneş, “Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, S.45

⁷⁹ Barr Rosenberg, ve Vinay Marathe, “The Prediction of Investment Risk: Systematic and Residual Risk”, **Berkeley Working Paper Series**, 1983, s. 318

⁸⁰ Hünkar İvgen, “Şirket Değerleme”, **Finnet Yayınları Borsa Dizisi**, İstanbul, 2003, s. 81

a : Regresyon sabitini,

b : Regresyon doğrusunun eğimini, yani beta katsayısını ifade etmektedir.

$\beta=1$ ise hissenin hareketi endeksle aynı (ortalama risk)

$\beta<1$ ise hissenin hareketi endeksten daha yavaş (az riskli, düşük volatilité)

$\beta>1$ ise hissenin hareketi endeksten daha hızlı (daha riskli, yüksek volatilité)

Beta katsayısının 1'den büyük olması, ilgili menkul kıymetin sistematik riskinin yüksek olduğu ve piyasadaki gelişmelere karşı ilgili menkul kıymetin getirisinin daha duyarlı olduğunun göstergesidir. Bir başka ifade ile beta katsayısı 1'den büyükse, söz konusu menkul kıymetin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha yüksek oranda yükseliş ve düşüş gösterecektir. Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1'den küçük olması durumunda, bu menkul kıymetin sistematik riski düşük olup; menkul kıymetin getirisi, piyasadaki gelişmelere karşı fazla duyarlı değildir. Beta katsayısı 1'den küçük olan menkul kıymetlerin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha düşük oranda yükseliş ve düşüş gösterecektir.⁸¹

Eğer bir hissenin betası 1 ise, endeksin %10 arttığı bir dönemde o hissenin %10 değer kazanması, endeksin %10 düştüğü bir dönemde ise o hissenin %10 düşmesi beklenir. Diğer taraftan, eğer bir hissenin betası 0.5 ise endeksin %10 yükseldiği bir dönemde o hissenin %5 yükselmesi, endeksin %10 düştüğü bir dönemde ise, o hissenin %5 düşmesi beklenir. Aynı şekilde bir hissenin betası 1.5 ise, endeksin %10 arttığı bir dönemde o hissenin %15 değer kazanması, endeksin %10 düştüğü bir dönemde o hissenin %15 düşmesi beklenir.

⁸¹ Michael C. Ehrhardt, "The Search For Value: Measuring The Company's Cost of Capital", **Harvard Business School Press**, 1994, s. 52

2.6.1.2. Beklenen getiri ve risk ile beta katsayısı arasındaki ilişki

Portföyler kadar hisse senedi için beklenen getiri ve riskin belirlenmesinde de beta katsayısı önemli bir rol oynamaktadır. Portföyler, piyasa beklentisi olumlu ise piyasa ile aynı ve yüksek beta katsayılı, piyasa beklentisi olumsuz ise piyasa ile ters yönlü ve yüksek beta katsayılı hisse senetlerinden oluşturulur. Örneğin, piyasanın gelecekte yükseleceği bekleniyorsa portföyler beta katsayıları da bu doğrultuda olan hisse senetlerinden oluşturulursa portföy maksimum getiriye ulaşabilir. Beta katsayısı yüksek olan bu gibi hisse senetlerinin riski de yüksek olacaktır. Beta değeri +1 olan bir hisse senedi ortalama olarak piyasa ile birlikte hareket edecektir. Beta değeri +2 olduğunda ise piyasanın getiri tahminleri % 10 olursa o hisse senedinin getiri tahminleri % 20 olacaktır. Piyasaların düşeceği yönünde beklentiler varsa, negatif betaya sahip hisse senetleri piyasadaki düşme trendine karşılık direnme sağlayabileceklerdir. Piyasada tahmin edildiği gibi % 10'luk bir düşme olursa -1 beta değerine sahip bir hisse senedi % 10 getiri sağlayabilecektir. Ancak negatif betaya sahip hisse senetleri oldukça azdır.

Beklenen Getiri/Risk oranı düşük olan hisse senetlerinin tercih edilmemesi daha uygun olabilir. Getiri/Risk oranı büyük olan hisse senetlerinden tercih yaparken istenen getiri arttığında riskin de arttığı görülecektir. Böylece, beklenen faydanın arttırıldığında, katlanılacak riskin arttığı görülecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİRMA DEĞERİ İLE F/K ORANI, PD/DD ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ

3.1. AMAÇLAR, VERİ, YÖNTEM

3.1.1. Amaç

Bu çalışmanın amacı; İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin finansal tabloları üzerinden oluşturulan ve hisse senetlerinin değerlemesinde kullanılan piyasa çarpanlarından PD/DD ve F/K ile firma değerleri arasındaki ilişkinin değerlendirilmesidir. Firma değeri ile F/K ve PD/DD oranları doğru orantılı mı yoksa ters orantılı bir ilişki mi göstermiştir, firma değeri yüksek olan bir şirketin F/K oranı ya da PD/DD oranı da aynı doğrultuda yüksek mi yoksa düşük müdür gibi sorulara cevap bulunmaya çalışılmıştır. Böylece, İMKB’de hisse senedi yatırımı yapan yatırımcıların bu oranları nasıl değerlendirirken nelere dikkat etmeleri gerektiği üzerinde durulmuştur.

3.1.2. Araştırmada Kullanılan Veriler

Çalışmada İMKB’ye kayıtlı Mali, Sınai, Teknoloji ve Hizmetler sektörlerinden 34 adet işlem hacmi büyük olan şirketlere ait hisse senetleri

seçilmiştir. Bu hisse senetlerinin 2001-2009 yılları arasındaki 3 aylık devrelerin sonundaki Firma Değeri, F/K çarpanı ve PD/DD çarpanları veri olarak kullanılmıştır. Kullanılan veriler Yapı Kredi Yatırım'ın Araştırma Bölümünden elde edilmiştir. Yapılan çalışmada bağımlı değişken olarak Firma Değeri, bağımsız değişkenler olarak ise F/K ve PD/DD çarpanları alınmıştır.

3.1.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem

Firma Değeri ile F/K ve PD/DD arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla Çoklu Regresyon yöntemi kullanılmış. Regresyon analizi, aralarında sebep-sonuç ilişkisi bulunan iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi belirlemek ve bu ilişkiyi kullanarak o konu ile ilgili tahminler ya da kestirimler yapabilmek amacıyla uygulanan bir yöntemdir. Çok Değişkenli Regresyon Analizi de, içinde bir adet bağımlı değişken ve birden fazla bağımsız değişkenin bulunduğu bir regresyon modelidir. Bu çalışmada aşağıdaki model uygulanmıştır:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \epsilon_i \dots\dots\dots (25)$$

Burada;

Y; bağımlı (sonuç) değişken olup belli bir hataya sahip olduğu varsayılır.

X; bağımsız (sebep) değişken olup hatasız ölçüldüğü varsayılır.

α ; sabit olup $X=0$ olduğunda Y'nin aldığı değerdir.

β ise regresyon katsayısı olup, X'in kendi birimi cinsinden 1 birim değişmesine karşılık Y'de kendi birimi cinsinden meydana gelecek değişme miktarını ifade eder.

ϵ ; tesadüfi hata terimidir. Bu varsayım parametre tahminleri için değil katsayıların önem kontrolleri için gereklidir.

Araştırmada her sektörden seçilen firmaların Firma değerleri ile PD/DD ve F/K oranlarının 2001-2009 arası 3 aylık dönemlerdeki değişimleri, grafikler halinde sunulmuş ve aralarındaki değişim ilişkisi incelenmiştir. Her bir firma için Firma Değeri ile PD/DD ve F/K arasındaki ilişkiyi ölçebilmek için çoklu regresyon analizi yapılmış, bu analiz 34 firmada uygulanmıştır. Çıkan sonuçlar doğrultusunda her sektör şirketleri gruplandırarak Firma Değeri, F/K ve PD/DD' ne ait katsayılar, P değerleri, F değerleri ve R² değerleri tablo olarak sunulmuş ve yorumlanmıştır.

Verilerin analiz kısmında mevsimsel dalgalanmalar dikkate alınmamıştır.

3.2. HİSSELERİN FİRMA DEĞERLERİ İLE PİYASA ÇARPANLARI OLAN F/K VE PD/DD ANALİZİ

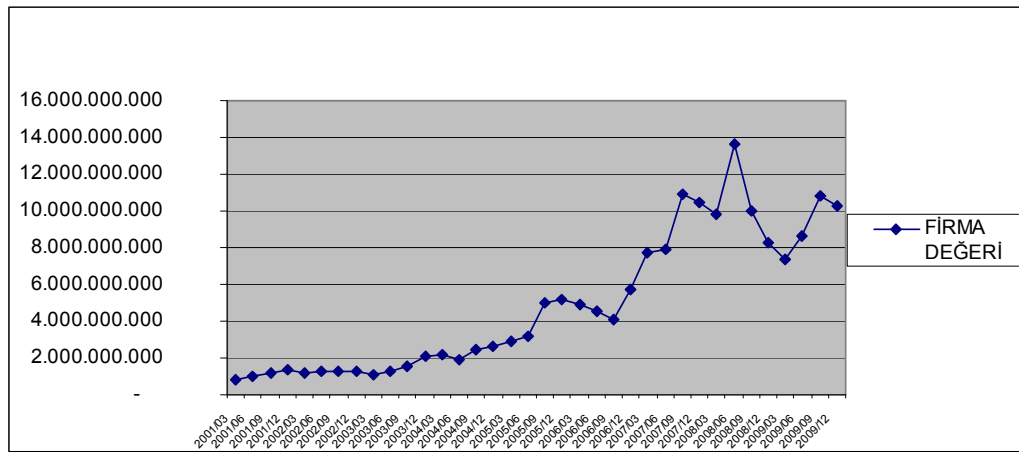
Hisse senedi seçimlerinde önemli çarpanlardan olan F/K çarpanı katsayısı; firmanın hisse başına 1 TL'lık kazancına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir. Özellikle büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak görülen firmaların hisse başına düşen karına, yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul eder ve bu oran yüksek olur.

Çalışmamızda öncelikle F/K oranı ile PD/DD oranının firma değeri ile arasındaki etkinin bağımsız olup olmadığını araştırılmıştır. Yıllar itibariyle 3 aylık dönemler sonundaki verilerle oluşturulan grafikler yardımıyla Firma değeri ile F/K ve PD/DD oranları birbirinden bağımsız mı hareket etmiş yoksa bağımlı mı araştırılmaya çalışılmıştır ve yorumlanmıştır.

3.2.1. Sınai Sektörü

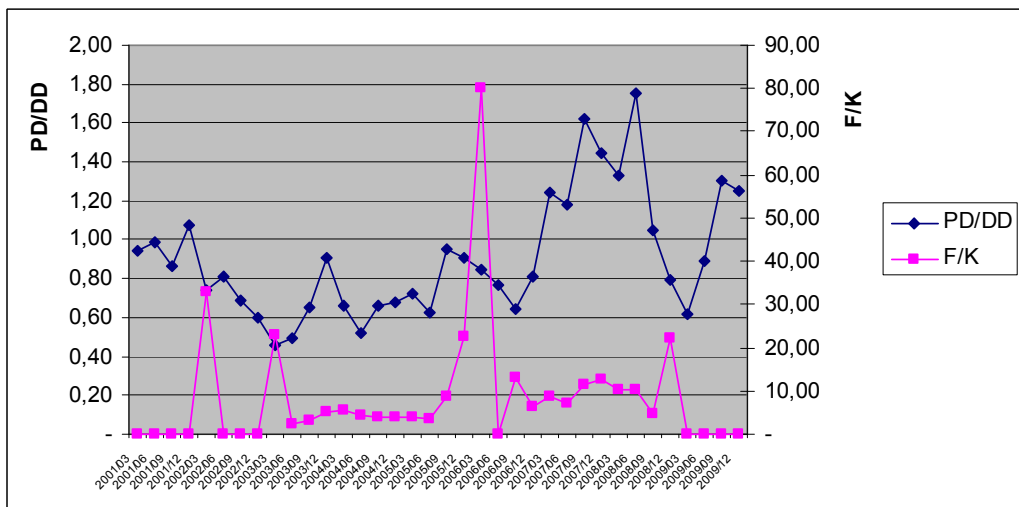
3.2.1.1. FİRMA 1 EREĞLİ DEMİR ÇELİK (ERGL)

Şekil 1’ de Ereğli Demir Çelik’in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 1. ERGL 2001/03 – 2009/12 Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 2’de ise Ereğli Demir Çelik’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

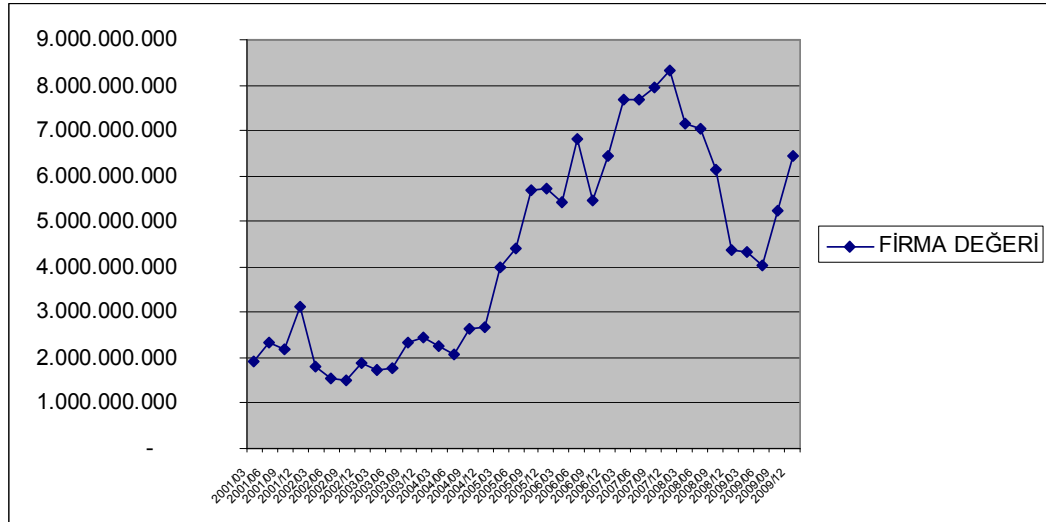


Şekil 2. ERGL 2001/03 – 2009/12 F/K VE PD/DD Değişim Grafiği

Grafiklerden hareket ederek, Firma Değeri değişimi ile F/K ve PD/DD oranındaki değişimi karşılaştırdığımızda Firma Değerinin PD/DD ile daha doğru orantılı bir değişim sergilediği görülmektedir. Ancak F/K oranındaki değişim ile tam bir bağlantı kurulamamaktadır. Grafiklere bakıldığında, firmanın F/K oranının 2006/03 sonunda en yüksek seviyeye ulaştığı, ancak sonrasında hızla düştüğü görülmekte olup, aynı devrede Firma Değerinde ve PD/DD değerinde bu büyüklükte bir değişim görülmemiştir. Firmaya ait F/K oranında çok sert değişimler görülmektedir. Yine bu dönemlerde firmaya ait hisse senedi fiyatına bakıldığında, Firma Değeri ile tamamen doğru orantılı bir şekilde değişim gösterdiği görülmüştür.

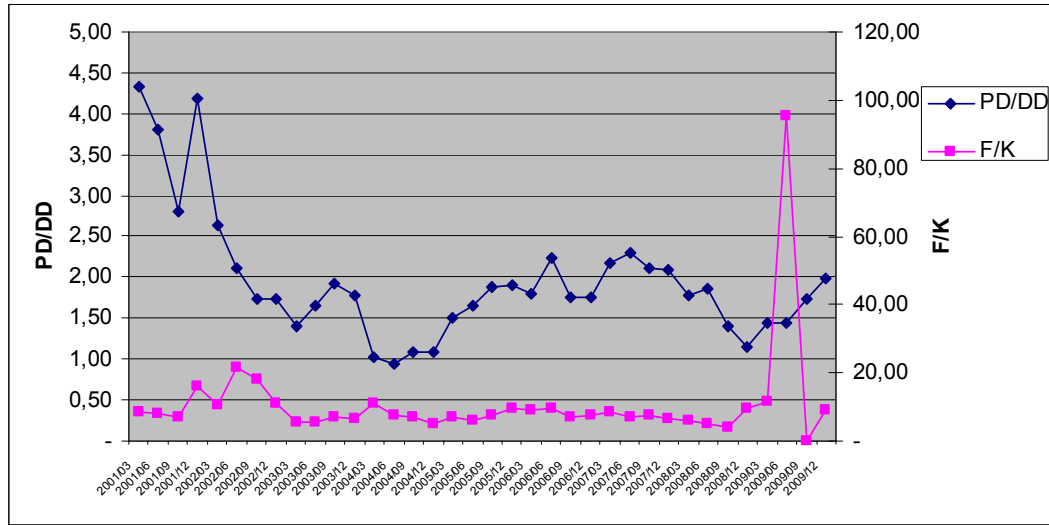
3.2.1.2. FİRMA 2 TÜPRAŞ (TPRS)

Şekil 3’ de Tüpraş’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir



Şekil 3. TPRS 2001/03- 2009/12 Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 4'te ise Tüpraş' a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

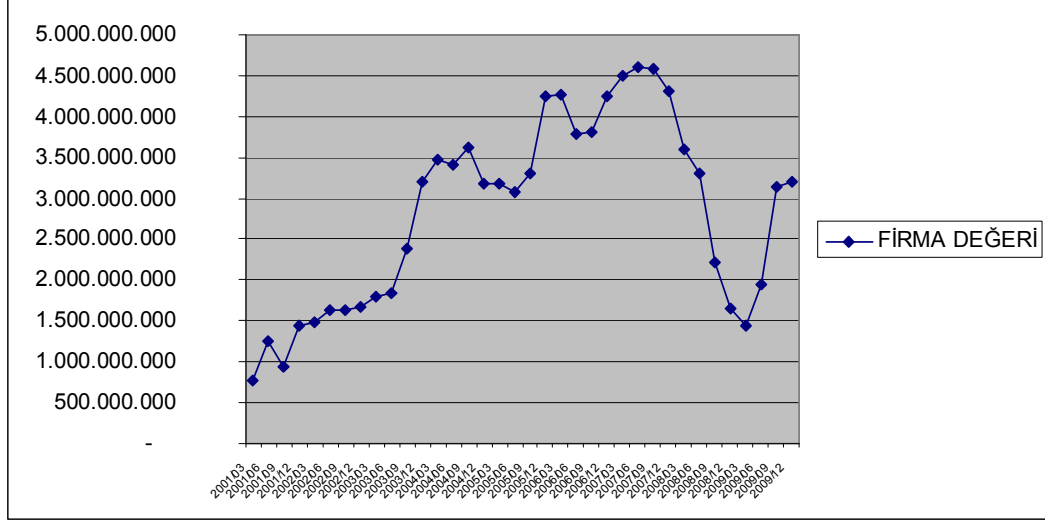


Şekil 4. TPRS 2001/03 - 2009/12 F/K VE PD/DD Değişim Grafiği

Tüpraş'a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, 2001-2005 yılları arasında Firma Değerinde belli bir değişim görülmezken 2005-2007 arasında sürekli bir artış görülmekte, 2007/12'den sonra ise 2009/09' a kadar bir azalış görülmektedir. PD/DD oranındaki değişime bakıldığında ise 2004/12 a kadar belli aralıklarla azalışlar, 2005-2007/09 arasında artışlar, sonrasında 2009/09'e kadar azalışlar görülmektedir. Firma Değeri ile PD/DD oranlarının 2005 yılından sonra benzer paralellikte hareket ettiği görülmektedir. Yine burada da F/K oranı, Firma Değerinden bağımsız, negatif bir değişim sergilemektedir. F/K oranının en yüksek olduğu 2009/6 ayında Firma Değerinde bir değişim görülmemektedir.

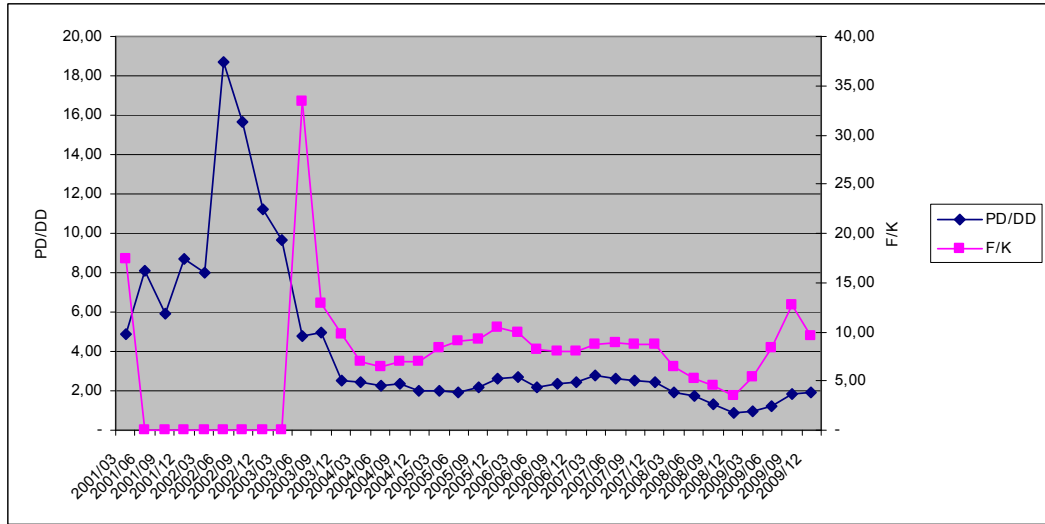
3.2.1.3. FİRMA 3 FORD OTOSAN (FROTO)

Şekil 5’de Ford Otosan’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 5. FROTO 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 6’da ise Ford Otosan’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



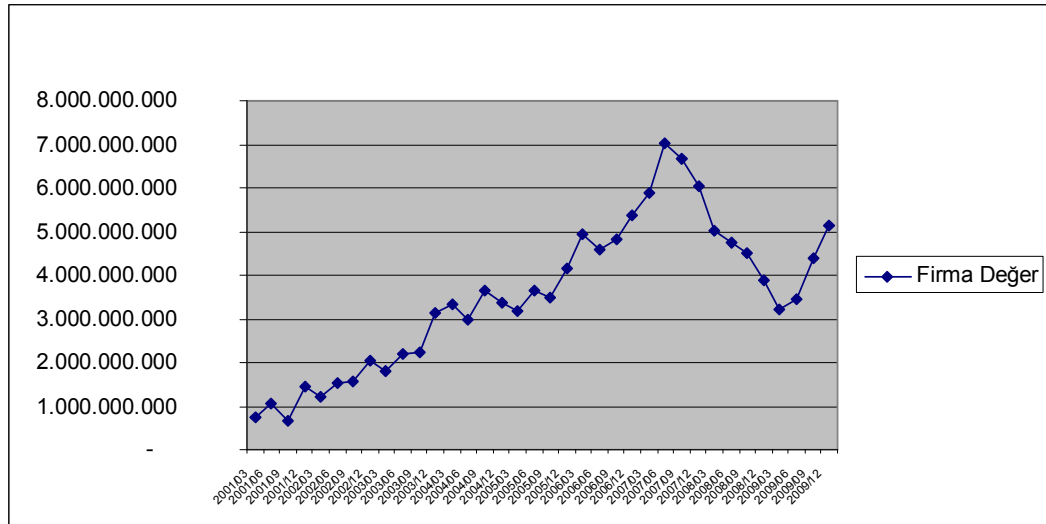
Şekil 6. FROTO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Ford Otosan’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde 2007/07 dönemine kadar Firma Değerinin artış gösterdiği, bu dönemden 2009/09 dönemine kadar ise azalış gösterdiği ve sonrasında yeniden

arttığı görülmektedir. Grafiklere göre ise Firma Değeri değişiminin 2002/09 ile 2005/06 arasında F/K ve PD/DD oranı ile ters orantılı değişim gösterdiği, 2007'den sonra ise doğru orantılı değişim gösterdiği görülmektedir. Burada F/K ve PD/DD oranları birbirine daha yakın bir değişim sergilemektedirler. Yine Ford Otosan'a ait hisse senedi fiyatı değişimine baktığımızda, firma değeri ile aynı şekilde değişim gösterdiği görülmektedir.

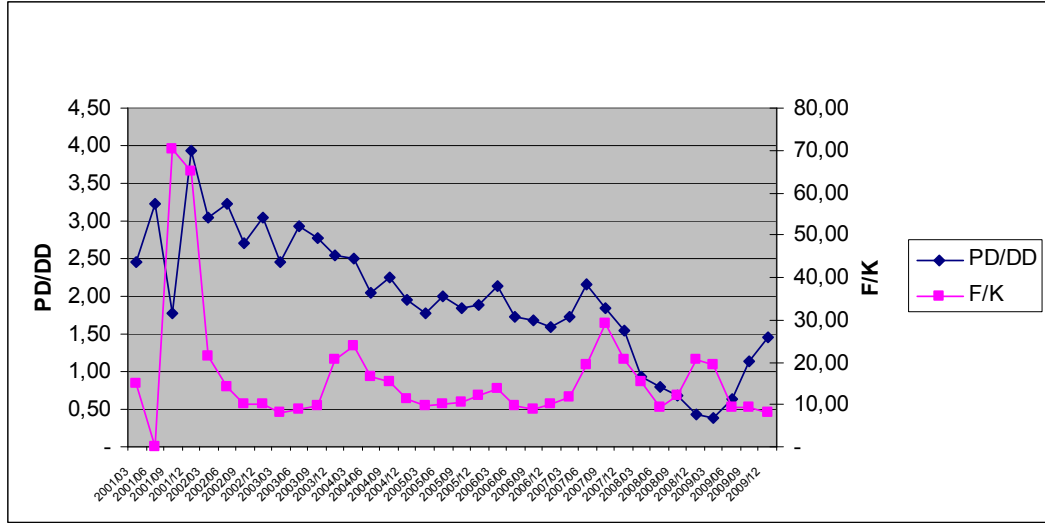
3.2.1.4. FİRMA 4 ARÇELİK (ARCLK)

Şekil 7' de Arçelik'in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 7. ARCLK 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 8’de ise Arçelik’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

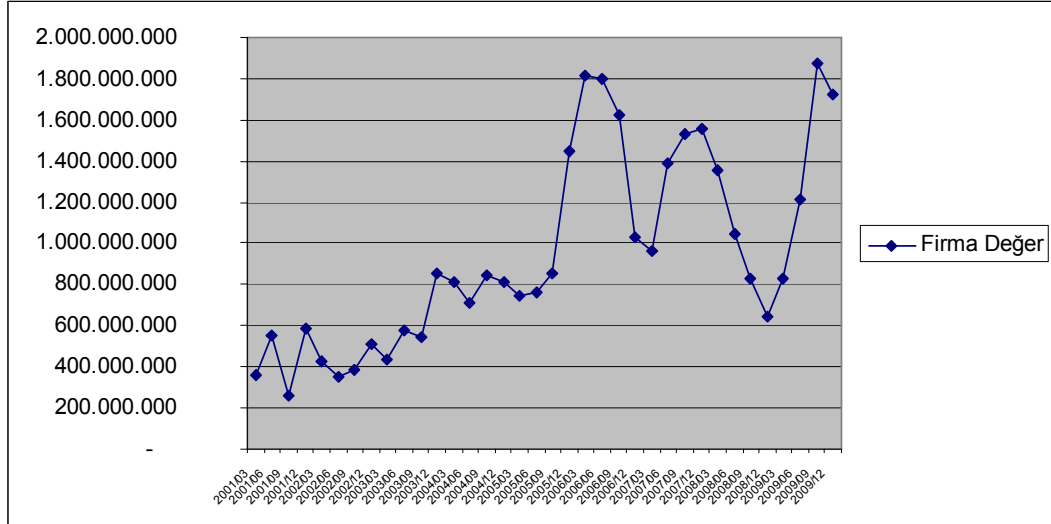


Şekil 8. ARCLK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Arçelik’e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde Firma Değerinin 2007/06 ayına kadar artış gösterdiğini, bu tarihten 2009/09 dönemine kadar azalış gösterdiği sonrasında ise yeniden arttığı görülmektedir. Ancak PD/DD oranı Firma Değeri ile 2007/07 dönemine kadar doğrusal olmayan, negatif bir ilişki mevcutken, bu tarihten sonra her iki değerin de benzer değişim gösterdiği görülmektedir. Burada da F/K oranı ile firma değeri arasında önemsiz bir negatif ilişki mevcuttur.

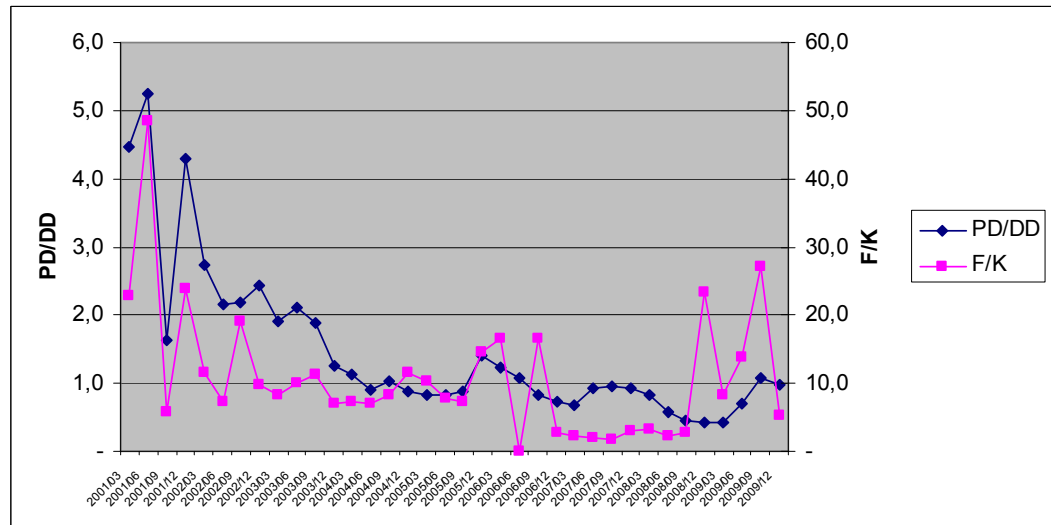
3.2.1.5. FİRMA 5 AYGAZ (AYGAZ)

Şekil 9’ da Aygaz’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 9. AYGAZ 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 10’da ise Aygaz’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



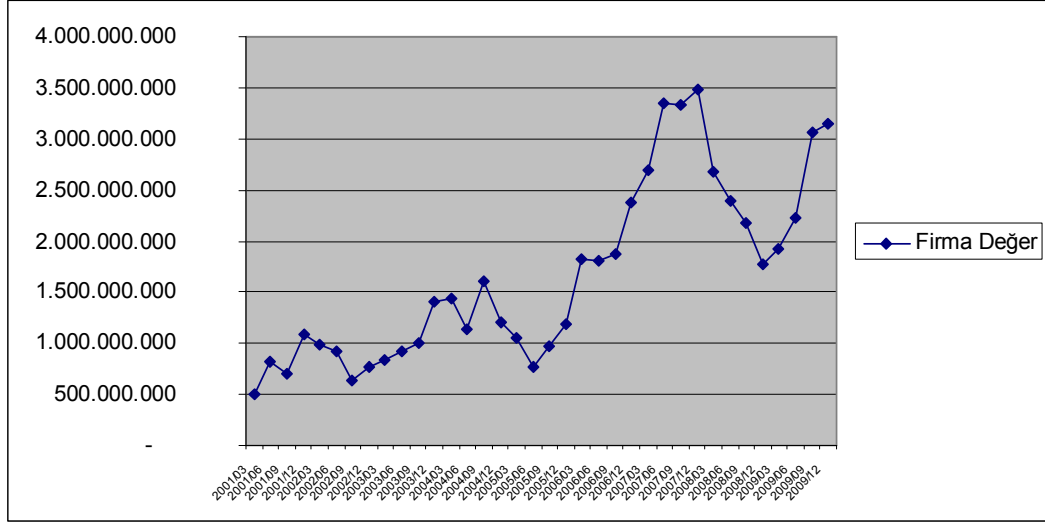
Şekil 10. AYGAZ 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Aygaz’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değerinin genellikle artış gösterdiği, 2006/03-2007/03 arasında ve 2007/12-2008/12 arasında azalış gösterdiği görülmektedir. PD/DD oranı ike

Firma değeri arasında çoğunlukla negatif, nadiren pozitif bir ilişki görülmektedir. Ancak F/K oranındaki değişim ile Firma değeri arasında bir bağlantı kurulamamıştır.

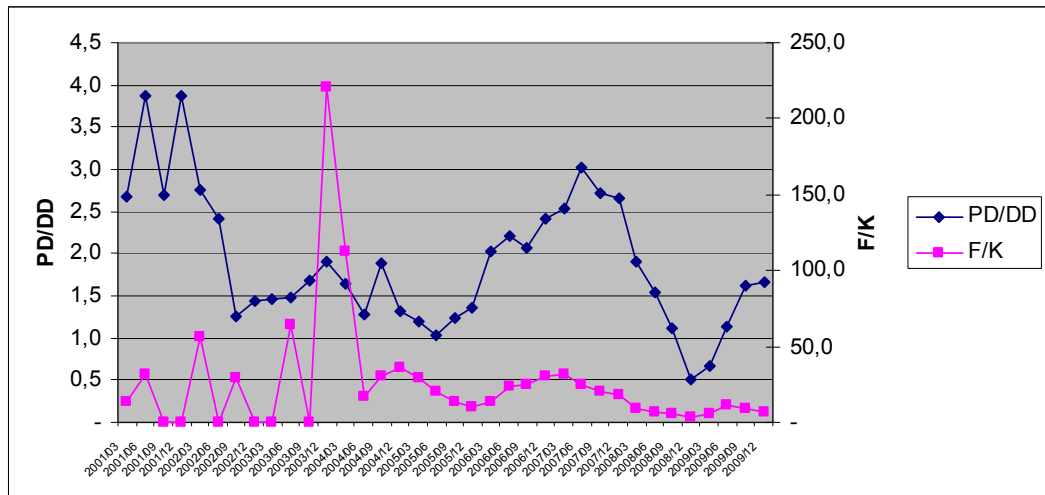
3.2.1.6. FİRMA 6 TOFAŞ (TOASO)

Şekil 11’ de Tofaş’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 11. TOFAŞ 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 12’de ise Tofaş’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

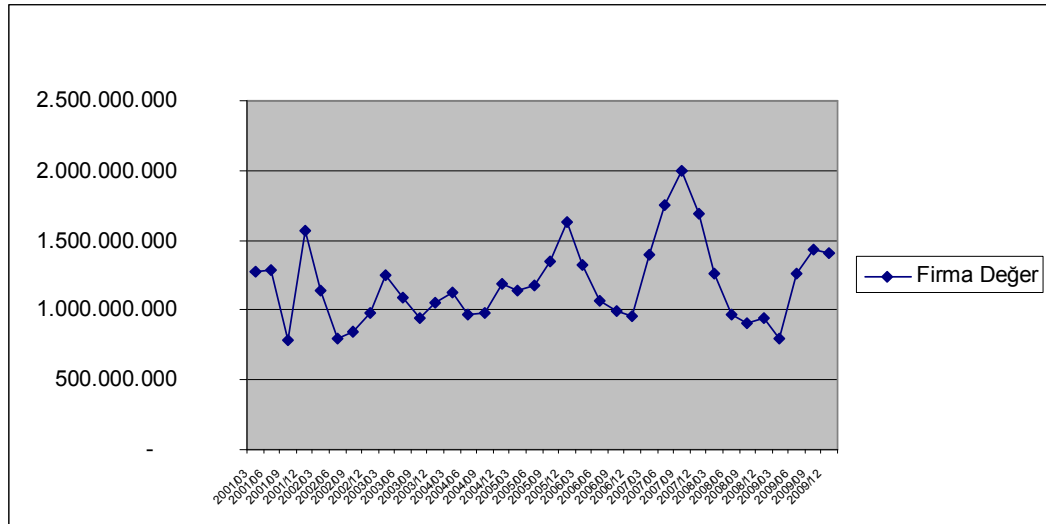


Şekil 12. TOFAŞ 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Tofaş’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değerinin 2004/09-2005/06 ve 2007/12-2008/12 hariç artış eğilimi içinde olduğu ve PD/DD ile doğrusal ve pozitif yönde bir değişim gösterdiği, F/K oranı ile ise herhangi bir ilişki olmadığı görülmektedir. Tofaş’a ait hisse senedi fiyatının değişimi Firma değeri değişimi ile doğrusal ve pozitif yönde bir ilişkiye sahiptir.

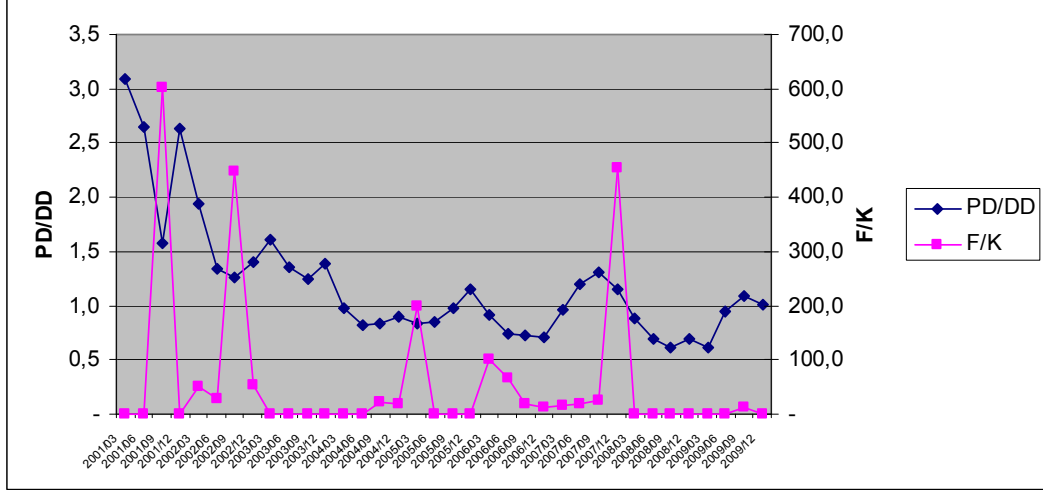
3.2.1.7. FİRMA 7 PETKİM (PETKM)

Şekil 13’ da Petkim’in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 13. PETKİM 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 14’de ise Petkim’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

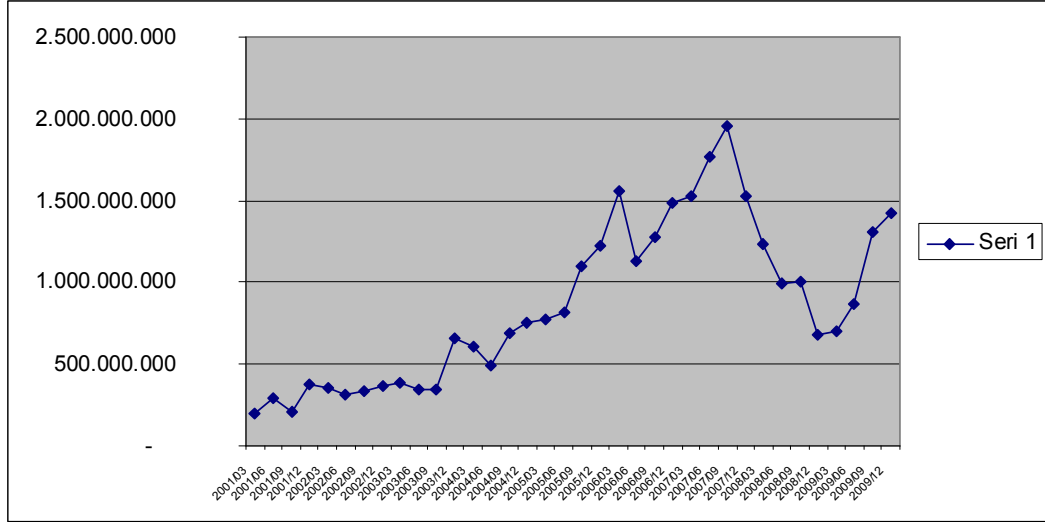


Şekil 14. PETKİM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Petkim’e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, bundan önce incelediğimiz hisse senetlerine kıyasla daha değişken bir firma değeri değişim grafiğine sahip olduğu görülmektedir. Aynı şekilde PD/DD oranındaki değişim grafiği de Firma değeri ile doğrusal bir ilişki göstermekte ve benzer değişim sergilemektedir. Ancak F/K oranı ile firma değeri arasında bir bağlantı kurulamamıştır. Örneğin, F/K oranının en yükseldiği 2001/09 döneminde hem Firma değeri hem de PD/DD oranlarında bir düşüş söz konusudur.

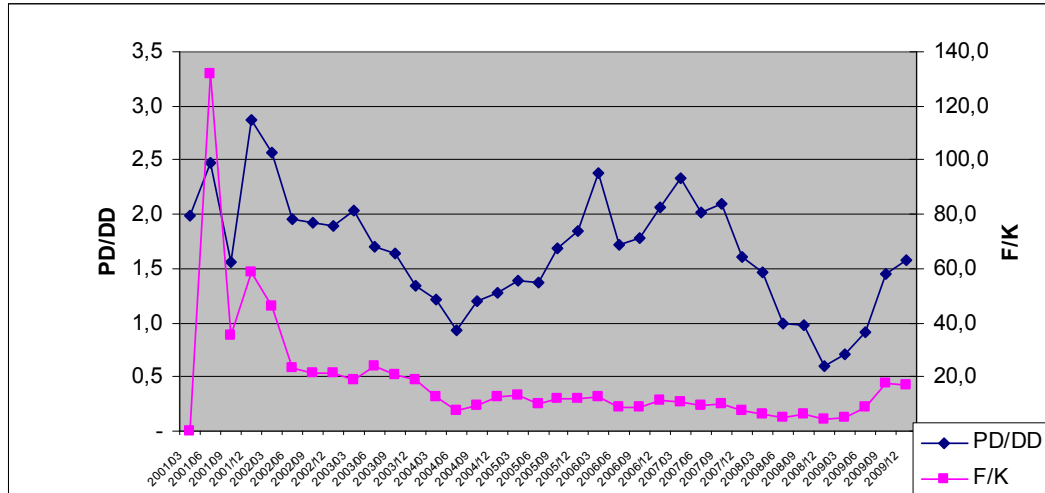
3.2.1.8. FİRMA 8 AKÇANSA (AKCNS)

Şekil 15’ da Akçansa’nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 15. AKCNS 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 16’da ise Akçansa’ya ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



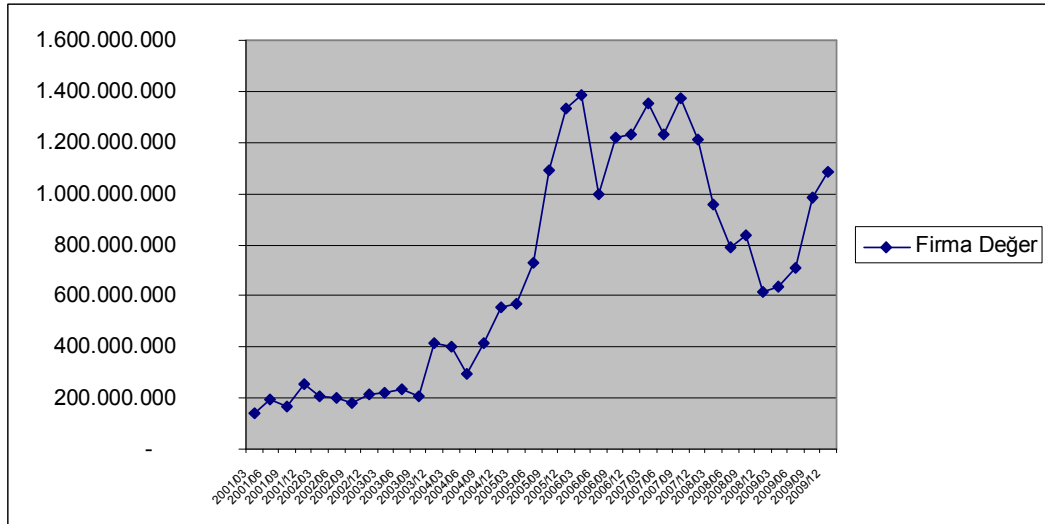
Şekil 16. AKCNS 2001/03- 2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Akçansa’ya ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, 2004/03 ayına kadar firma değeri ile PD/DD arasında ters bir ilişki varken, bu tarihten sonra benzer bir değişim gösterdikleri görülmektedir. Yine grafikteki F/K oranındaki değişimin Firma değerindeki değişimle kıyaslandığında

PD/DD oranı ile benzer şekilde 2004/03 ayından sonra daha yakın bir değişim sergilediği görülmektedir. F/K oranı ile firma değeri ise zayıf ancak negatif bir ilişkiye sahiptirler.

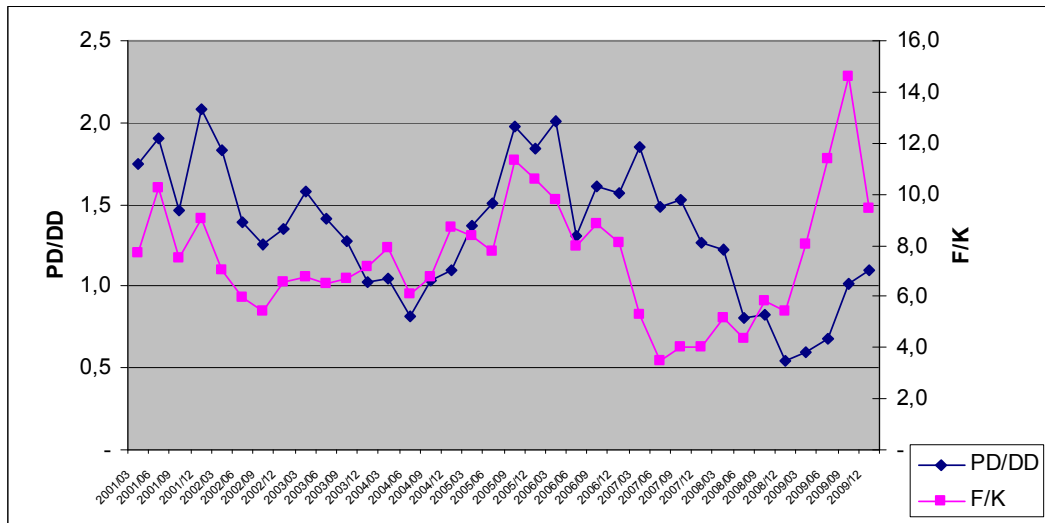
3.2.1.9. FİRMA 9 ÇİMSA (CİMSA)

Şekil 17’ de Çimsa’nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 17. CİMSA 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 18’de ise Çimsa’ya ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

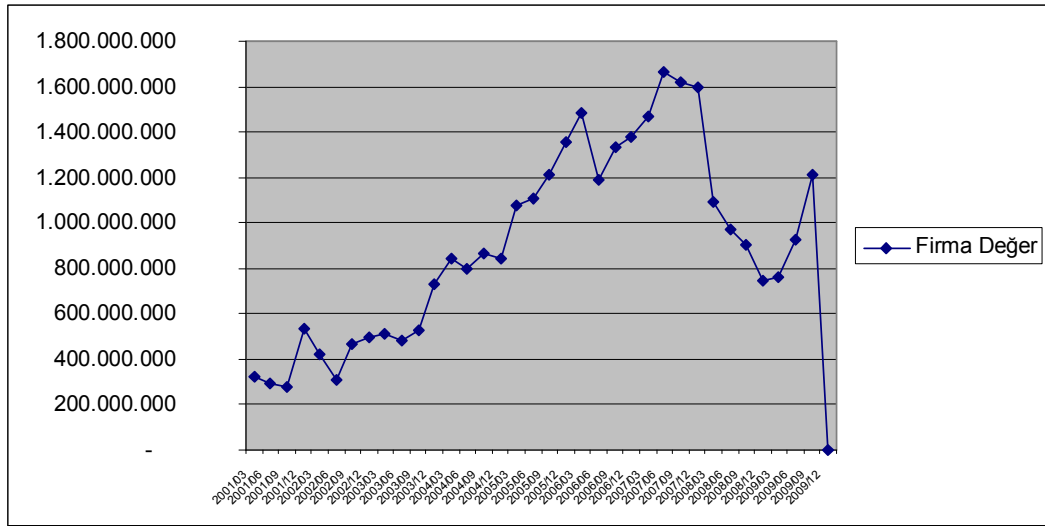


Şekil 18. CİMSA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Çimsa'ya ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değerindeki değişim ile PD/DD oranındaki değişimin 2003 yılında ve 2005 son dönemlerinde ters orantılı, diğer yıllarda ise benzer değişim içerisinde olduğu görülmektedir. F/K ile kıyaslandığında ise belli yıllarda benzer değişimler gösterdiği yine de tam bir bağlantı kurulamadığı görülmektedir.

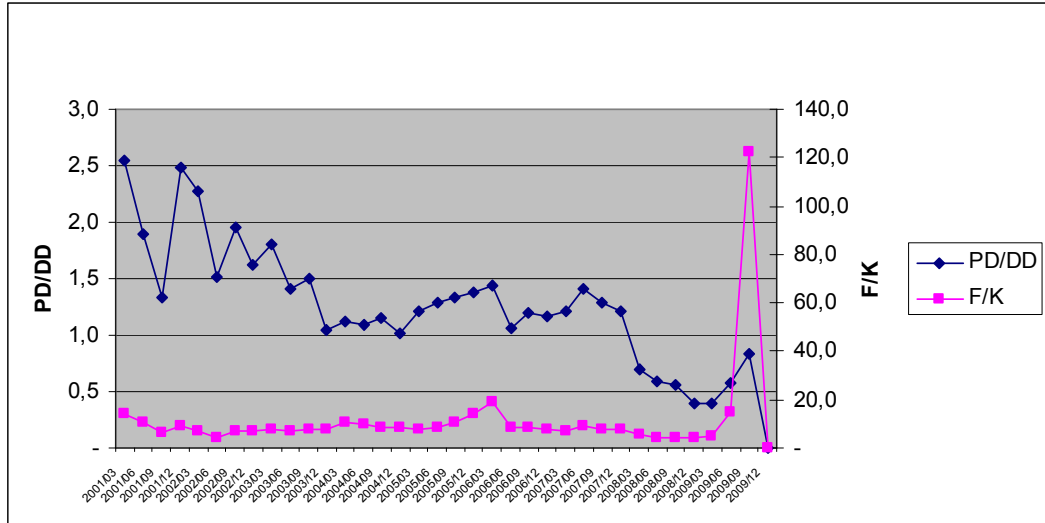
3.2.1.10. FİRMA 10 TRAKYA CAM (TRKCM)

Şekil 19' da Trakya Cam'ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 19. TRKCM 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 20’de ise Trakya Cam’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

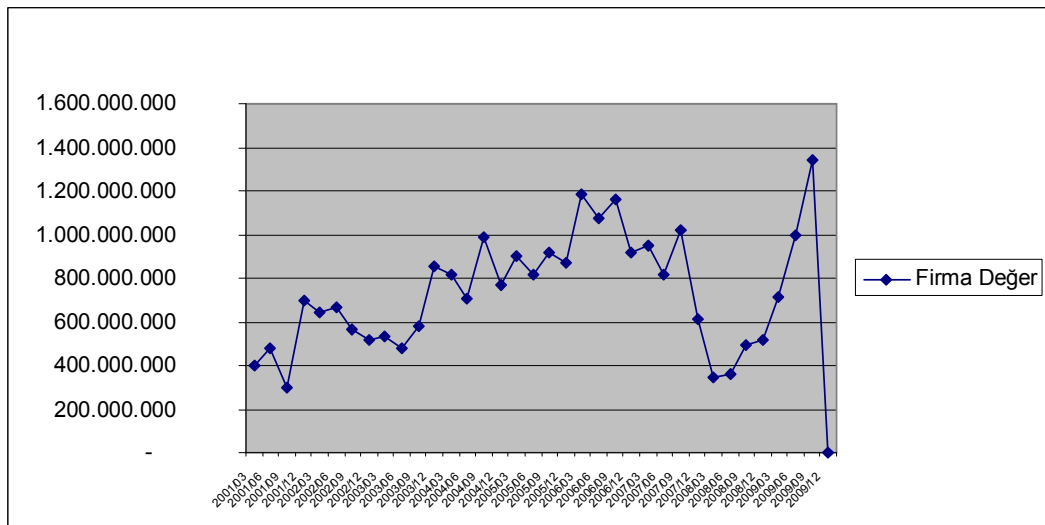


Şekil 20. TRKCM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Trakya Cam’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, daha önce incelediğimiz hisse senetlerinden farklı olarak değişim grafiklerinin benzerlik gösterdiği, benzer dönemlerde yükseldiği ve benzer dönemlerde düşüş gösterdiği görülmektedir.

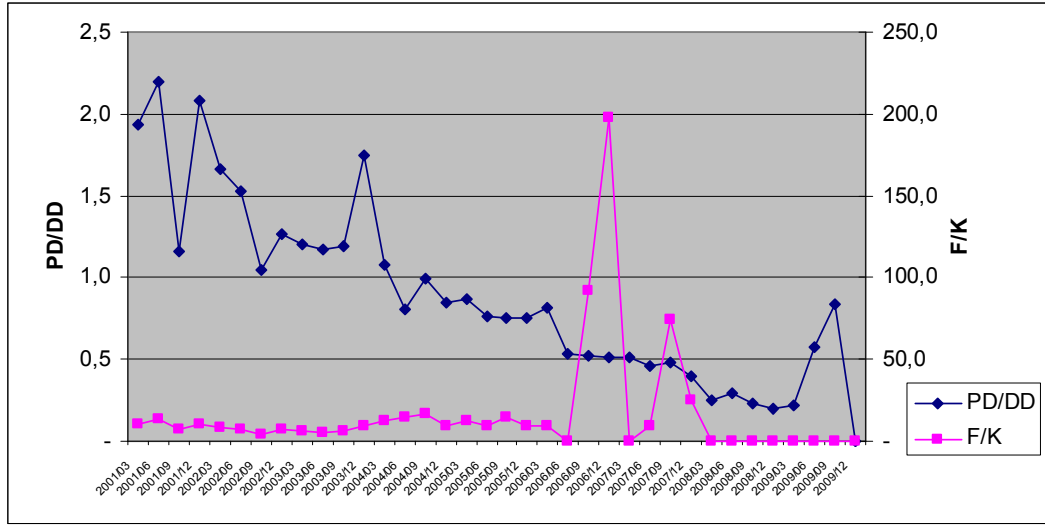
3.2.1.11. FİRMA 11 VESTEL (VESTL)

Şekil 21’ de Vestel’in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 21. VESTL 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 22’de ise Vestel’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



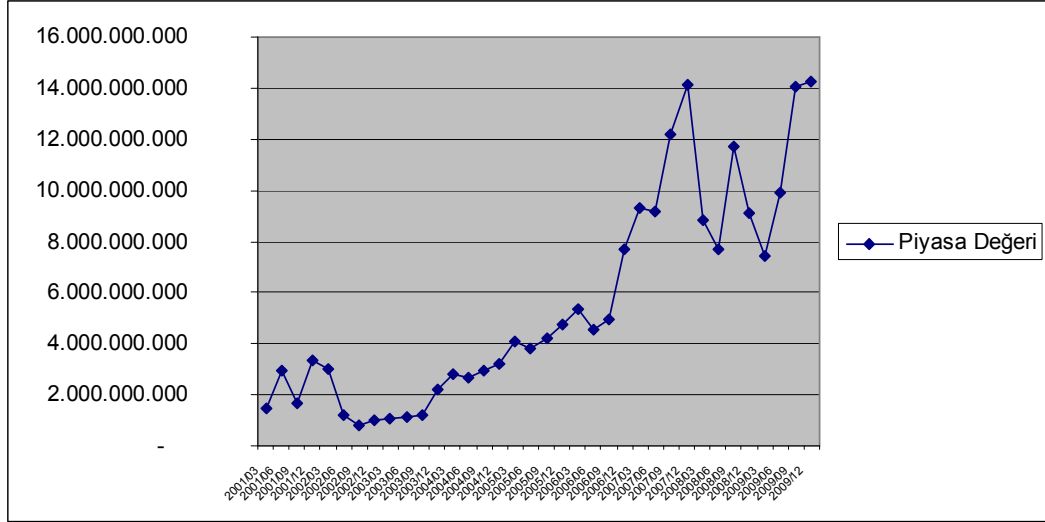
Şekil 22. VESTL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Vestel’e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değerindeki değişiminin dönemler itibariyle iniş ve çıkışlarının fazla olmakla birlikte genel olarak artış gösterdiği görülmektedir. Diğer taraftan PD/DD oranının değişim eğrisi Firma değeriyle benzer değişim göstermesine rağmen genel olarak düşüş göstermektedir. F/K oranı ise genel olarak benzer aralıkta olup, 2006/12 ve 2007/09 dışında çok fazla değişim göstermemektedir. En yüksek olduğu 2006/12 döneminde Firma değeri düşüş göstermiştir.

3.2.2. Mali Sektör

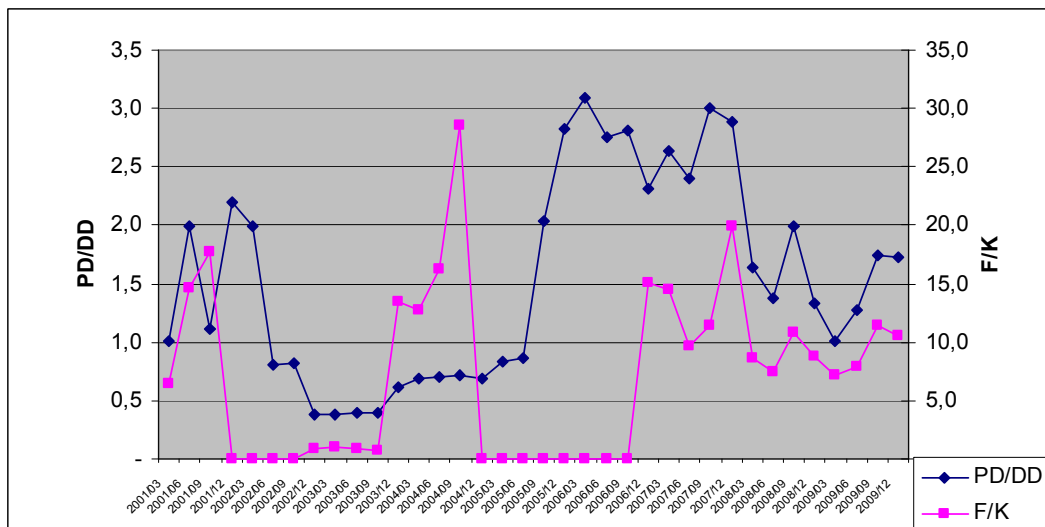
3.2.2.1. FİRMA 1 YAPI VE KREDİ BANKASI (YKBNK)

Şekil 23’de Yapı ve Kredi Bankası’nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 23. YKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 24’de ise Yapı ve Kredi Bankası’na ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



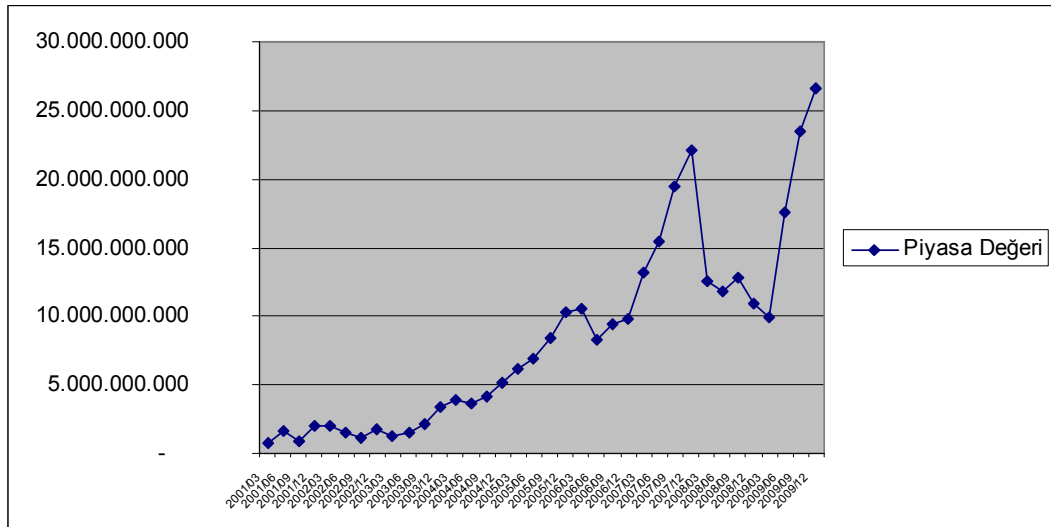
Şekil 24. YKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Mali Sektör endeksinde yer alan bankalardan seçtiğimiz 9 bankaya ait Piyasa değeri, F/K oranı ve PD/DD oranları karşılaştırılmıştır. Bankalara ait Firma değeri olmadığı için Piyasa Değeri ile karşılaştırma yapılmıştır.

Yapı ve Kredi Bankası'na ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, YKBNK'a ait Piyasa değerinin genel olarak artış gösterdiği görülmektedir. Aynı şekilde PD/DD oranı da Piyasa değeri ile paralel bir değişim göstermekte ancak oransal olarak çok büyük bir değişime sahip değildir. F/K oranı ile karşılaştırdığımızda ise yine piyasa değeri ile tam bir bağlantı kurulamamıştır.

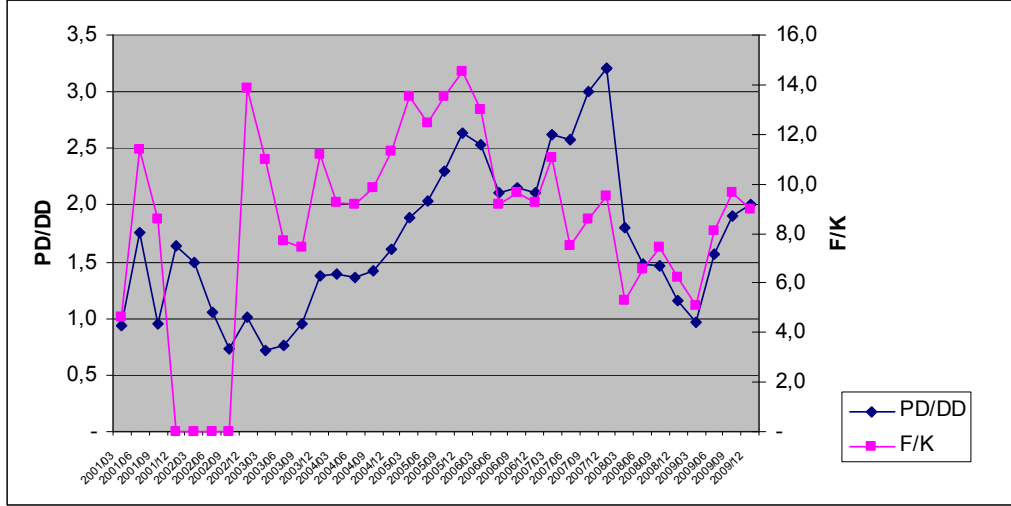
3.2.2.2. FİRMA 2 GARANTİ BANKASI (GARAN)

Şekil 25' de Garanti Bankası'nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 25. GARAN 2001/03- 2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 26’da ise Garanti Bankası’na ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

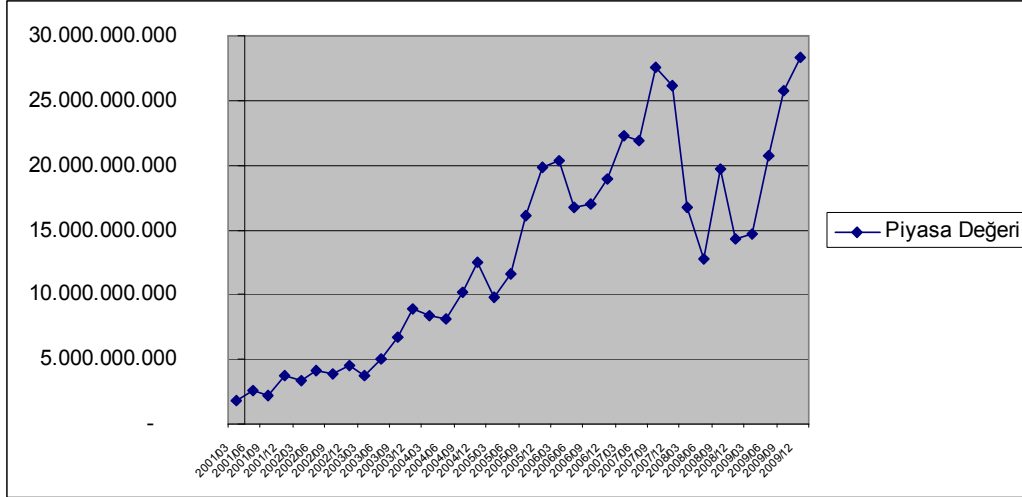


Şekil 26. GARAN 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Garanti Bankası’na ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa Değeri ile PD/DD oranı arasında tam olmasa da doğrusal bir ilişki olduğu, F/K oranı ile ise belli dönemlerde benzer değişim göstermelerine rağmen tam bir ilişki olmadığı görülmektedir.

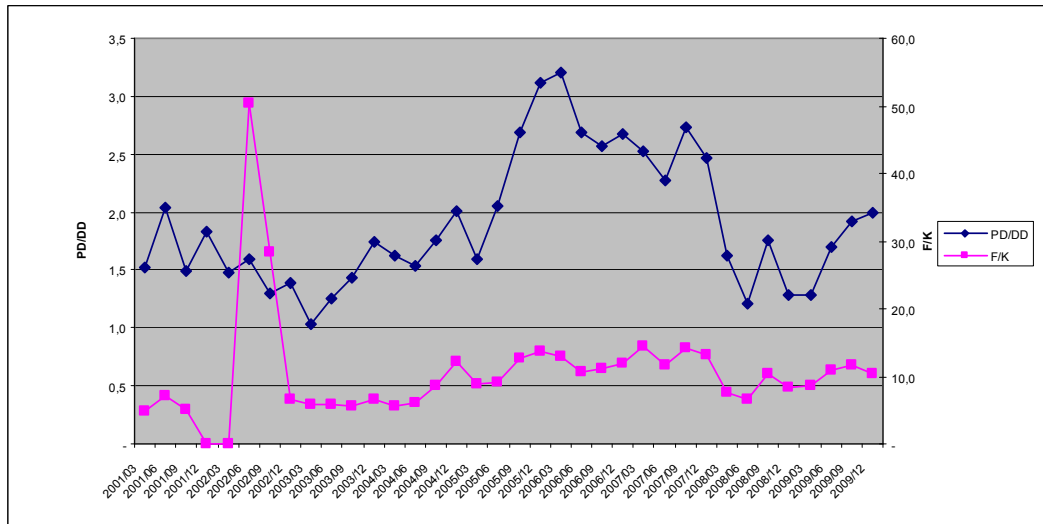
3.2.2.3. FİRMA 3 AKBANK (AKBNK)

Şekil 27’ da Akbank’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 27. AKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 28’de ise Akbank’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



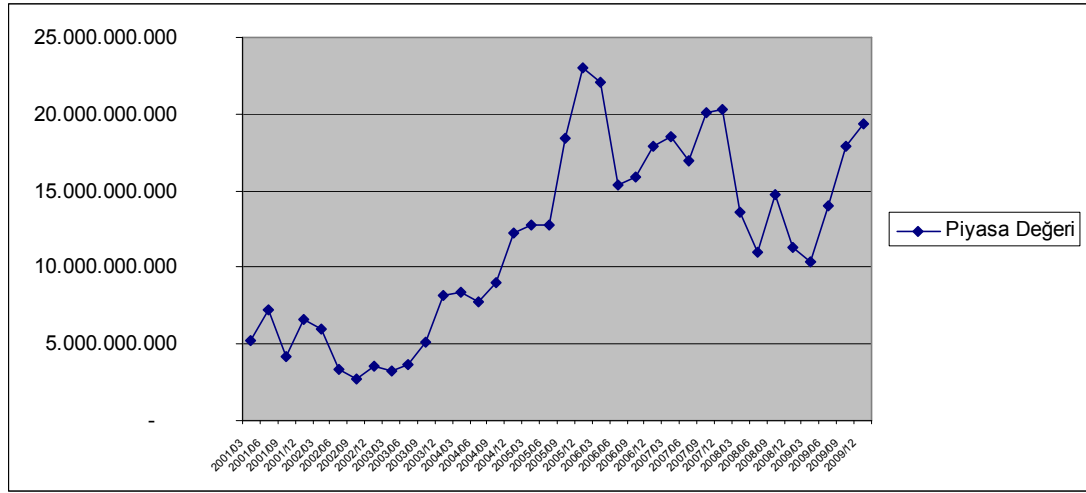
Şekil 28. AKBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Akbank’a ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa değeri ile PD/DD arasında doğrusal bir ilişki olduğu

görülmekte, F/K ile ise tam bir ilişki kurulamamıştır. Akbank'a ait hisse senedi fiyatlarının değişimine bakıldığında yine piyasa değerindeki değişimle aynı doğrultuda değişim gösterdiği görülmektedir.

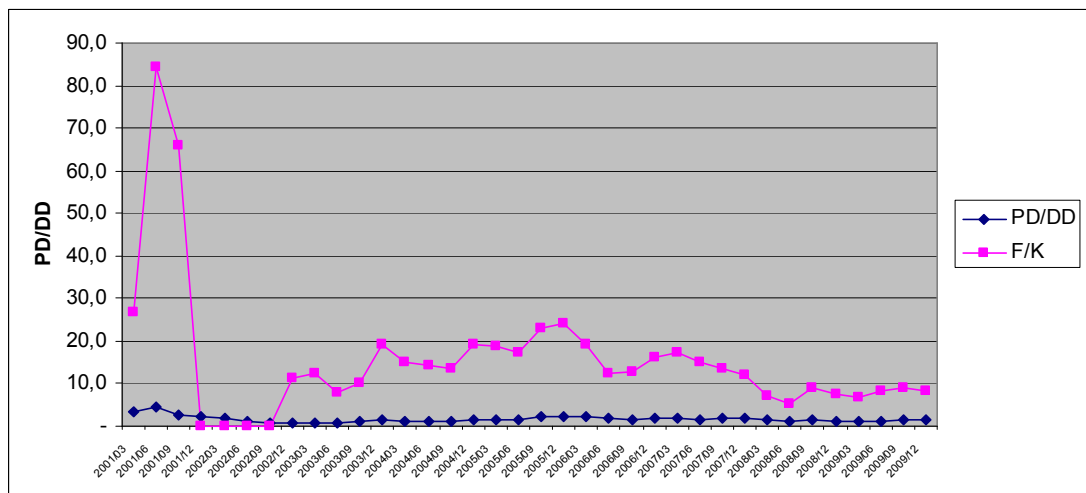
3.2.2.4. FİRMA 4 İŞBANKASI (ISCTR)

Şekil 29' da İş Bankası'nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 29. ISCTR 2001/03- 2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 30'da ise İş Bankası'na ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

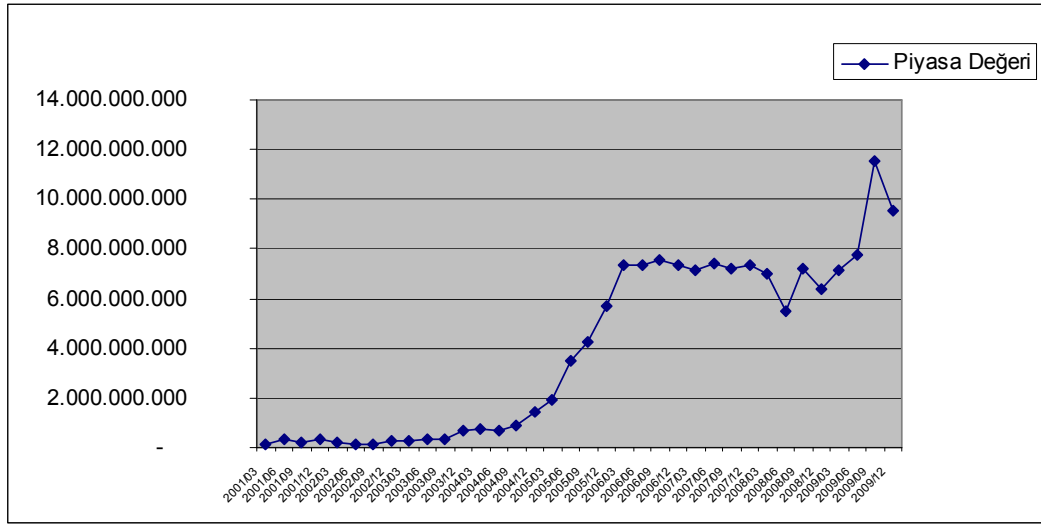


Şekil 30. ISCTR 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

İş Bankası'na ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa değeri değişim grafiğinin genel olarak artış gösterdiği görülmektedir. P/D ve F/K oranları ise aynı veri aralığında hareket ettiği, çok fazla değişmediği görülmektedir.

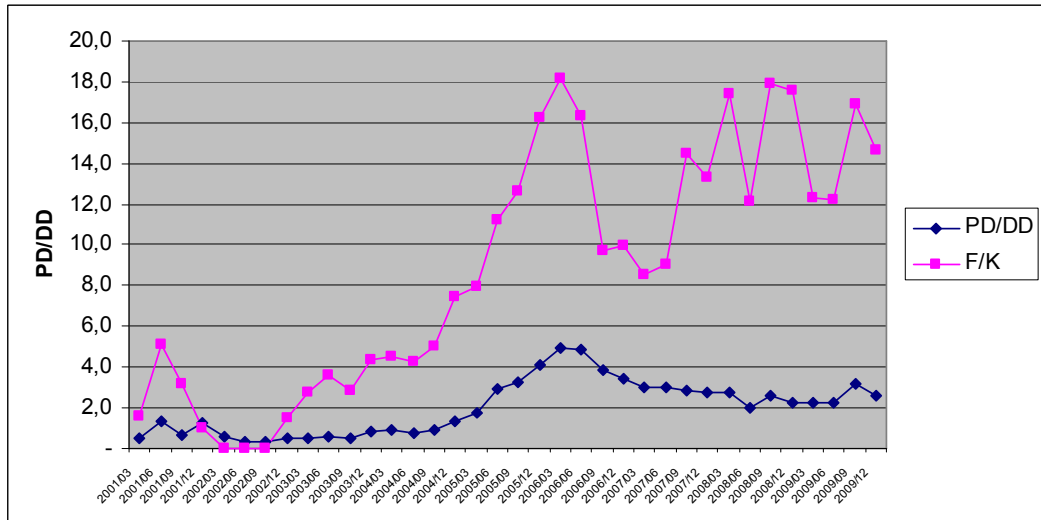
3.2.2.5. FİRMA 5 FİNANSBANK (FINBN)

Şekil 31' da Finansbank'ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 31. FINBN 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 32'da ise Finansbank'a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

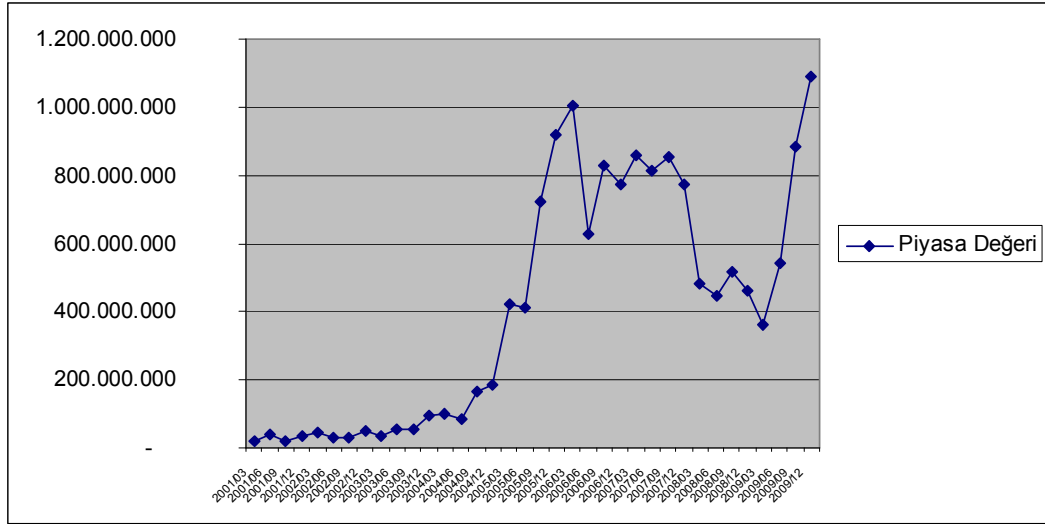


Şekil 32. FINBN 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Finansbank'a ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa değeri ile PD/DD arasında doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Burada F/K oranının en yüksek olduğu dönem olan 2006/03'a hem Piyasa değerinin hem de PD/DD değerinin de yükseldiği görülmektedir. Aynı şekilde F/K ile firma değeri arasında da pozitif yönde bir ilişki mevcuttur.

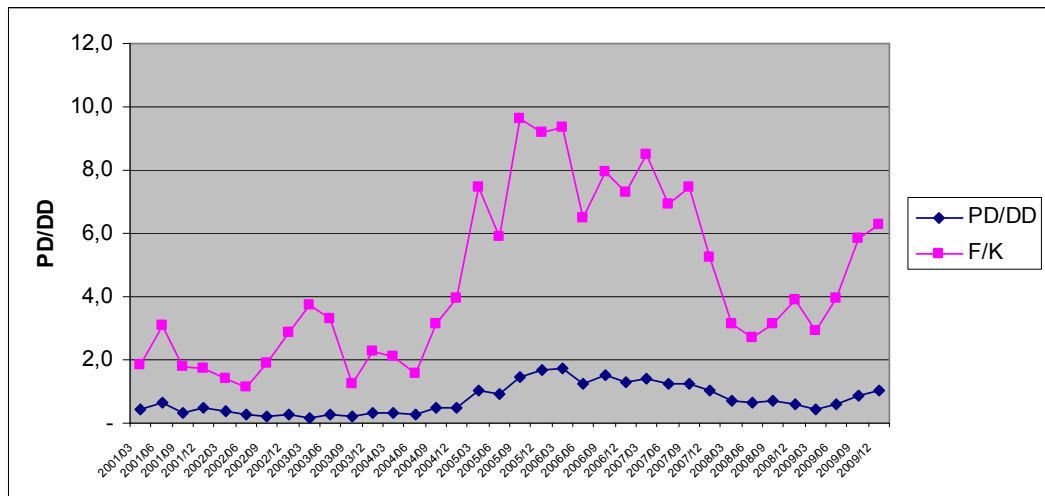
3.2.2.6. FİRMA 6 TSKB (TSKB)

Şekil 33'de TSKB'nin Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 33. TSKB 2001/03- 2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 34'da ise TSKB'a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

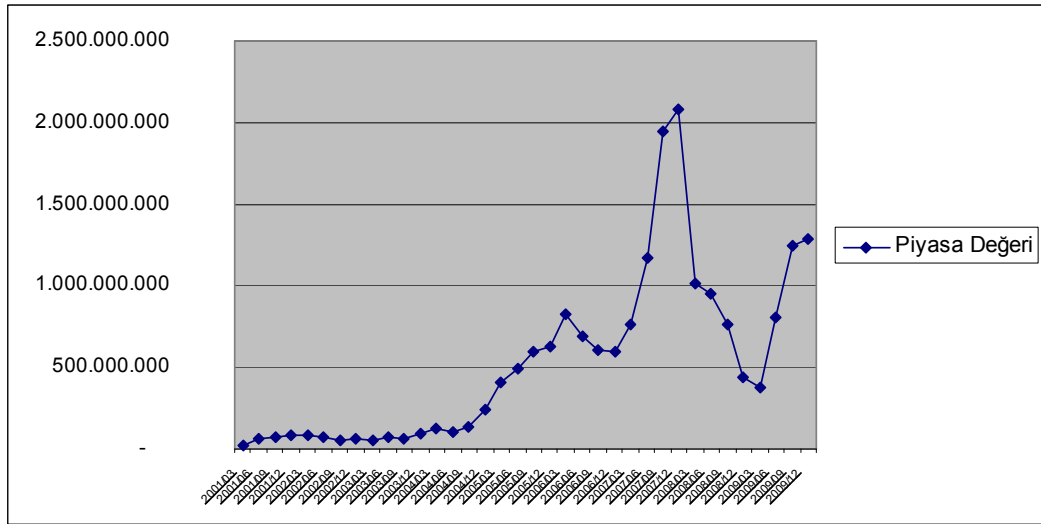


Şekil 34. TSKB 2001/03 - 2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

TSKB'na ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa değerindeki değişimle hem PD/DD hem F/K oranındaki değişimlerin çoğunlukla benzerlik gösterdiği görülmektedir. Ancak PD/DD orandaki artışlar ve azalışların Piyasa değerindeki artış ve azalışlar kadar yüksek oranlarda olmadığı görülmektedir. F/K ile karşılaştırıldığında çoğunlukla negatif ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir.

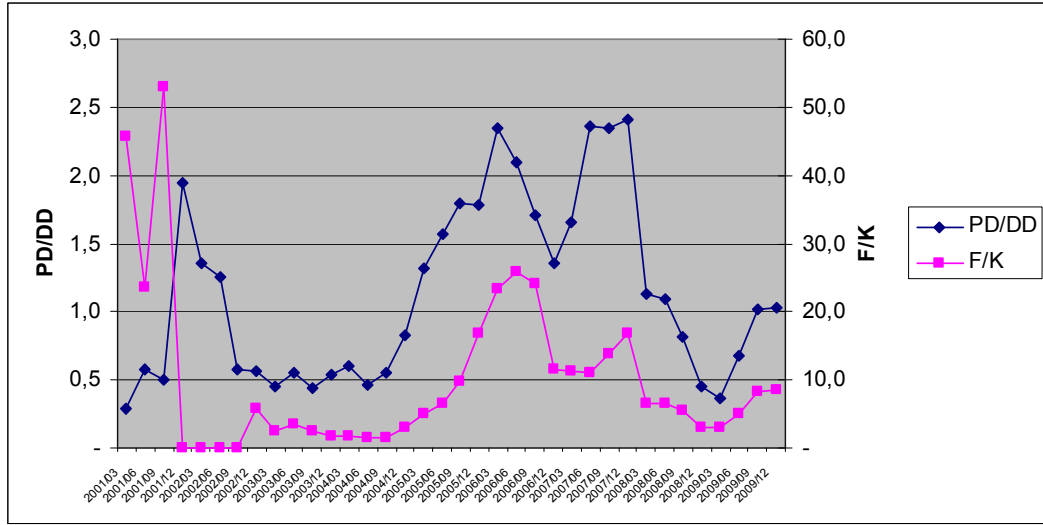
3.2.2.7. FİRMA 7 ŞEKERBANK (SKBNK)

Şekil 35' de Şekerbank'ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 35. SKBNK 2001/03- 2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 36’da ise Şekerbank’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

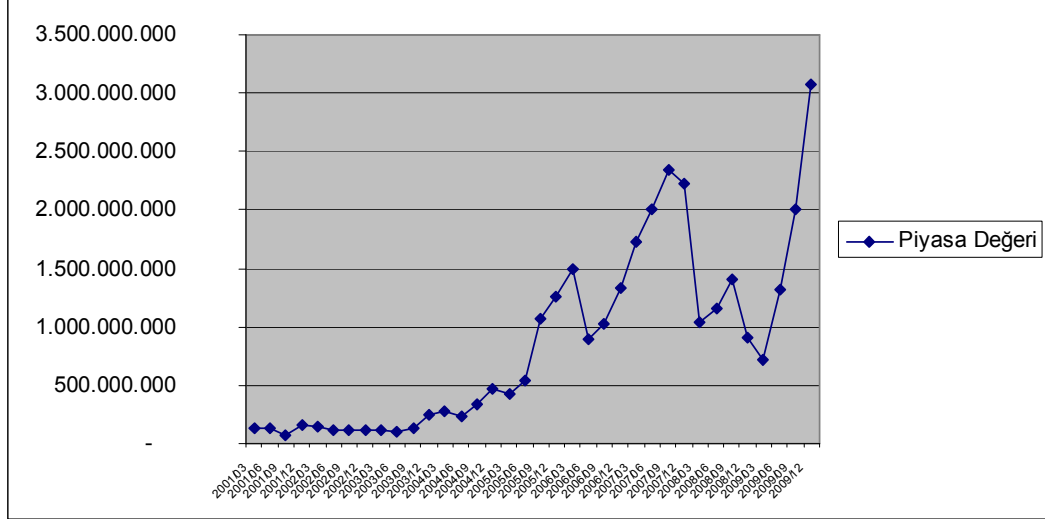


Şekil 36. SKBNK 2001/03 - 2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Şekerbank’a ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa Değeri ile PD/DD oranında doğrusal bir ilişki mevcuttur. Bununla birlikte F/K oranı da Piyasa değeri oranı ile benzer bir değişim göstermektedir. Grafiklere bakıldığında F/K oranının en yüksek seviyeden en düşük seviyeye düştüğü 2001/12 ayında Piyasa değerinde bir artış olduğu da yine Piyasa değeri ile F/K arasında tam bir ilişki kurulamadığını göstermektedir.

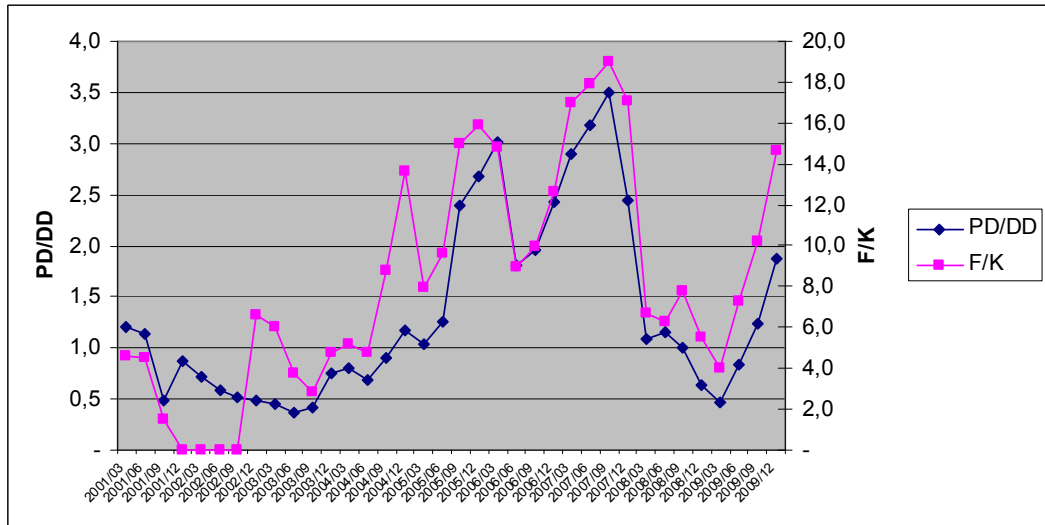
3.2.2.8. FİRMA 8 TEB (TEBNK)

Şekil 37’ de TEB’in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 37. TEBNK 2001/03-2009/12 Dönemi Piyasa Değeri Değişim Grafiği

Şekil 38’de ise TEB’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



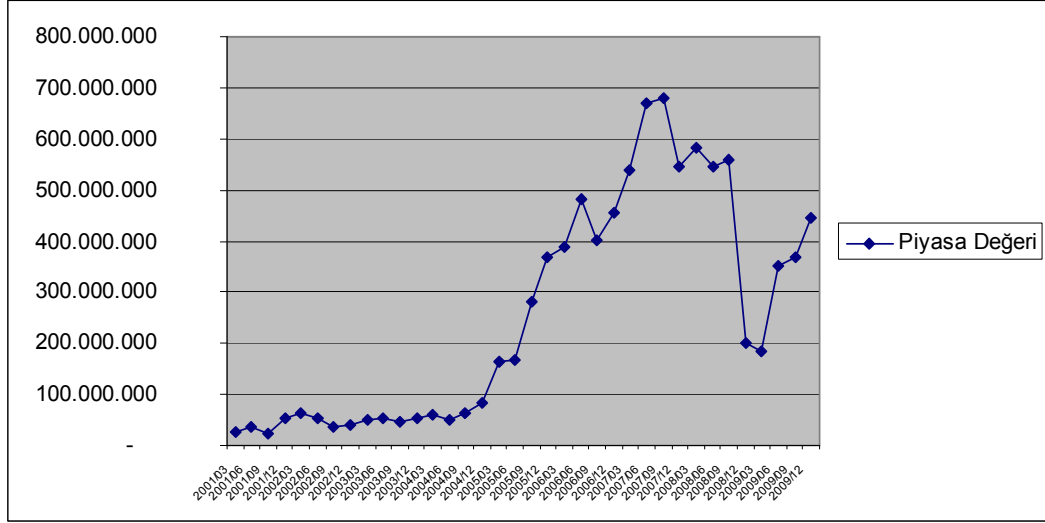
Şekil 38. TEBNK 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

TEB’e ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Piyasa değerindeki değişim ile hem PD/DD hem de F/K oranında benzer bir değişim ilişkisi olduğu görülmektedir. F/K oranının en yüksek olduğu

2005/12 ayında Piyasa değeri oranı en yükseğe yakın bir değerde olduğu, PD/DD oranının ise en yüksek değerde olduğu görülmektedir.

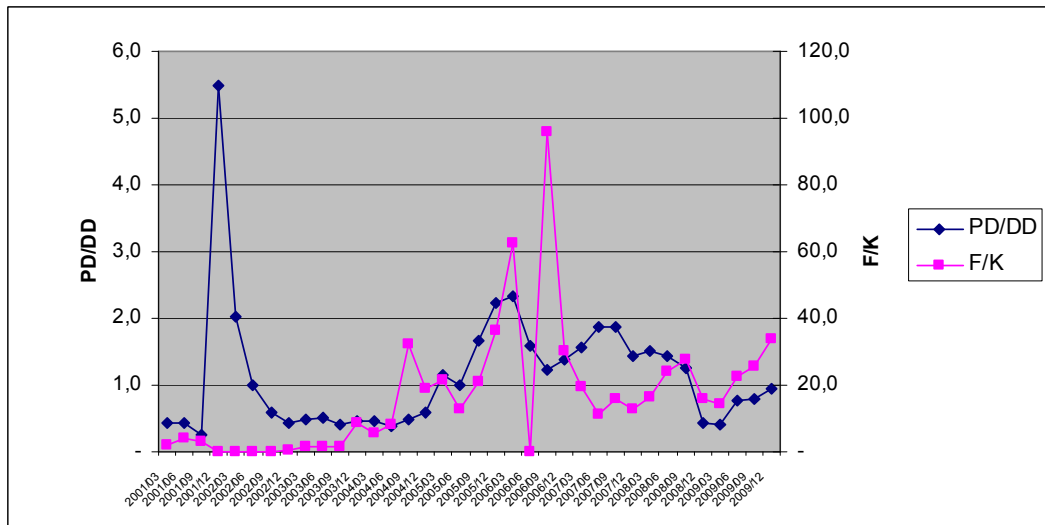
3.2.2.9. FİRMA 9 TEKSTİLBANK (TEKST)

Şekil 39’ da Tekstilbank’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 39. TEKST 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 40’da ise Tekstilbank’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



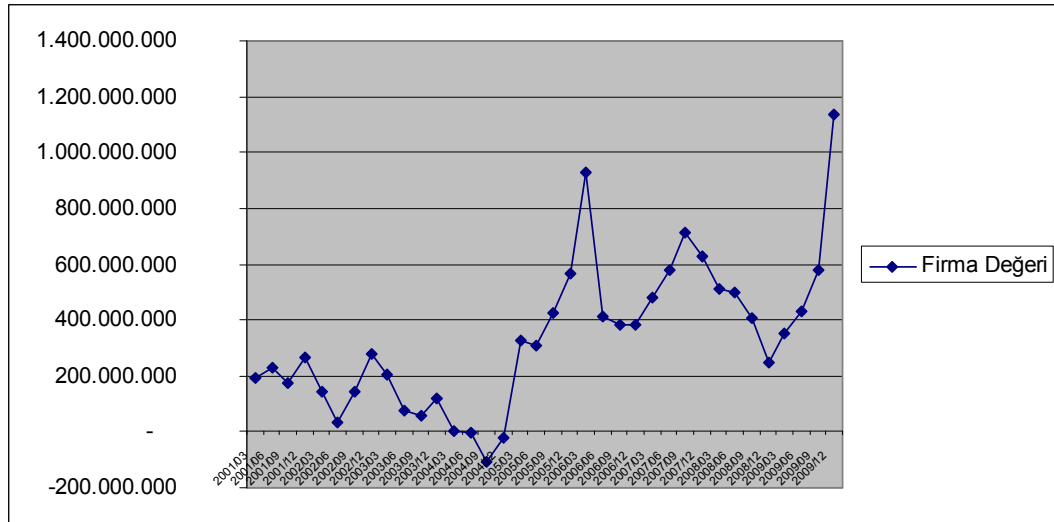
Şekil 40. TEKST 2001/03 - 2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Tekstilbank’a ait Piyasa Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, diğer banka grafiklerinden farklı olarak Piyasa değeri ile PD/DD arasında tam bir ilişki kurulamamıştır. PD/DD değerinin en yüksek olduğu 2001/12 döneminde Piyasa değeri en yüksek değerde değildir. F/K oranıyla karşılaştırıldığında da yine tam bir ilişki kurulamamıştır.

3.2.3. Teknoloji Sektörü

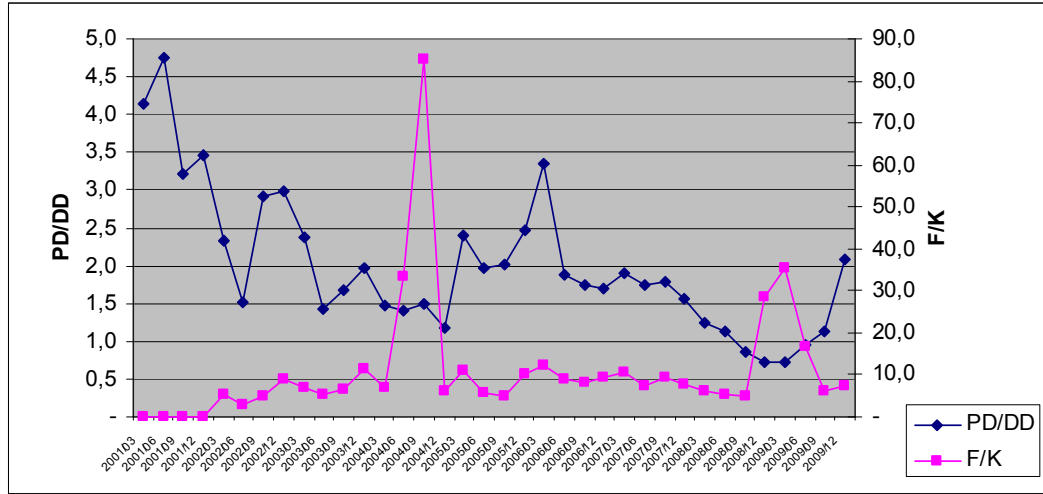
3.2.3.1. FİRMA 1 ASELSAN (ASELSA)

Şekil 41’ da Aselsan’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 41. ASELSA 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 42’da ise Aselsan’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



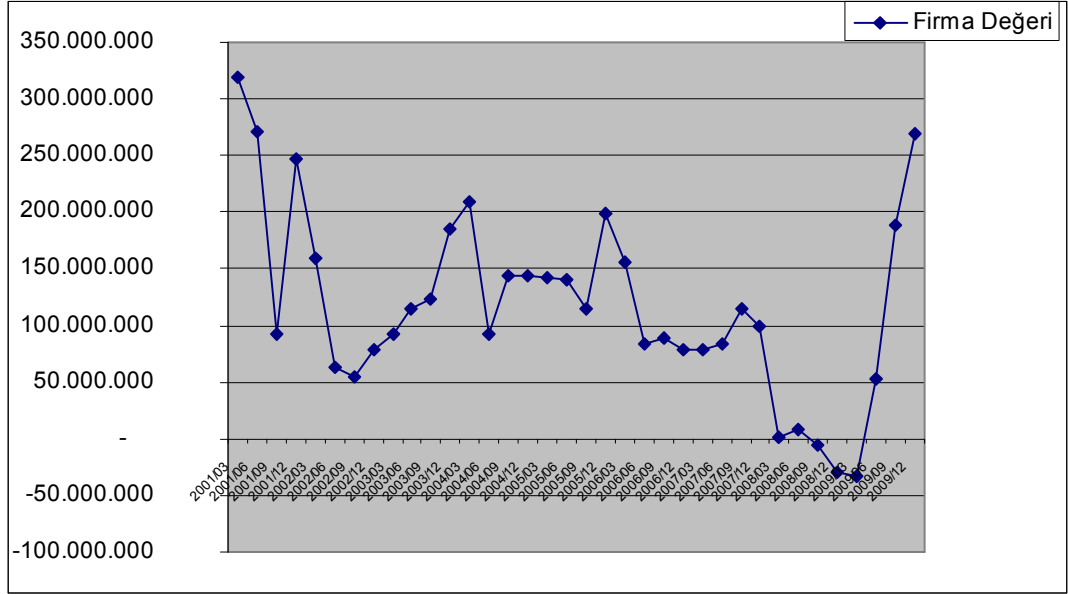
Şekil 42. ASELSA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Teknoloji Sektörü endeksinde yer alan firmalardan seçtiğimiz 8 firmaya ait Piyasa değeri, F/K oranı ve PD/DD oranları karşılaştırılmıştır.

Aselsan’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değerinin 2004/09 ayında negatif değere düştüğü ve sonrasında hızla yükseldiği görülmektedir. Firma değeri ile aynı şekilde değişim gösteren fiyat hareketinin ise diğer dönemlerde firma değeri ile paralel ancak 2004/09 döneminde yükseliş gösterdiği görülmektedir. PD/DD oranı ise firma değeri ile doğrusal bir ilişkiye sahip olduğu görülmekte, yine F/K oranına ait değişim grafiğinde ise firma değerinin en düşük olduğu 2004/09 döneminde F/K oranının en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir.

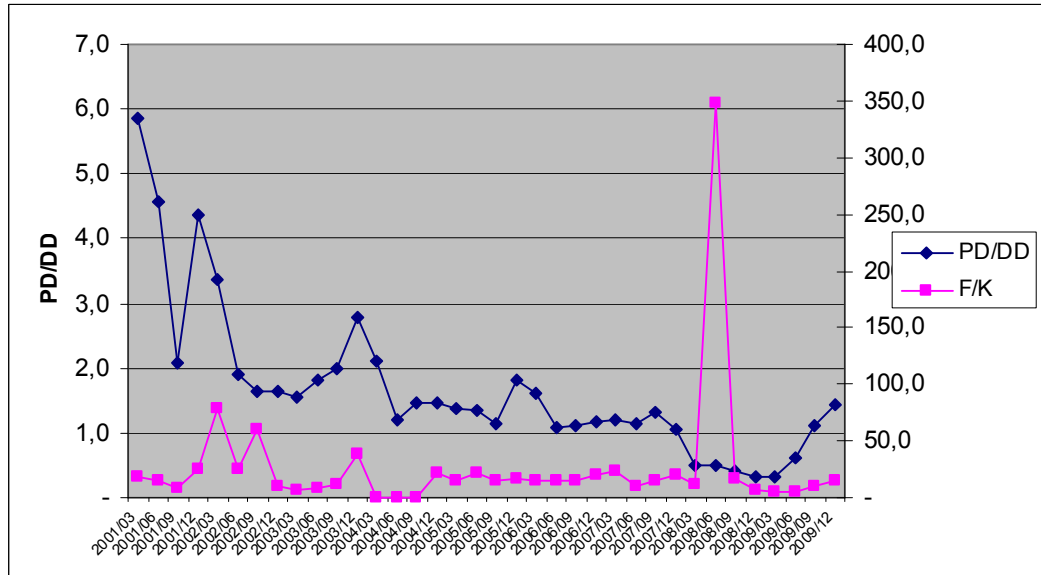
3.2.3.2. FİRMA 2 NETAŞ (NETAS)

Şekil 43’ da Netaş’ın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 43. NETAS 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 44’da ise Netaş’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

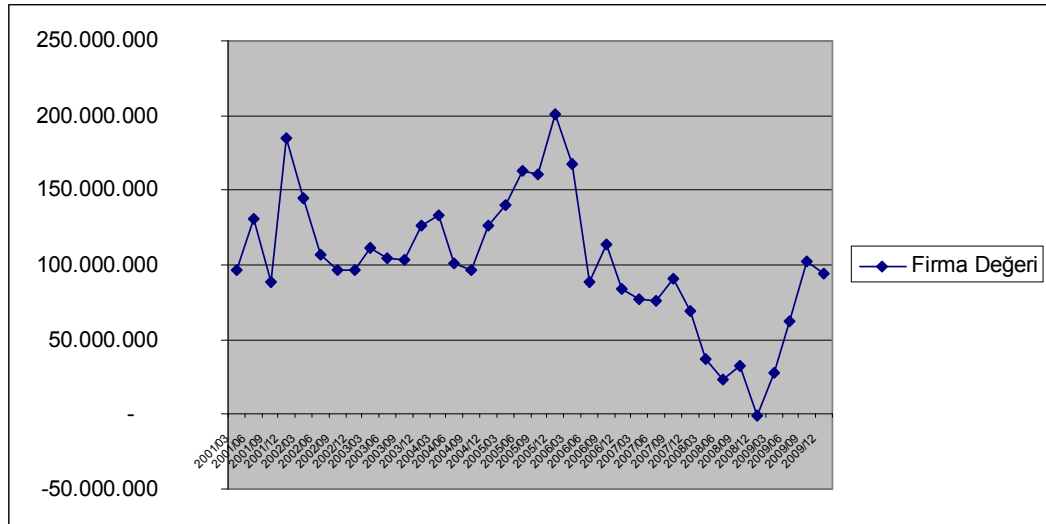


Şekil 44. NETAS 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Netaş'a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiğinin PD/DD oranının değişim grafiği ile benzer bir değişim gösterdiği, oransal olarak firma değeri değişiminin daha büyük olduğu görülmektedir. F/K oranı değişim grafiğinde ise F/K oranının en yüksek seviyeye ulaştığı 2008/06 ayında firma değerinde büyük bir değişiklik gözlenmemektedir.

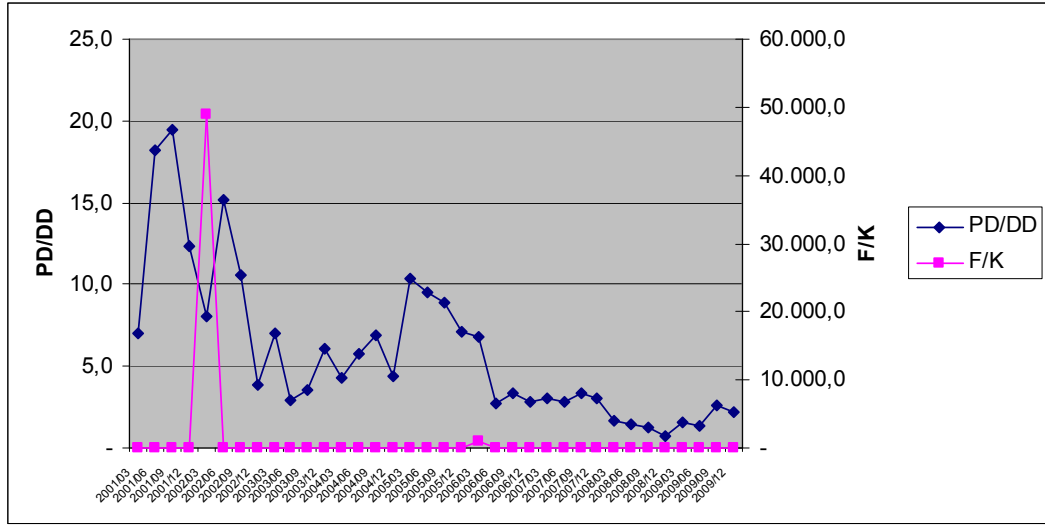
3.2.3.3. FİRMA 3 ALCATEL (ALCTL)

Şekil 45' de Alcatel'in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 45. ALCTL 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 46'da ise Alcatel'e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

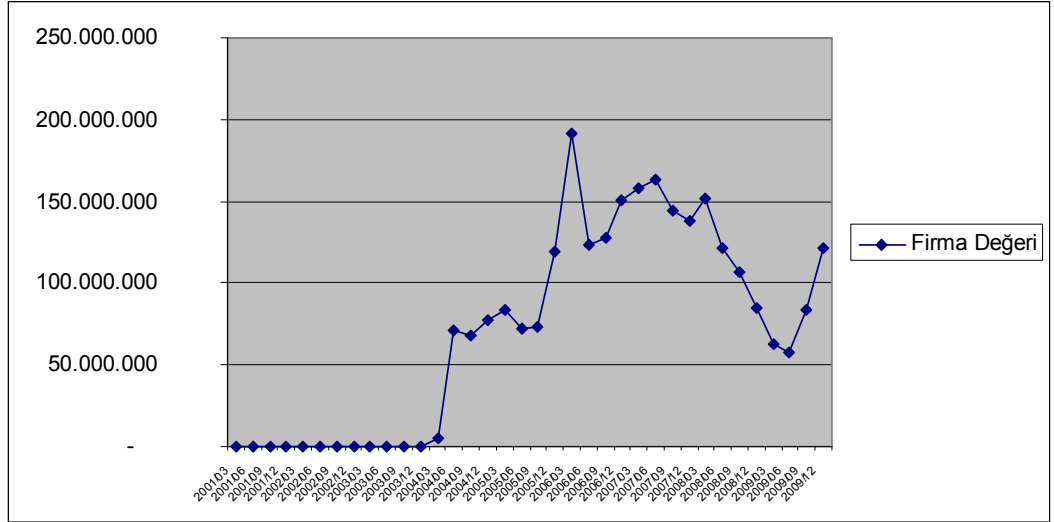


Şekil 46. ALCTL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Alcatel'e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiği ile PD/DD oranı değişim grafiğinin paralellik gösterdiği görülmektedir. F/K oranı değişim grafiğine bakıldığında ise 2002/03 ayında en yüksek seviyesine ulaşan F/K oranı, diğer yıllarda Alcatel firmasının şirket karı yansıtamamasından dolayı değer göstermemektedir. Yine F/K oranı değişimi ile firma değeri değişimi arasında bir ilişki kurulamamaktadır.

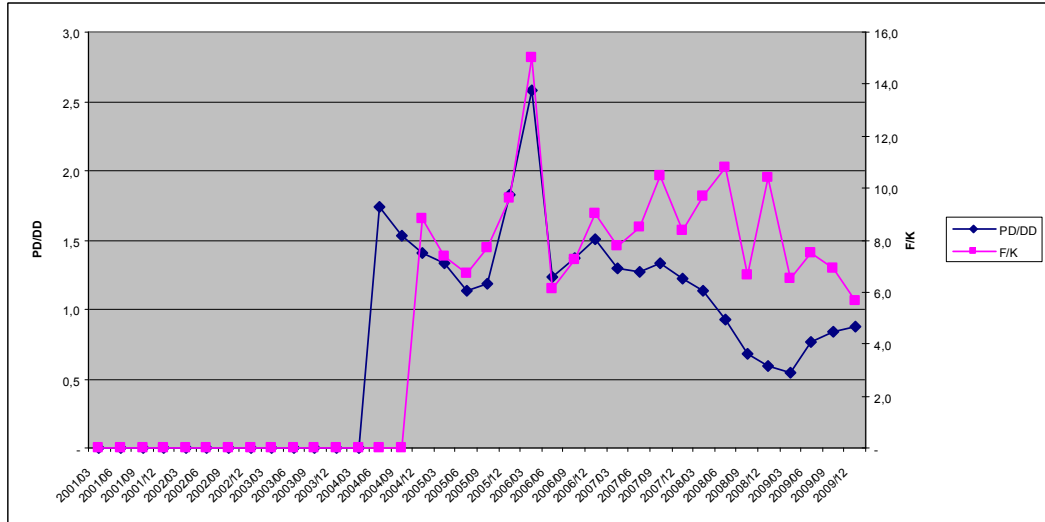
3.2.3.4. FİRMA 4 INDES (INDES)

Şekil 47’ da Indes’in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 47. INDES 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 48’de ise Indes’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



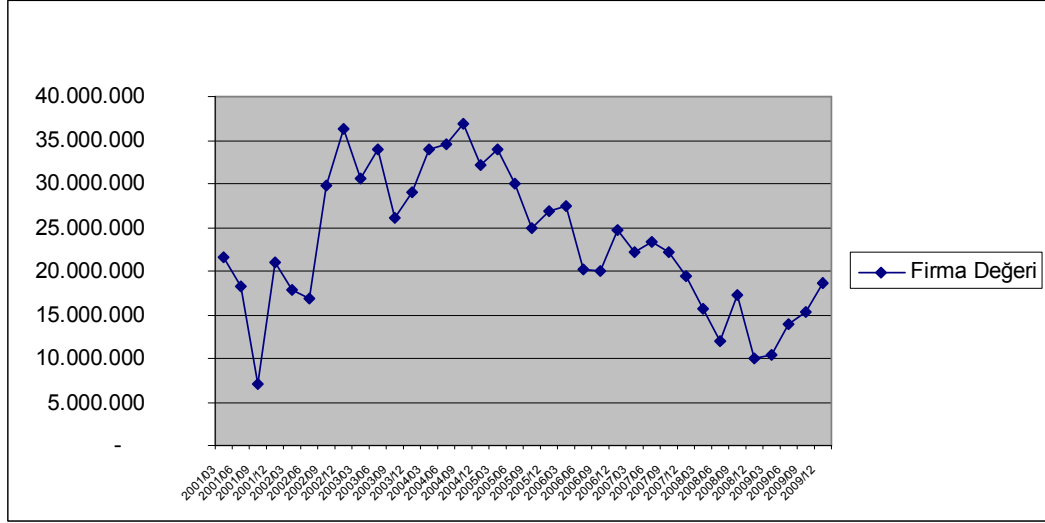
Şekil 48. INDES 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Indes’e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, 2004/03 ayında halka açılan şirket, bu tarihten sonra oluşan Firma değeri değişim grafiği PD/DD ile benzer değişim göstermektedir. F/K oranı ise

2007/09 dönemine kadar Firma değeri değişimi ile benzer bir değişim gösterirken, bu dönemden sonra benzerlik göstermemektedir.

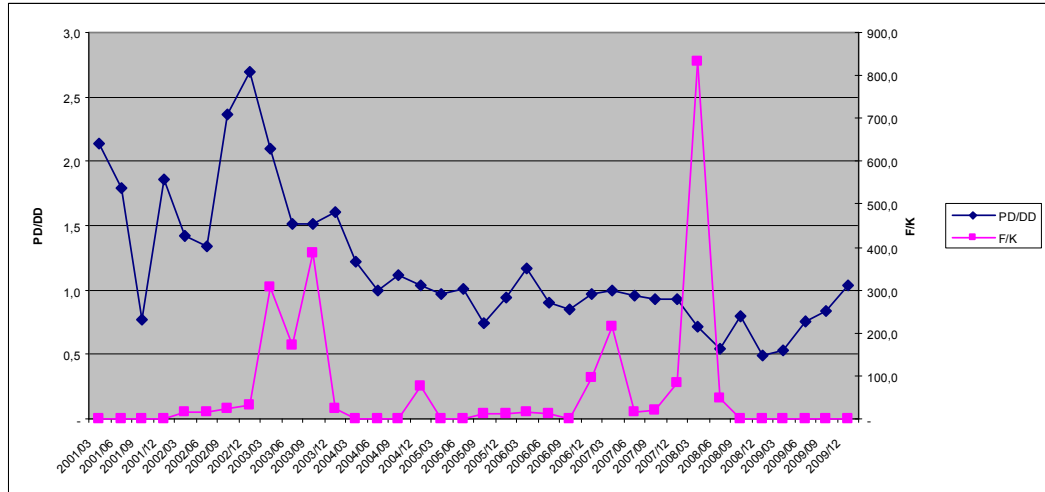
3.2.3.5. FİRMA 5 ESCOM (ESCOM)

Şekil 49’da Escom’un Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 49. ESCOM 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 50’de ise Escom’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

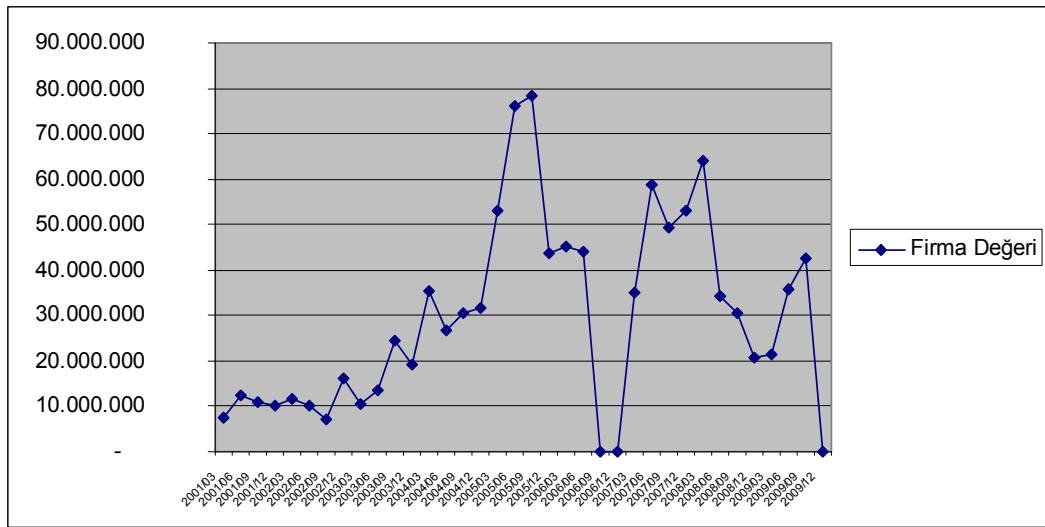


Şekil 50. ESCOM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Escom'a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri ile PD/DD oranı benzer bir değişim gösterirken, F/K oranı ile firma değeri arasında bir bağlantı kurulamamaktadır. F/K oranının en yüksek seviyeye ulaştığı 2008/03 ayında Firma değerinde düşüş görülmektedir.

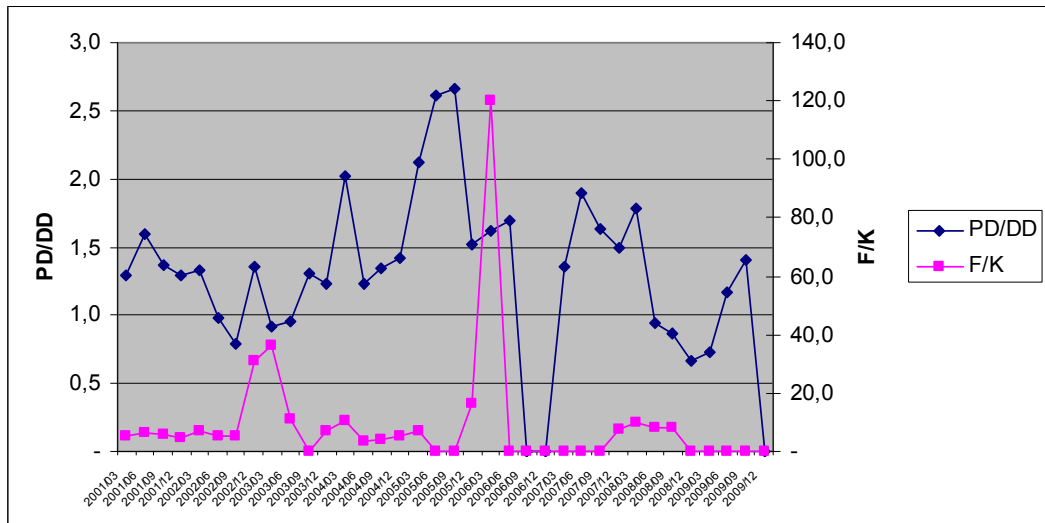
3.2.3.6. FİRMA 6 LOGO (LOGO)

Şekil 51' da Logo'nun Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 51. LOGO 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 52'da ise Logo'ya ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



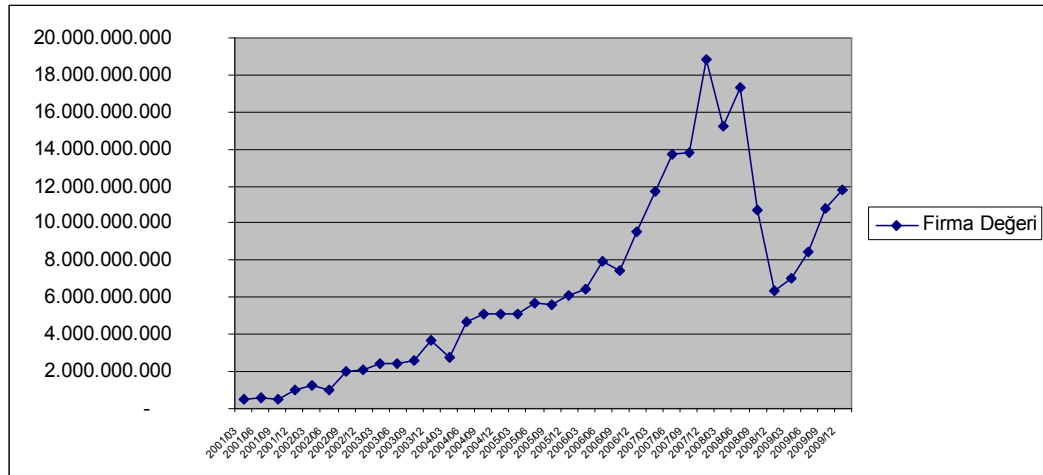
Şekil 52. LOGO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Logo'ya ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiğinin 2005/09 dönemine kadar yükseliş eğiliminde olduğu, bu dönemden sonra hızla düştüğü, 2007/03 döneminden sonra yükseliş gösterdiği sonrasında ise yeniden düşüş gösterdiği görülmektedir. PD/DD oranı ise Firma değeri ile benzer bir değişim gösterdiği, F/K oranı ile bir bağlantı kurulamamaktadır.

3.2.4. Hizmet Sektörü

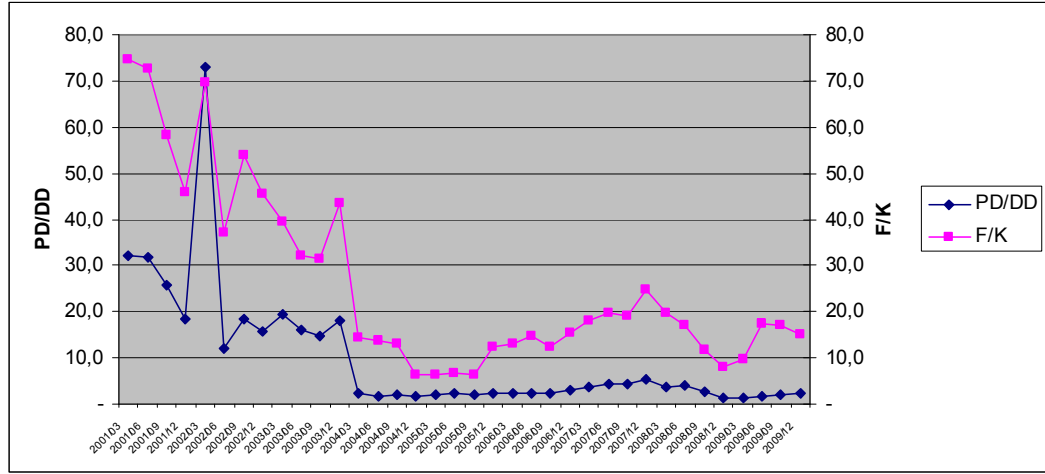
3.2.4.1. FİRMA 1 ENKA (ENKA)

Şekil 53'de Enka'nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 53. ENKA 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 54’de ise Enka’ya ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

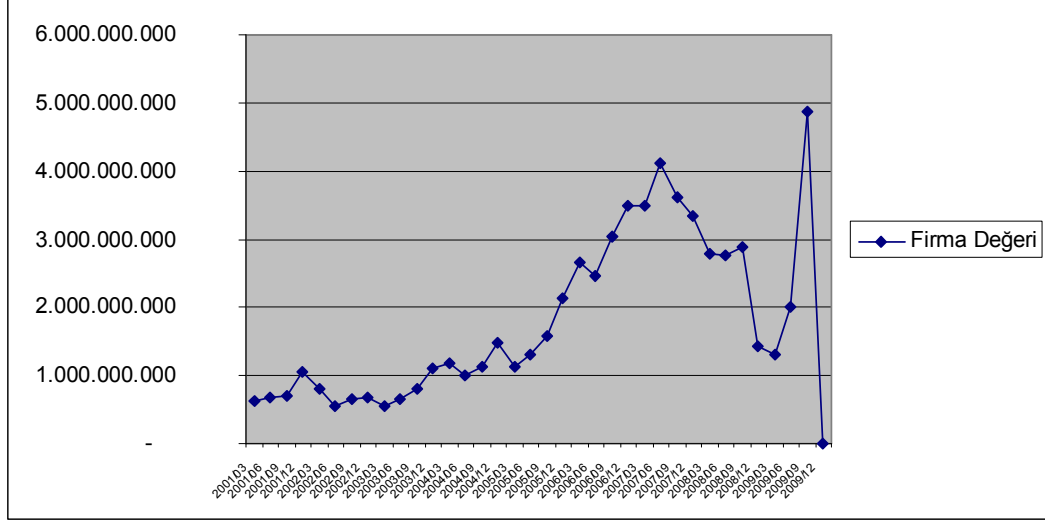


Şekil 54. ENKA 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafığı

Enka’ya ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişimi ile PD/DD oranı benzer ancak negatif bir ilişki göstermektedir. PD/DD değerinin en yüksek olduğu 2002/03 döneminde firma değerinde benzer bir değişim görülmemiştir. Aynı durum F/K oranı için de geçerli olup, en yüksek seviyeye ulaştığı 2002/03 döneminde firma değeri ile bir bağlantı kurulamamış olup, ilişki çoğunlukla negatif yöndedir.

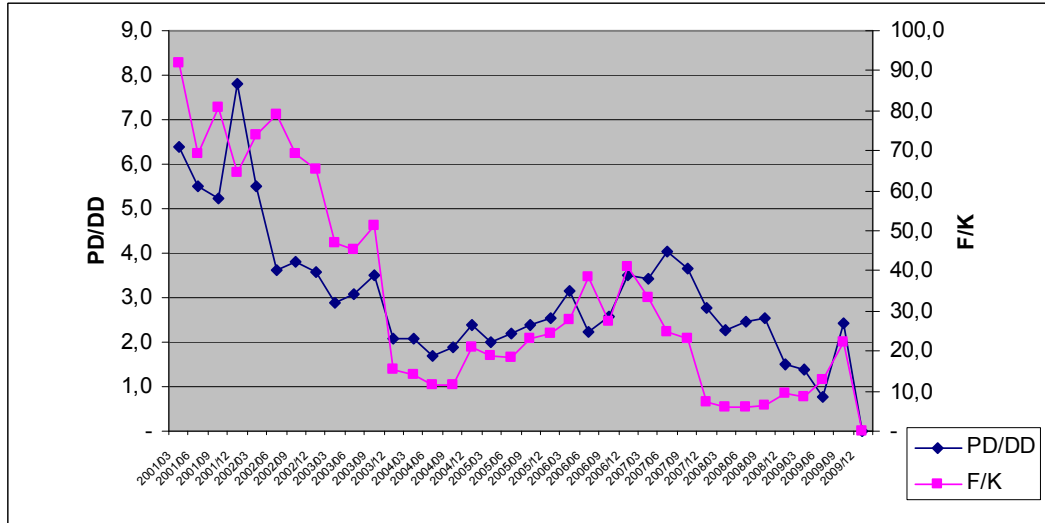
3.2.4.2. FİRMA 2 MİGROS (MGROS)

Şekil 55’de Migros’un Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 55. MGROS 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 56’da ise Migros’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



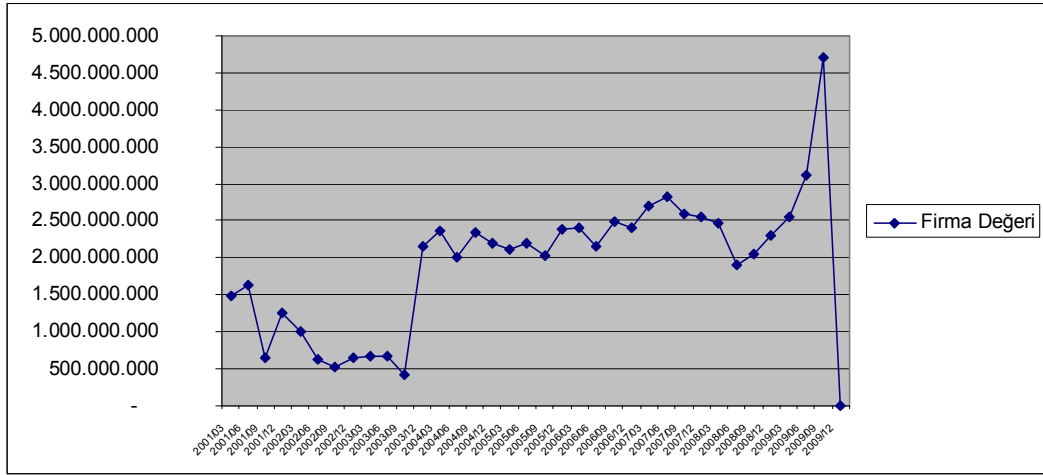
Şekil 56. MGROS 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Migros’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiğinin yıllar itibariyle genel olarak artış gösterdiği görülmektedir. PD/DD oranı ile karşılaştırıldığında, 2001/12 dönemine

kadar ters ilişki gösterdikleri, bu tarihten sonra ise doğrusal bir ilişki gösterdikleri görülmektedir. F/K oranı değişimi ile ise bir bağlantı kurulamamıştır.

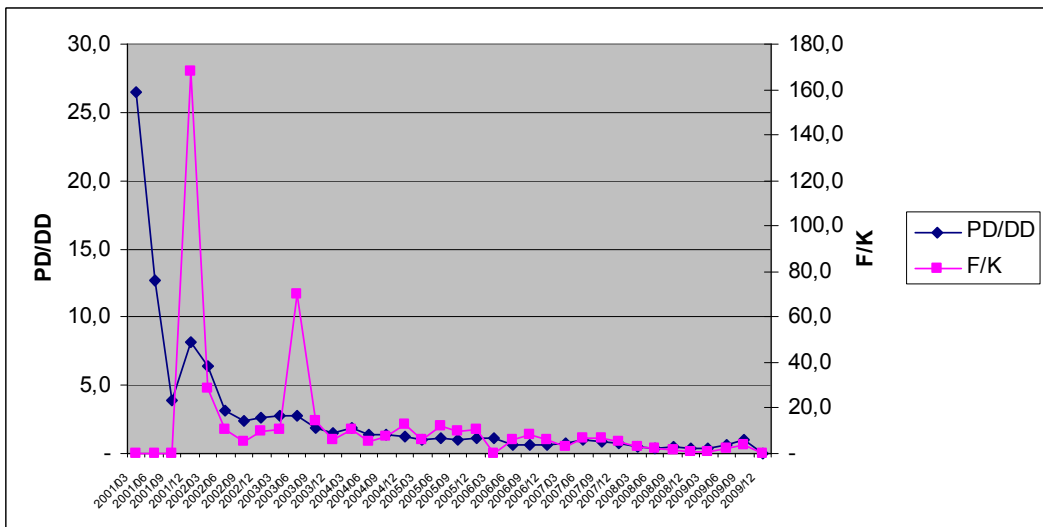
3.2.4.3. FİRMA 3 TÜRK HAVA YOLLARI (THYAO)

Şekil 57’de Türk Hava Yolları’nın Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 57. THYAO 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 58’de ise Türk Hava Yolları’na ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

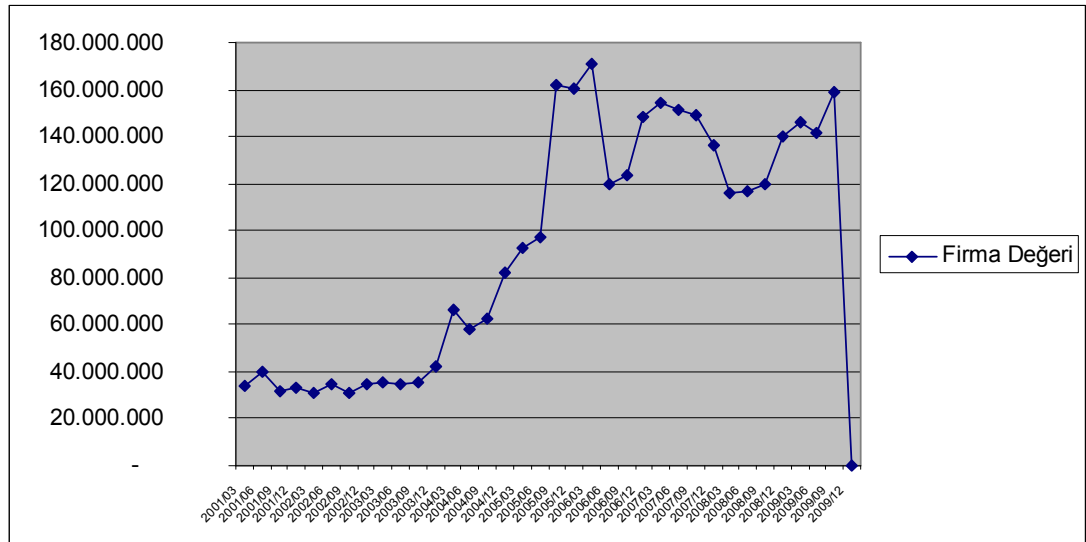


Şekil 58. THYAO 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Türk Hava Yolları'na ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiği ile PD/DD arasında benzer bir değişim ilişkisinin olduğu görülmektedir. F/K oranı ile Firma değeri arasında bir bağlantı kurulamamasına rağmen, 2001/12 döneminde F/K oranının en yüksek seviyeye ulaştığı, yine bu dönemde Firma değerinin de artış gösterdiği görülmektedir.

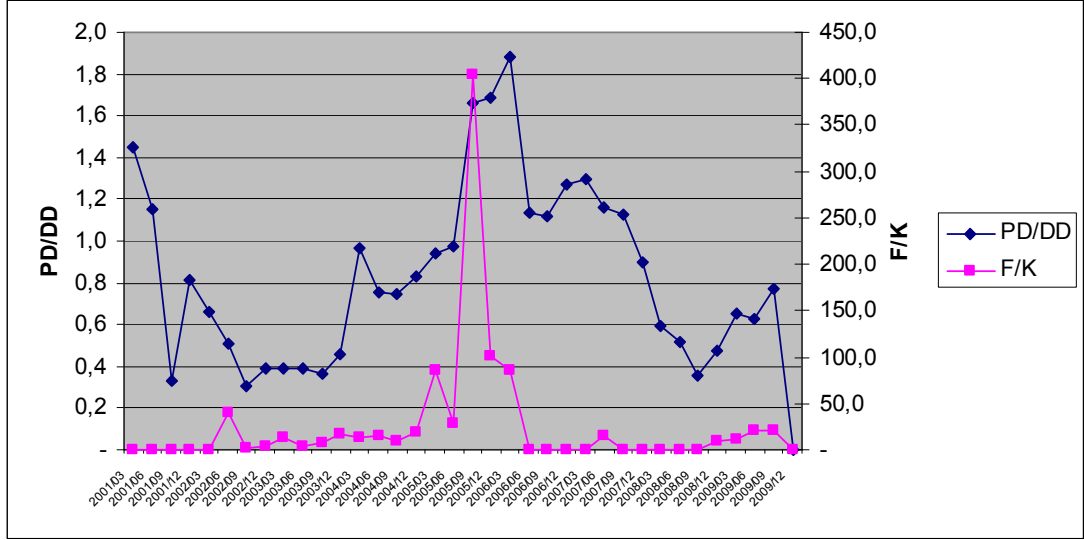
3.2.4.4. FİRMA 4 MARTI OTEL (MARTI)

Şekil 59'da Martı Otel'in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 59. MARTI 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 60'da ise Martı Otel'e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

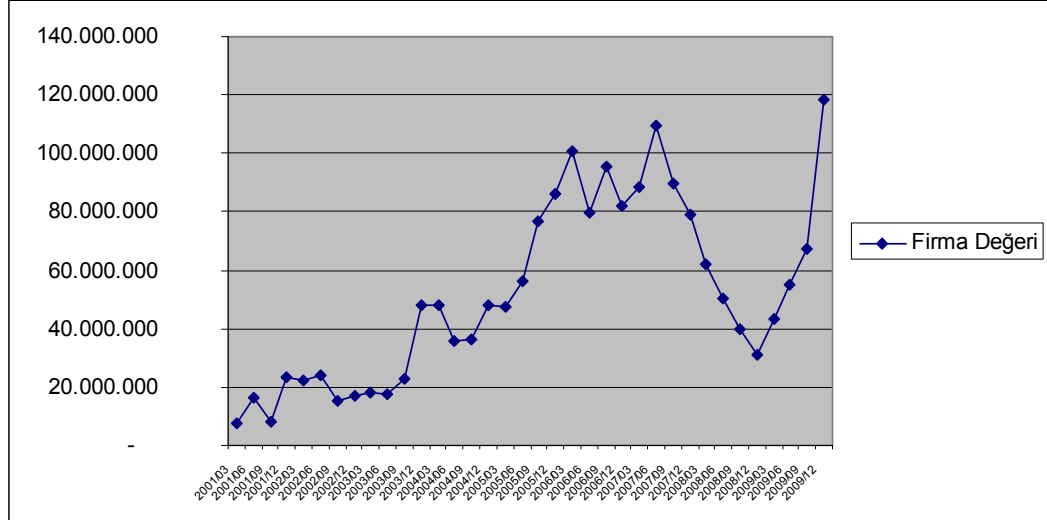


Şekil 60. MARTI 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Martı Otel'e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, firma değeri değişimi ile PD/DD değişimi arasında 2002/06 dönemine kadar tam bir bağlantı kurulamamakta, bu tarihten sonra ise benzer bir değişim gösterdikleri görülmektedir. F/K oranı ile karşılaştırdığımızda ise, tam bir bağlantı kurulamamakla beraber F/K oranının en yüksek seviyeye ulaştığı 2005/09 döneminde Firma değerinin de en yükseğe yakın bir seviyeye ulaştığı görülmektedir.

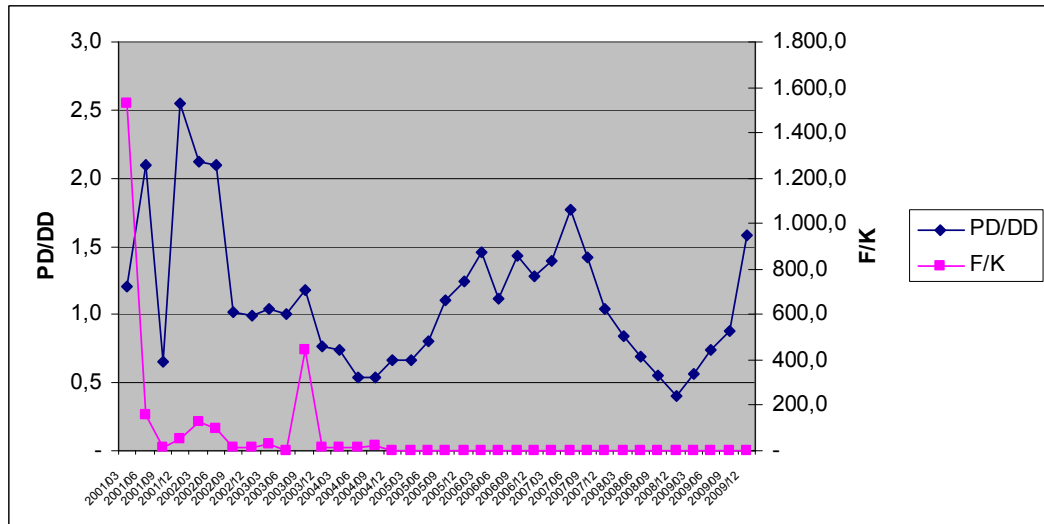
3.2.4.5. FİRMA 5 ALTINYUNUS ÇEŞME (AYCES)

Şekil 61’ da Altinyunus Çeşme’nin Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 61. AYCES 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 62’de ise Altinyunus Çeşme’ye ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

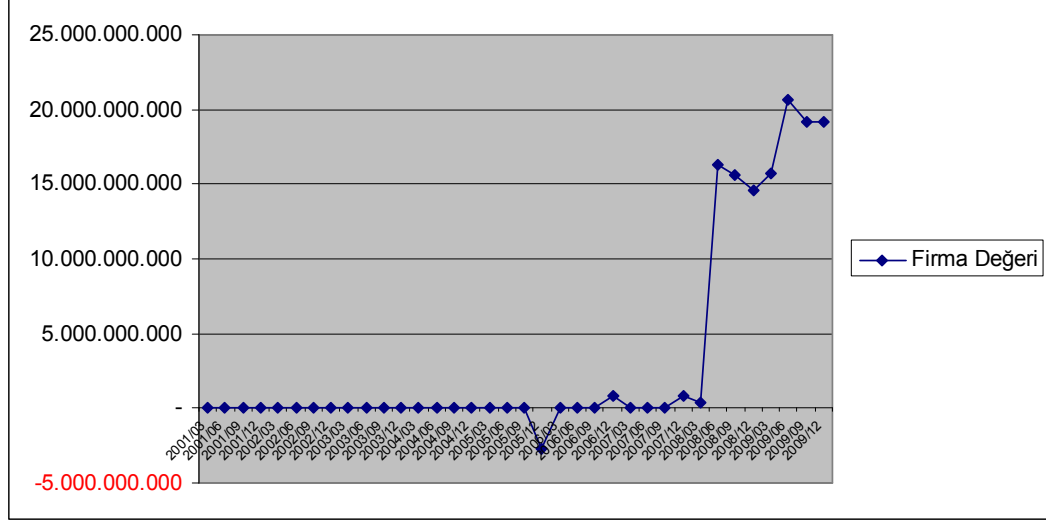


Şekil 62. AYCES 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Altinyunus Çeşme’ye ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişim grafiği ile PD/DD değişim grafiğinin benzer bir ilişki gösterdikleri ancak F/K oranı ile tam bir bağlantı kurulamadığı görülmektedir.

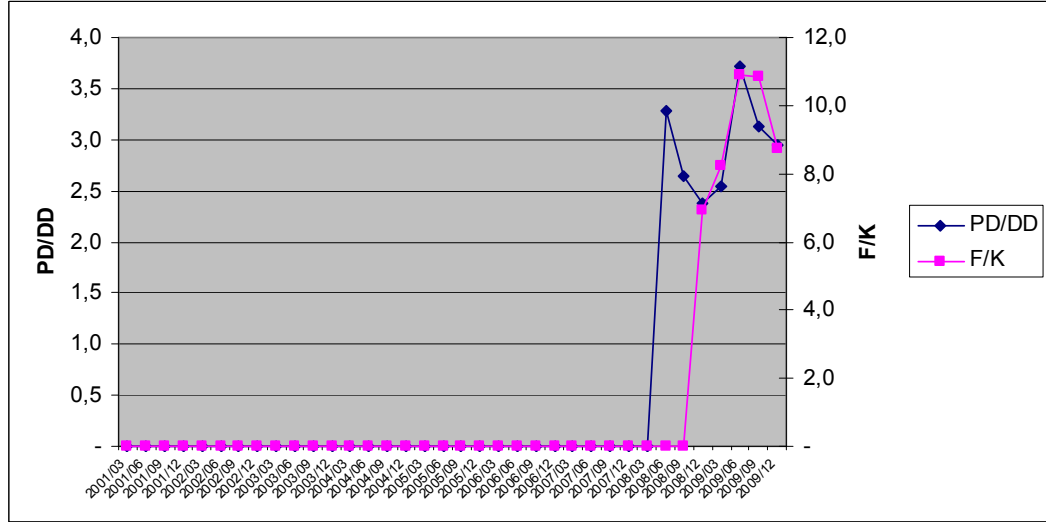
3.2.4.6. FİRMA 6 TÜRK TELEKOM (TTKOM)

Şekil 63’de Türk Telekom’un Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 63. TTKOM 2001/03- 2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 64’de ise Türk Telekom’a ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



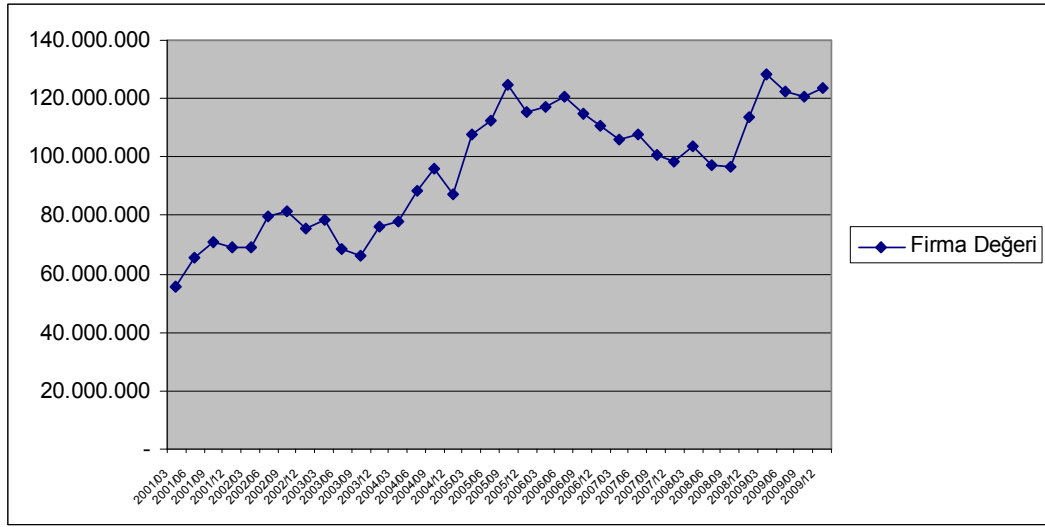
Şekil 64. TTKOM 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

2007 yılında halka açılan Türk Telekom’a ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Türk Telekom’a ait firma değeri, F/K ve PD/DD değerleri 2007/12 dönemine kadar olmadığı için veriler bu dönemden sonrası

için yorumlanabilir. 2008/06 döneminden sonra Firma değeri değişim grafiğinin hem PD/DD hem de F/K oranı ile benzer bir değişim gösterdiği görülmektedir.

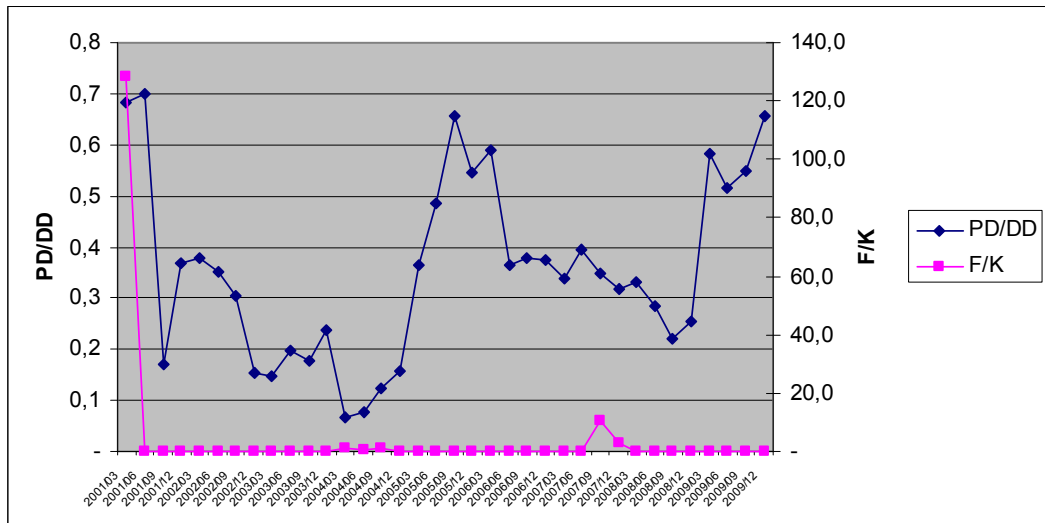
3.2.4.7. FİRMA 7 FAVORİ DİNLENME TESİSLERİ (FVORİ)

Şekil 65’de Favori Dinlenme Tesisleri’nin Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 65. FVORİ 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 66’da ise Favori Dinlenme Tesisleri’ne ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.

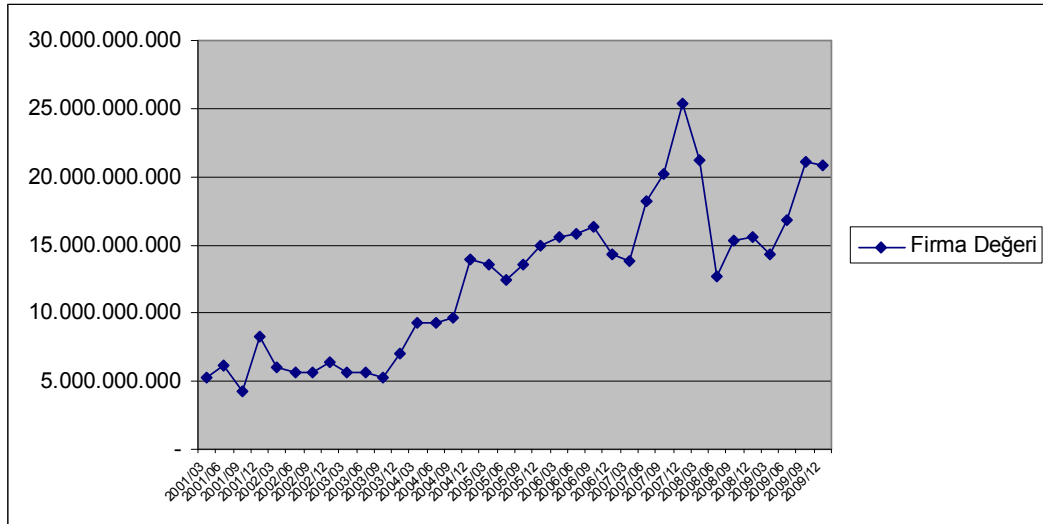


Şekil 66. FVORİ 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Favori Dinlenme Tesisleri'ne ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, Firma değeri değişiminin dönemler itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. PD/DD ile karşılaştırdığımızda ise, benzer bir ilişki gösterdikleri, F/K oranı ile ise bir bağlantı kurulamadığı görülmektedir. Çünkü firmaya ait F/K oranı sadece 4 dönemde mevcuttur, firma kar yaratamadığı için F/K oranı da yoktur.

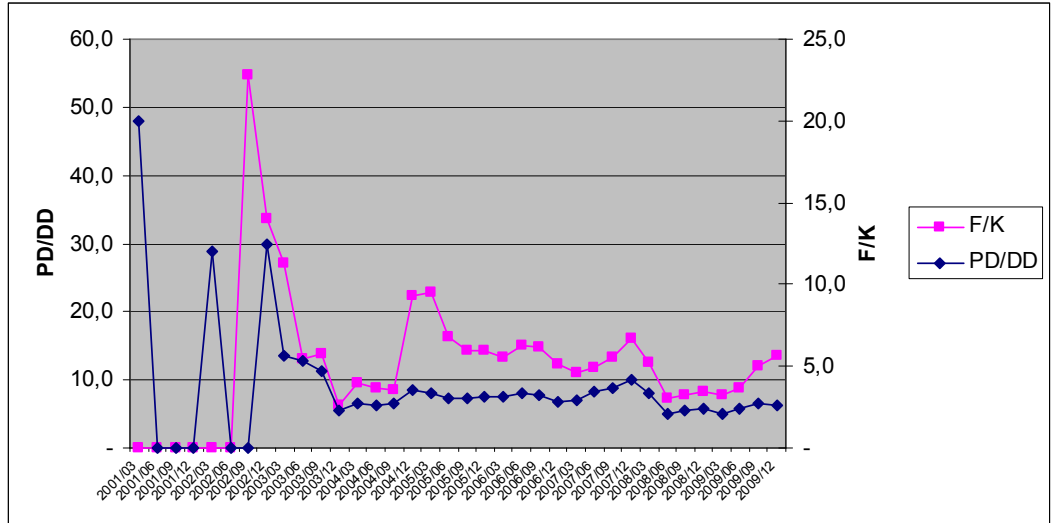
3.2.4.8. FİRMA 8 TURKCELL (TCELL)

Şekil 67'de Turkcell'in Firma Değerindeki değişim gösterilmektedir.



Şekil 67. TCELL 2001/03-2009/12 Dönemi Firma Değeri Değişim Grafiği

Şekil 68’de ise Turkcell’e ait F/K ve PD/DD değişimi gösterilmektedir.



Şekil 68. TCELL 2001/03-2009/12 Dönemi PD/DD Ve F/K Değişimi Grafiği

Turkcell’e ait Firma Değeri ve F/K, PD/DD oranlarına ait grafikler incelendiğinde, 2002/12 döneminden sonra Firma değeri ile hem PD/DD oranının hem de F/K oranının benzer bir değişim gösterdiği görülmektedir.

3.3. FİRMA DEĞERİ İLE PİYASA ÇARPANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TAHMİNİNE YÖNELİK GERÇEKLEŞTİRİLEN ÇALIŞMA

3.3.1. Sınai Sektörü

Sınai sektöründe yer alan İMKB şirketleri arasından seçilen 11 adet şirket için yapılan çoklu regresyon çalışmalarının sonucu elde edilen parametrelerin sonuçları aşağıda sunulur.

Çizelge 4. Sınai Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Çoklu Regresyon analizi sonucunun parametreleri

FİRMA	α	α P DEĞERİ	β_1 (PD/DD)	β_1 P DEĞERİ	β_2 (F/K)	β_2 P DEĞERİ	F DEĞERİ	R ²
EREGL	-3.611.421.195	0,01	9.298.741.374	0,00	12.015.625	0,67	25,18	78%
TUPRS	4.865.298.053	0,00	-203.839.041	0,68	-16.164.544	0,53	0,28	13%
FROTO	3.217.014.434	0,00	-115.445.911	0,04	21.631.689	0,35	6,96	54%
ARCLK	5.884.328.044	0,00	-1.062.887.082	0,00	-15.308.880	0,39	7,91	57%
AYGAZ	1.202.535.850	0,00	-262.734.531	0,00	12.037.291	0,25	5,59	50%
TOFAŞ	1.503.388.687	0,00	114.313.747	0,56	-1.948.161	-0,51	0,30	13%
PETKM	1.053.574.925	0,00	124.722.195	0,14	-262.613	0,44	1,37	28%
AKCNS	583.425.158	0,03	301.823.318	0,08	-12.033.268	0,00	4,87	48%
ÇİMSA	450.374.755	0,17	129.681.360	0,49	7.968.628	0,81	0,31	14%
TRKCM	1.035.590.530	0,00	-157.031.704	0,24	3.939.493	0,31	1,30	7%
VESTEL	703.267.233	0,00	-19.323.738	0,82	2.156.521	0,11	1,43	28%

Çizelge 4’de Sınai sektörü endeksinden seçilen işlem hacmi yüksek 11 adet firmaya ait piyasa çarpanları olan PD/DD ve F/K oranlarının firma değeri ile ilişkilerinin analizini gerçekleştirmek için yapılan regresyon analizi sonucu ortaya çıkan bazı parametreler gösterilmiştir. Burada, β_1 PD/DD çarpanı katsayısını, β_2 ise F/K çarpanı katsayısını ifade etmektedir. P değeri, verilen katsayıların anlamlı olup olmadığını, F değeri regresyon denkleminin anlamlı olup olmadığını, R² değeri ise bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni etkileme gücünü göstermektedir. α değeri, katsayılar 0 olduğunda, bağımlı değişken olan Firma değerinin alacağı değeri göstermektedir. İlgili regresyon analizleri % 95 güven aralığında gerçekleştirilmiştir.

Genel olarak Sınai sektörü endeksine ait tabloyu yorumladığımızda, PD/DD oranının Firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu firma 9.298.741.374 değer ile Ereğli Demir Çelik firmasıdır. Yine PD/DD ve F/K oranlarının Firma değerini etkileme gücünü gösteren R² değeri % 78 ile en fazla ERGL firmasına aittir, geri kalan % 22’lik kısım için başka değişkenlere ihtiyaç duyulduğu söylenebilir. En anlamlı regresyon denklemine sahip olan firma ERGL firmasıdır. Diğer taraftan, F/K

oranının firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu firma Ford Oto firmasıdır. PD/DD'ne ait P değeri en yüksek Vestel firmasında iken F/K oranına ait P değerinin en yüksek olduğu firma ise imsa'dır.

Çizelge 4 içinde yer alan firmaları tek tek yorumlayacak olursak, ERGL firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler olan PD/DD ve F/K katsayılarının, Firma değerini etkileme gücünü gösteren R^2 değerinin % 78 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 25 oranına sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının F/K katsayısına göre Firma değerini etkileme gücü çok daha fazla olup, F/K oranının firma değerine etkisinin düşük olduğu görülmektedir.

TUPRS firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve R^2 değerinin % 13 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 0,28 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin yeterli seviyede anlamlı olmadığını göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değeri ile ters bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Aynı şekilde F/K oranı da Firma değeri ile ters bir ilişkiye sahipken, PD/DD ile karşılaştırıldığında etkileme gücünün düşük olduğu görülmektedir.

FROTO firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 54 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 6,96 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. Burada PD/DD katsayısının Firma değeri ile ters bir ilişkisi gösterdiği görülmektedir. Diğer taraftan F/K katsayı

önemsenmeyecek derecede pozitif ilişki göstermekte ancak Firma değerini etkileme gücü düşük seviyededir.

ARCLK firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve R^2 değerinin % 57 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 7,91 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksekken, bu ilişki ters yöndedir. Yani Firma değerindeki birimlik artış, PD/DD değişiminde 1.062.887.082 birim azalışa neden olmaktadır. F/K oranının Firma değeri ile ilişkisi negatif yönde ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

AYGAZ firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 50 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 5,59 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksekken, bu ilişki negatif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi düşük olduğu ortaya çıkmıştır.

TOFAŞ firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 13 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 0,30 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi negatif yönde ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

PETKM firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 28 seviyesinde

anlamli olduğu görülmektedir. 1,37 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamli olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi negatif yönde ve önemsenmeyecek kadar düşük seviyede olduğu görülmektedir.

AKCNS firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamli olduğu, R^2 değerinin % 48 seviyesinde anlamli olduğu görülmektedir. 4,87 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamli olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek ve pozitif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi negatif yönde ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

ÇİMSA firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamli olduğu, R^2 değerinin % 14 seviyesinde anlamli olduğu görülmektedir. 0,31 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamli olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek ve pozitif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi düşük seviyede olduğu görülmektedir.

TRKCM firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamli olduğu, R^2 değerinin % 7 seviyesinde anlamli olduğu görülmektedir. 1,30 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamli olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek ve negatif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi önemsenmeyecek kadar düşük seviyede olduğu görülmektedir.

VESTL firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamli olduğu, R^2 değerinin % 28 seviyesinde

anlamli olduğu görülmektedir. 1,43 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamli olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü negatif yönde olup, yüksek seviyede değildir. F/K oranının Firma değerine etkisi  nemslenmeyecek kadar düşük seviyede olduğu görülmektedir.

3.3.2. Mali Sektör

Mali sektöründe yer alan  MKB şirketleri arasından seçilen 9 adet şirket için yapılan çoklu regresyon çalışmalarının sonucu elde edilen parametrelerin sonuçları aşağıda sunulur.

Çizelge 5. Mali Sektör endeksinde yer alan firmalara ait  oklu Regresyon analizi sonucunun parametreleri

FİRMA	α	α P DEğERİ	β_1 (PD/DD)	β_1 P DEğERİ	β_2 (F/K)	β_2 P DEğERİ	F DEğERİ	R ²
YKBNK	263.740.476	0,83	2.540.463.332	0,00	193.470.875	0,01	12,08	65%
GARAN	-2.659.923.737	0,34	7.413.610.776	0,00	-170.016.360	0,51	12,77	66%
AKBNK	-3.853.241.872	0,33	8.860.405.773	0,00	9.695.253	0,51	10,71	63%
ISCTR	7.748.708.414	0,01	3.868.938.829	0,08	-159.669.352	0,12	1,71	31%
FINBN	-832.323.030	0,11	889.091.999	0,03	345.444.162	0,00	64,05	89%
TSKB	-105.868.391	0,06	575.282.385	0,00	-105.868.391	0,54	66,37	89%
SKBNK	-50.668.874	0,73	509.739.159	0,00	329.237	0,96	11,74	64%
TEB	-85.713.711	0,57	136.532.705	0,68	92.569.792	0,01	28,41	80%
TEKST	108.014.740	0,07	61.015.025	0,09	4.539.494	0,01	5,62	50%

Çizelge 5'te Mali sektör endeksinden seçilen işlem hacmin yüksek olan 9 adet bankaya ait piyasa  arpanları olan PD/DD ve F/K oranlarının firma değeri ile ilişkilerinin analizini gerçekleştirmek için yapılan regresyon analizi sonucu ortaya çıkan bazı parametreler gösterilmiştir. İlgili regresyon analizleri % 95 güven aralığında gerçekleştirilmiştir.

Genel olarak Mali sektör endeksine ait tabloyu yorumladığımızda, PD/DD oranının Firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu banka 8.860.405.773 değer ile Akbank'tır. PD/DD ve F/K oranlarının Firma değerini etkileme gücünü gösteren R^2 değeri % 89 ile en fazla Finansbank ve TSKB'ye aittir. En anlamlı Regresyon denklemine sahip olan banka TSKB'dir. Diğer taraftan, F/K oranının firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu banka Finansbank'tır. PD/DD'ne ait P değeri en yüksek TEB'e ait iken F/K oranına ait P değerinin en yüksek olduğu banka Finansbank'tır.

Çizelge 5 içinde yer alan firmaları tek tek yorumlayacak olursak, YKBNK bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu R^2 değerinin % 65 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 12,08 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının F/K katsayısına göre Firma değerimi etkileme gücü yüksek olup, F/K oranının firma değerine etkisinin düşük olduğu görülmektedir.

GARAN bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 66 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 12,77 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü oldukça yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi önemsizmeyecek kadar düşük ve negatif yöndedir.

AKBNK bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 63 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 10,71 değerine sahip olan F değerinin regresyon

denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü en yüksek bankadır. F/K oranının Firma değerine etkisi önemsizmeyecek kadar düşük seviyede olup, bir ilişki olduğu söylenemez.

ISCTR bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 31 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 1,71 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise negatif yönde ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

FINBN'nin regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 89 seviyesinde olup, en yüksek anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir. 64,05 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin çok anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise pozitif yönde olup, grup içinde F/K'nın Firma değerine etkisinin en yüksek olduğu bankadır.

TSKB bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 89 seviyesinde olup, en yüksek anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir. Yine 66,37 değer ile en yüksek F değeri ile regresyon denkleminin anlamlı olduğu görülmektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise negatif yönde ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

SKBNK bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 64 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 11,74 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise pozitif ancak önemsizmeyecek kadar düşük seviyede olduğu görülmektedir.

TEB bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 80 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 28,41 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü yüksek seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise pozitif ve yüksek seviyede olduğu görülmektedir.

TEKST bankasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 50 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 5,62 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü düşük seviyede ve pozitif yönde olduğu, F/K oranının Firma değerine etkisi ise pozitif ve düşük seviyede olduğu görülmektedir.

3.3.3.Teknoloji Sektörü

Teknoloji sektöründe yer alan İMKB şirketleri arasından seçilen 6 adet şirket için yapılan çoklu regresyon çalışmalarının sonucu elde edilen parametrelerin sonuçları aşağıda sunulur.

Çizelge 6. Teknoloji Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri

FİRMA	α	α P DEĞERİ	β_1 (PD/DD)	β_1 P DEĞERİ	β_2 (F/K)	β_2 P DEĞERİ	F DEĞERİ	R ²
ASELS	429.430.339	0,00	-20.756.926	0,69	-4.727.391	0,15	1,10	25%
NETAŞ	32.109.354	0,05	53.700.204	0,00	-184.059	0,24	28,34	79%
ALCTL	71.715.291	0,00	4.900.573	0,00	713	0,39	6,59	53%
INDES	3.135.247	0,60	40.357.750	0,00	7.343.269	0,00	109,40	93%
ESCOM	14.644.048	0,00	7.262.519	0,00	-880	0,91	4,88	48%
LOGO	-6.868.320	0,19	28.286.523	0,00	-22.315	0,83	31,30	81%

Çizelge 6’da Teknoloji sektörü endeksinden seçilen işlem hacmin yüksek olan 6 adet firmaya ait piyasa çarpanları olan PD/DD ve F/K oranlarının firma değeri ile ilişkilerinin analizini gerçekleştirmek için yapılan regresyon analizi sonucu ortaya çıkan bazı parametreler gösterilmiştir. İlgili regresyon analizleri % 95 güven aralığında gerçekleştirilmiştir.

Genel olarak Teknoloji sektör endeksine ait tabloyu yorumladığımızda, PD/DD oranının Firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu firma 53.700.204 değer ile NETAŞ firmasıdır. PD/DD ve F/K oranlarının Firma değerini etkileme gücünü gösteren R² değeri % 93 olan ve en anlamlı Regresyon denkleminde sahip olan firma INDES firmasıdır. Yine F/K oranının firma değerini etkileme gücünün en yüksek ve pozitif yönde olduğu firma INDES firmasıdır. PD/DD’ ne ait P değeri en yüksek ASELSAN’a ait iken F/K oranına ait P değerinin en yüksek olduğu firma ESCOM’dur.

Çizelge 6 içinde yer alan firmaları tek tek yorumlayacak olursak, ASELS firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu R² değerinin % 25 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 1,10 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının F/K katsayısına göre Firma değerimi etkileme

gücü negatif yönde olup, yine F/K oranının firma değerine etkisinin negatif ve düşük olduğu görülmektedir.

NETAŞ firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 79 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 28,34 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi önemsizmeyecek kadar düşük ve negatif yöndedir.

ALCTL firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 53 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 6,59 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ancak düşük seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi mevcut değildir.

INDES firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 93 seviyesinde en yüksek seviyede anlamlı olduğu görülmektedir. 109,40 değer ile en yüksek değere sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlılığının çok yüksek olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi pozitif yöndedir.

ESCOM firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 48 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 4,88 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini

etkileme gücü pozitifdir. F/K oranının Firma değerine etkisi önemsenmeyecek kadar düşük ve negatif yöndedir.

LOGO firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 81 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 31,30 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi düşük ve negatif yöndedir

3.3.4. Hizmetler Sektörü

Hizmetler sektöründe yer alan İMKB şirketleri arasından seçilen 8 adet şirket için yapılan çoklu regresyon çalışmalarının sonucu elde edilen parametrelerin sonuçları aşağıda sunulur.

Çizelge 7. Hizmetler Sektörü endeksinde yer alan firmalara ait Regresyon analizi sonucunun parametreleri

FİRMA	α	α P DEĞERİ	β_1 (PD/DD)	β_1 P DEĞERİ	β_2 (F/K)	β_2 P DEĞERİ	F DEĞERİ	R^2
ENKA	9.763.652.044	0,00	-67.671.418	0,52	-95.749.152	0,20	7,31	55%
MGROS	1.702.417.594	0,00	505.146.442	0,01	-43.875.729	0,00	7,37	56%
THYAO	2.097.335.560	0,00	-41.801.576	0,22	-6.361.836	0,25	1,77	31%
MARTI	34.118.048	0,04	68.250.385	0,00	42.862	0,72	9,00	59%
AYCES	43.936.840	0,00	9.891.143	0,32	-42.970	0,03	2,78	38%
TTKOM	5.475.041	0,97	5.307.654.106	0,00	235.366.595	0,00	1.561,64	99%
FVORI	74.537.531	0,00	64.928.787	0,00	-487.788	0,00	10,36	62%
TCELL	12.616.965.182	0,00	-387.848	0,22	-3.469.811	0,97	0,82	22%

Çizelge 7’de Hizmetler sektörü endeksinden seçilen işlem hacmin yüksek olan 8 adet firmaya ait piyasa çarpanları olan PD/DD ve F/K oranlarının firma değeri

ile ilişkilerinin analizini gerçekleştirmek için yapılan regresyon analizi sonucu ortaya çıkan bazı parametreler gösterilmiştir. İlgili regresyon analizleri % 95 güven aralığında gerçekleştirilmiştir.

Genel olarak Hizmetler sektörü endeksine ait tabloyu yorumladığımızda, PD/DD oranının Firma değerini etkileme gücünün en yüksek olduğu firma 5.307.654.106 değer ile TTKOM firmasıdır. PD/DD ve F/K oranlarının Firma değerini etkileme gücünü gösteren R^2 değeri % 99 olan ve en anlamlı Regresyon denkleminde sahip olan firma yine TTKOM firmasıdır. Yine F/K oranının firma değerini etkileme gücünün en yüksek ve pozitif yönde olduğu firma TTKOM firmasıdır. PD/DD' ne ait P değeri en yüksek ENKA'YA ait iken F/K oranına ait P değerinin en yüksek olduğu firma TCELL'dir.

Çizelge 7 içinde yer alan firmaları tek tek yorumlayacak olursak, ENKA firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu R^2 değerinin % 55 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 7,31 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının F/K katsayısına göre Firma değerini etkileme gücü negatif yönde olup, yine F/K oranının firma değerine etkisinin negatif ancak daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir.

MGROS firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 56 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 7,37 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi düşük ve negatif yöndedir.

THYAO firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 31 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 1,77 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü negatif ve düşük seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi yine negatif ve önemsenmeyecek kadar düşük seviyededir.

MARTI firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 59 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 9 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve yüksek seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi yine pozitif ancak önemsenmeyecek kadar düşük seviyededir.

AYCES firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 38 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 2,78 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve düşük seviyededir. F/K oranının Firma değerine etkisi negatif ancak önemsenmeyecek kadar düşük seviyededir.

TTKOM firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin en yüksek % 99 seviyesinde anlamlılığının çok yüksek olduğu görülmektedir. Yine 1,562 değeri ile en yüksek F değerine sahip olması ile regresyon denkleminin anlamlı çok yüksek olduğu görülmektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif ve çok yüksek seviyededir. Yine F/K oranının Firma değerine etkisi pozitif ve yüksek

seviyededir. Ancak burada TTKOM'un değerlerinin bu denli yüksek çıkmasının ana nedeni; 2007'de halka açılması nedeniyle 2007 önceki değerlere sahip olunmamasından kaynaklanmaktadır. 2007'den sonraki veriler ele alınarak regresyon analizi çalıştırıldığında, F değeri 174, R^2 değeri % 99 çıkmaktadır.

FVORI firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 62 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 10,36 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü pozitif yöndedir. F/K oranının Firma değerine etkisi negatif ancak önemsenecek kadar düşük seviyededir.

TCELL firmasının regresyon parametreleri bazında, PD/DD ve F/K katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu, R^2 değerinin % 22 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. 0,82 değerine sahip olan F değerinin regresyon denkleminin anlamlı olduğunu göstermektedir. PD/DD katsayısının Firma değerini etkileme gücü negatif yönde ve önemsenecek kadar düşük seviyededir. F/K oranının firma değerine etkisi negatif ve yüksek seviyededir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Günümüzde hem şirketler hem de yatırımcılar için mali oranların analiz edilmesinin önemi artmaktadır. Sermaye piyasaları ile doğru orantılı olarak büyümek isteyen şirketler doğru yatırım kararına verebilmek ve sürdürülebilir kar elde etmek için mali oranların değerlendirmesine önem vermektedirler. Mali oranlar, sadece şirketlerin kendisi için değil yatırımcılar, banka ve benzeri kredi kurumları için de önemli göstergelerdir.

İşletmelerin likiditesini, karlılığını, faaliyet durumunu ölçmemize yarayan birçok oranları mevcuttur. Bu mali oranlar ayrı ayrı değerlendirildikleri gibi, birbirine olan etkileri de dikkate alınarak birlikte de değerlendirilebilir.

Günümüzde gelişen ekonomik göstergelerle paralel olarak artan hisse senedi yatırımları, yatırımcıları daha analitik kararlar vermeye sürüklemektedir. Artık daha bilinçli karar veren yatırımcılar, borsada işlem gören şirketlere yapacakları yatırım kararlarını verirken bazı şirket değerlendirme yöntemlerinden yararlanmaktadırlar. Bu yöntemler arasında en fazla kullanılanlar F/K Oranı ve PD/DD oranıdır. Birçok yabancı yazar farklı menkul kıymet borsalarının F/K ve PD/DD oranının firma değerine ve firma getirisi üzerine etkilerini incelemiş ve bir çok farklı sonuca ulaşmıştır. Bazıları firma değeri ve getirisi ile F/K oranının bir ilişkisi olmadığını, bazıları ise bir ilişkinin mevcut olduğunu savunmuşlardır. Ama yine de tam bir ilişki olduğu bulunamamıştır.

F/K oranı en fazla kullanılan değerleme yöntemi olmasına karşın oranın bazı eksiklikleri vardır. En önemli eksikliği, net karın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kar rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri fazla olan firmaların F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir. Bu yöntemin diğer önemli eksikliği, seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı yani spekülasyona açık borsalarda oluşan F/K oranlarının kullanılmasıdır. Aynı zamanda, F/K oranı zarar eden firmalarda çalışmadığı gibi, karı sıfıra yakın firmalarda da firma değeri çok yüksek çıkacaktır. Bu sakıncalarına rağmen, F/K oranı yöntemi Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok başvurdukları değerleme yöntemidir.

Bu araştırmada, İMKB’de yer alan Ulusal-Sınai, Ulusal-Mali, Ulusal-Hizmetler ve Ulusal-Teknoloji endekslerinden seçilen ve işlem hacmi büyük olan şirketlerin F/K, PD/DD oranları ve firma değeri ölçüleri ile nasıl ilişki olduğu araştırılmıştır. Toplam 34 adet şirketin, 9 yıla ve 36 döneme ait firma değeri, F/K oranı ve PD/DD oranları incelenerek, bu oranların firma değeri ile ilişkileri araştırılmıştır.

Değerlendirme sonucunda, sınai sektörü endeksinden seçilen 11 adet firmadan 6 tanesinin firma değerleri ile PD/DD arasında ters ilişkisi olduğu geri kalan 5 adet firmanın ise pozitif ilişkide olduğu görülmektedir. F/K oranına göre değerlendirildiğinde ise sınai sektörü endeksi firmalarından 3 tanesinin firma değeri ile negatif ve zayıf bir ilişkiye sahip olduğu, 4 tanesinin pozitif ve zayıf bir ilişkiye sahip olduğu, kalanının ise anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Mali sektör endeksinden seçilen 9 adet bankadan 4 tanesinin firma

değeri ile PD/DD arasında pozitif ve çok güçlü bir ilişkiye sahip olduğu, geri kalanının yine pozitif ancak daha zayıf bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. F/K oranları ile firma değeri arasındaki ilişkiye bakıldığında ise 3 tane bankanın negatif geri kalanının pozitif ancak zayıf bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Teknoloji sektörü endeksinden seçilen 6 adet firmadan 1 tanesinin firma değeri ile PD/DD arasında negatif, geri kalanının pozitif ancak diğer sektörlerle göre daha zayıf bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. F/K oranlarının da teknoloji sektörü firmalarında firma değerleri ile sadece 1 tanesinin pozitif bir ilişkiye geri kalanının anlamlı bir ilişkisi olmadığı görülmektedir. Son olarak hizmetler sektörü endeksi firmalarından seçilen 8 adet firmadan 3 tanesinin firma değeri ile PD/DD arasında negatif, geri kalanının pozitif ancak zayıf bir ilişkisi mevcuttur. F/K oranları ile firma değeri oranlarına bakıldığında ise 6 tanesinin negatif ve 2 tanesinin nispeten bir ilişkisi olduğu görülmektedir.

Tüm sektörler bir arada değerlendirildiğinde, firma değeri ile PD/DD oranı en yüksek ancak negatif ilişkiye sahip olan şirket sınai sektör endeksinden Arçelik'tir. Firma değeri ile PD/DD en yüksek ve pozitif bir ilişkiye sahip olan şirket yine sınai sektör endeksinden Ereğli'dir. Firma değeri ile F/K oranı en yüksek ancak negatif ilişkiye sahip olan şirket Garanti Bankası olup, en yüksek ve pozitif ilişkiye sahip olan şirket ise Finansbank'tır. En düşük ve anlamsız F/K ve firma değeri ilişkisi Teknoloji sektörü endeksinden Alcatel firmasında olup, en düşük PD/DD, firma değeri ilişkisi Hizmetler sektörü endeksinden Turkcell firmasına aittir.

Yatırımcılar, ellerindeki tasarruf fazlalarını değerlendirmede en çok başvurdukları hisse senedi yatırımı için birçok analiz yöntemi, birçok araştırma yapılmış ve yapılmaktadır. Araştırmaların ortak özelliği, şirketlere ait oranların doğru

analiz edilerek, yorumlanmaya çalışılması ve sonucunda da doğru yatırım kararının verilmesinin sağlanmasıdır.

Sonuç olarak, incelenen dönemde İMKB’de kote edilmiş firmaların mali rasyolar bağlamında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar verebildiği gözlemlenmiştir.

KAYNAKÇA

- Aggarwal, R., “Exchange Rates and Stock Prices: A Study of U.S. Capital Market under Floating Exchange Rates,” **Akron Business and Economic Review**, 7-12, 1981.
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, N., “Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri”, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1997, s. 76
- Aktan, Bora ve Bodur, Bora, “Oranlar Aracılığı ile Finansal Durumunuzu Nasıl Çözümlersiniz?”, **Journal of Yaşar University**, 2003.
- Alkan, Gönül İpek ve Demirel, Erhan, “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 2, 2007.
- Ataman, Ümit, “Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması”, Türkmen Kitabevi, 1999.
- Atan, Murat, Çermikli, A.Hakan ve Kazan, Ayşe, “İMKB’ye Kote Şirketlerin Derecelendirilmesi ve Dönemler arası Karşılaştırılması”, **Ekonomik Yaklaşım**, 2002.
- Aydoğan, Kürşat ve Güney, Alparslan, “Hisse senedi Fiyatlarının Tahmininde F/K Oranı ve Temettü Verimi”, **İMKB Dergisi**, Yıl:1, Sayı:1, 2007.
- Balaban, Ercan, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ında Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayam Etkisi ve Ümit Yaşar Etkisi”, **İşletme ve Finans**, Sayı: 113, 1995

- Bauman, Scott W., Conover, C. Mitchell, ve Miller, Rober E., “The Performance of Growth Stocks and Value Stocks in the Pacific Basin”, **Review of Pasific Financial Markets and Policies**, Vol. 4, No. 2, 2001.
- Bayri, Osman, “Likidite Durumunun Analizinde Oranlar Arasındaki İlişki: Türk Otomotiv Sektörü Üzerine Bir İnceleme”, **Adnan Menderes Üniversitesi Yayınları**, 2008.
- Basu, Sonjay, “The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price/Earnings Ratios A Test of Efficient Market Hyptothesis”, **Journal of Finance**, Vol: 32, No: 3,1977.
- Beaver, William H, “Financial Ratios as Predictors of Failure”, **Empirical Research in Accounting: Selected Studies**, 1966.
- Benli, Y.K., “Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Mali Oranları Arasındaki İlişkilerin Faktör Analizi ile İncelenmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, 17, 2006.
- Berk, N., “Finansal Yönetim”, Türkmen Kitabevi, 2002.
- Bolak, Mehmet, “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. , 1994.
- Bozkurt, Ünal, “Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi”, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No:4, 1988.
- Breen, William, "Low Price-Earnings Ratios and Industry Relatives", **Financial Analysts Journal**, 1968.
- Cerrahoğlu, Nilgün, “İMKB başkanı Osman Birsal’le borsada yolculuk, Orta-uzun vadeye yatırım yapın”, **Milliyet**, 2001, s.19

- Cesur, Ahmet Mithat, “Özelleştirme ve Firma Değerlemesi”,**Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü**, 1993.
- Ceylan, A., “İşletmelerde Finansal Yönetim”, **Ekin Yayınları**, 2000.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, “Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000
- Chan, K.C., Chan, Nai-Fu, ve Hsieh, David A., “An Exploratory Investigation of The Firm Size Effect”, **Journal of Financial Economics**, 1985.
- Civelekoğlu, Hakan, “An Introduction of Anomalies At İstanbul Securities Exchange : Size and E/P Effects”, **Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü Yayınları**, 1993
- Cook T. ve Rozeff, M., “Size and Earnings-Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 1984.
- Cook, Thomas J. ve Michael S. Rozeff, “Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 19, No: 4, 1984
- Cook, T. ve Hahn, T., “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol: 20, No:2, 1988.
- Chopin, M. ve Zhong, M., “Stock Returns, Inflation and the Macroeconomy: The Long- and Short-Run Dynamics”, **Forthcoming Advances in Investment Analysis and Portfolio Management**, 2000.
- Cossin, D. ve Perotte,H, Advanced Credit Risk Analysis, **John Wiley& Sons**, New York, 2000.

- Collett, N. ve Schell C., Corporate Credit Analysis, **Euromoney Publications**, London, 1992.
- Dağlı, Hüseyin, “Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 4, 2000.
- Dalgeç, Ayşen, “İşletmelerde Firma Değerinin Saptanmasına Yönelik Yaklaşımlar”, **Dokuz Eylül Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı**, Doktora Tezi, 1992.
- Donald, B. Keim, “Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality Further Empirical Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 1983
- Drew, Micheal E., ve Madhu, Veeraraghavan, “A Closer Look At The Size and Value Premium In Emerging Markets: Evidence From The Kuala Lumpur Stock Exchange”, **Asian Economic Journal**, c:16, S:4,2002
- Durukan, M. B., “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi, **İMKB Dergisi**, Yıl:3, Sayı:11, 1999.
- Elfakhani, Said, “Portfolio Performance And The Interaction Between Systematic Risk, Firm Size and Price-Earnings Ratio: The Canadian Evidence” **Review of Financial Economics**, Vol. 3, 1994
- Ercan, Metin Kamil, Öztürk, M. Sarana ve Demirgüneş, Kartal, “Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003
- Erol, Mikail, “Nakit Kavramı Bağlamında Nakit Yönetimi Ve Nakit Yönetiminde Nakit Akış Analizinin Yönetim Aracı Olarak Kullanılması”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 3, Sayı:10, 2003.

- Fama, E. ve French, K., “Cross-Sections of Stock Returns”, **Journal of Finance**, 1992
- Fama, E. F., “Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money”, **American Economic Review**, 71, 1981
- Geoffrey, A. Hirt ve Stanley, B. Block, “Fundamentals of Investment Management”, **McGraw-Hill Sixth Edition**, 1999.
- Goodman, David A., Peavy, John W. ve Edwin, L. Cox, “The Interaction of Firm Size and Price-Earnings Ratio and Portfolio Performance”, **Financial Analysis Journal**, 1986
- Gültekin, Mustafa N. ve Gültekin, N. Bülent, “Stock Market Seasonality International Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 1983.
- Gürsoy, Cudi Tuncer, “Finansal Yönetim İlkeleri”, **Doğuş Üniversitesi Yayınları**, İstanbul, 2007.
- Hopper Wruck, Karen, “Financial Distress: Reorganization and Organization Efficiency”, **Journal of Financial Economics**, Vol:27(2), 1990.
- İvgen, Hünkar, “Şirket Değerleme”, **Finnet Yayınları Borsa Dizisi**, İstanbul, 2003.
- Karan, Mehmet B., “Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat/Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **İşletme-Finans Dergisi**, 1996
- Karaşin, Gültekin, “Sermaye Piyasası Analizleri”, **SPK Yayın**, No:4, 1987.
- Kaul, G., “Stock Returns and Inflation: the Role of the Monetary Sector”, **Journal of Financial Economics**, 18, 1987

- Kayalıdere, U.A. Koray, “1995-2000 Döneminde İMKB’de İşlem Gören Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri ve Fiyat/Kazanç Oranına Göre Oluşturulan Portföylerinin Performanslarının İncelenmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı**, 2002.
- Kessel, R. A., “Inflation-caused Wealth Redistribution: a Test of Hypothesis”, **American Economic Review**, 46, 1956.
- Kim, Ki-ho, “Dollar Exchange Rate and Stock Price: Evidence from Multivariate Cointegration and Error Correction Model”, **Review of Financial Economics**, 12, 2003.
- Kutay, N., “Finansal Oranlar ile İMKB’de İşlem Gören Başarılı ve Başarısız İşletmelerin Karşılaştırılması Üzerine Bir İnceleme”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, 2005.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., ve Vishny, R., “The impact of Institutional Trading on Stock Prices”, **The Journal of Financial Economics**, 1992
- Met, Önder, “Nakit Akım Oranları ile Finansal Analiz ve Konaklama İşletmeleri Açısından Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 4, Sayı:14, 2005.
- Palmer, M., “Money Supply, Portfolio Adjustments and Stock Prices”, **Financial Analyst Journal**, Vol. 26, 1970
- Sayılğan, Güven, “Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri”, Turhan Kitabevi Yayınları, 2004.
- Sayılğan, Güven, “İşletme Finansmanı”, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003.
- Seyidoğlu, Halil, “Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük”, Güzem Yayınları, 1992.

- Pamukçu, Ali, “İşletme Finansı”, Der Yayınları, 1989.
- Ramcharan, H., “An Empirical Analysis of the Determinants of the P/E Ratio in Emerging Markets”, **Emerging Markets Review**, 2002
- Rolf, W. Banz, “The Relationship Between Return and market Value of Common Stocks”, **Journal of Financial Economics**, 1981.
- Rosenberg, Barr, ve Marathe, Vinay, “The Prediction of Investment Risk: Systematic and Residual Risk”, **Berkeley Working Paper Series**, 1983
- Reinganum, Marc R., “Misspecification of Capital Asset Pricing Empirical Anomalies Based On Earnings, Yields and Market Value”, **Journal of Financial Economics**, 1981
- Rittenberg, L., “Exchange Rate Policy and Price Level Changes: Casualty Tests for Turkey in the Post-Liberalisation Period”, **The Journal of Development Studies**, 29 (2), 1993.
- Shen, Pu, “The P/E Ratio and Stock Market Performance”, **Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City**, Vol:85, No:4, 2000
- Spirinkel, B. W., “Money and Markets: A Monetarist View”, **Richard D. Irwin Homevood**, 1971.
- Tseng, K.C., “Low Price, Price-Earnings Ratio, Market Value and Abnormal Stock Returns”, **The Financial Review**, Vol.23, No:3, 1998.
- Ülgener, M. Alp, “Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri ve Temel Analiz”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Anabilim Dalı**, Yüksek Lisans Tezi, 1994
- Vatansever, M., “Hisse Senedi Değerlemesi ve Türkiye den Bir Örnek”, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 1994

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

<http://www.imkb.gov.tr/sirketler/sirketler.aspx> [15/04/2010]

<http://www.spk.gov.tr/>[01/05/2010]

<http://www.isyatirim.com.tr/> [12/03/2010]

<http://www.yapikrediyatirim.com.tr/> [01/04/2010]

<http://www.tspakb.org.tr/tr> [15/04/2010]

<http://www.cfapubs.org/action/topicalIndex> [02/05/2010]

EKLER

EK-1 REGRESYON ANALİZLERİ SONUÇ TABLOLARI

ERGLI REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,777283745							
R Kare	0,60417002							
Ayarlı R Kare	0,580180325							
Standart Hata	2449428010							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	3,02E+20	1,51E+20	25,18456371	2,29E-07			
Fark	33	1,98E+20	6,00E+18					
Toplam	35	5,00E+20						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	-3611421195	1270808570	-2,84182943	0,007633013	-6196900658	-1025941731	-6196900658	-1025941731
PD/DD	9298741374	1315473825	7,068739186	4,32E-08	6622389767	11975092980	6622389767	11975092980
F/K	12015625,39	27502672,66	0,436889372	0,665037152	-43938982,59	67970233,36	-43938982,59	67970233,36

TPRS REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,12812687							
R Kare	0,016416495							
Ayarlı R Kare	-0,043194627							
Standart Hata	2263098722							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	2,82E+18	1,41E+18	0,275393156	0,761001319			
Fark	33	1,69E+20	5,12E+18					
Toplam	35	1,72E+20						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	4865298053	1073298342	4,533034165	7,25E-05	2681656169	7048939937	2681656169	7048939937
PD/DD	-203839041,1	488537637,5	-0,417243269	0,67920255	-1197776333	790098250,7	-1197776333	790098250,7
F/K	-16164544,11	25552002,55	-0,632613591	0,53134535	-68150483,92	35821395,71	-68150483,92	35821395,71

FROTO REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,544594662
R Kare	0,296583346
Ayarlı R Kare	0,253952034
Standart Hata	1000395159
Gözlem	36

ARCLK REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,569140427							
R Kare	0,323920825							
Ayarlı R Kare	0,28294633							
Standart Hata	1425264955							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	3,21E+19	1,61E+19	7,905425605	0,001566606			
Fark	33	6,70E+19	2,03E+18					
Toplam	35	9,92E+19						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	5884328044	640515353,8	9,186864935	1,30E-10	4581189765	7187466323	4581189765	7187466323
PD/DD	-1062887082	290223164	-3,662309608	0,000867642	-1653350546	-472423618,1	-1653350546	-472423618,1
F/K	-15308880,23	17711423,41	-0,864350644	0,393634928	-51343041,91	20725281,45	-51343041,91	20725281,45

AYGAZ REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,502978452							
R Kare	0,252987323							
Ayarlı R Kare	0,207713827							
Standart Hata	423346193,5							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	2,00E+18	1,00E+18	5,587978565	0,00812665			
Fark	33	5,91E+18	1,79E+17					
Toplam	35	7,92E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1202535850	119229187,3	10,08591836	1,31E-11	959962245,7	1445109454	959962245,7	1445109454
PD/DD	-262734531,2	84457834,64	-3,110836695	0,003832686	-434565286,9	-90903775,48	-434565286,9	-90903775,48
F/K	12037290,7	10195156,7	1,180687168	0,246167332	-8704911,47	32779492,87	-8704911,47	32779492,87

TOASO REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,13296063							
R Kare	0,017678529							
Ayarlı R Kare	-0,041856105							
Standart Hata	900823005,9							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	4,82E+17	2,41E+17	0,296945288	0,745049288			
Fark	33	2,68E+19	8,11E+17					
Toplam	35	2,73E+19						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1503388687	402975556,7	3,730719301	0,000717547	683528756,6	2323248618	683528756,6	2323248618
PD/DD	114313747,4	192145932,1	0,594931915	0,555946796	-276610088,8	505237583,6	-276610088,8	505237583,6
F/K	-1948161,234	3816794,733	-0,510418131	0,613156075	-9713488,467	5817166	-9713488,467	5817166

PETKM REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,27713639							
R Kare	0,07680458							
Ayarlı R Kare	0,02085334							
Standart Hata	284667853							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	2,22E+17	1,11E+17	1,372705602	0,267513129			
Fark	33	2,67E+18	8,10E+16					
Toplam	35	2,90E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1053574925	111508516,2	9,448380816	6,57E-11	826709144,3	1280440706	826709144,3	1280440706
PD/DD	124722195	83325052,85	1,496815075	0,143945591	-44803898,64	294248289	-44803898,64	294248289
F/K	-262613,38	339537,9864	-0,773443303	0,444765516	-953408,6056	428181,8424	-953408,6056	428181,8424

AKCNS REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,477409164							
R Kare	0,227919509							
Ayarlı R Kare	0,181126752							
Standart Hata	446545747,7							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,94E+18	9,71E+17	4,870828822	0,01400982			
Fark	33	6,58E+18	1,99E+17					
Toplam	35	8,52E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	583425157,5	256160593,6	2,277575756	0,02936061	62262513,85	1104587801	62262513,85	1104587801
PD/DD	301823318,4	165295913,9	1,825957528	0,076916977	-34473745,35	638120382,1	-34473745,35	638120382,1
F/K	-12033267,77	3870708,707	-3,108802207	0,003853084	-19908283,81	-4158251,734	-19908283,81	-4158251,734

CİMSA REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,136805598							
R Kare	0,018715772							
Ayarlı R Kare	-0,040756							
Standart Hata	443161139,9							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,24E+17	6,18E+16	0,314700087	0,732174347			
Fark	33	6,48E+18	1,96E+17					
Toplam	35	6,60E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	450374755	324583377,3	1,387547196	0,174574267	-209995088	1110744598	-209995088	1110744598
PD/DD	129681360,1	185092769	0,700628991	0,488445489	-246892708	506255428,2	-246892708	506255428,2
F/K	7968627,648	32295969,94	0,246737524	0,80663986	-57738016,91	73675272,2	-57738016,91	73675272,2

TRAKYA CAM REGR.	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,270591112
R Kare	0,07321955
Ayarlı R Kare	0,017051038
Standart Hata	436251854,3
Gözlem	36

VESTL REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,282647281							
R Kare	0,079889486							
Ayarlı R Kare	0,024125212							
Standart Hata	280104401,5							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	2,25E+17	1,12E+17	1,432628464	0,253139486			
Fark	33	2,59E+18	7,85E+16					
Toplam	35	2,81E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	703267232,6	94362992,84	7,452786431	1,45E-08	511284281,1	895250184,1	511284281,1	895250184,1
PD/DD	-19323737,91	86188300,25	-0,224203724	0,823981154	-194675152,3	156027676,5	-194675152,3	156027676,5
F/K	2156520,798	1315924,091	1,638788143	0,110758188	-520746,8825	4833788,478	-520746,8825	4833788,478

YKBNK REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,650197932
R Kare	0,422757351
Ayarlı R Kare	0,387772948
Standart Hata	3253371094
Gözlem	36

GARAN REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,660563302
R Kare	0,436343876
Ayarlı R Kare	0,402182899
Standart Hata	5426218963
Gözlem	36

AKBNK REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,62736676
R Kare	0,393589051
Ayarlı R Kare	0,356836873
Standart Hata	6484652467
Gözlem	36
</	

ISBNK REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,306257768							
R Kare	0,093793821							
Ayarlı R Kare	0,038872234							
Standart Hata	5995839472							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,23E+20	6,14E+19	1,707776965	0,196900047			
Fark	33	1,19E+21	3,60E+19					
Toplam	35	1,31E+21						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	7748708414	2714296533	2,854775932	0,007388704	2226430624	13270986205	2226430624	13270986205
PD/DD	3868938829	2116702557	1,827814124	0,076631174	-437524881,3	8175402540	-437524881,3	8175402540
F/K	-159669351,8	99913802,37	-1,598071017	0,1195597	-362945510,1	43606806,55	-362945510,1	43606806,55

FINBN REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,891715484
R Kare	0,795156505
Ayarlı R Kare	0,782741748
Standart Hata	1648260889
Gözlem	36
	</

TSKB REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,894919854
R Kare	0,800881545
Ayarlı R Kare	0,78881376
Standart Hata	163331019,5
Gözlem	36

SKBNK REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,644805771							
R Kare	0,415774482							
Ayarlı R Kare	0,380366875							
Standart Hata	417634033							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	4,10E+18	2,05E+18	11,74251849	0,000140792			
Fark	33	5,76E+18	1,74E+17					
Toplam	35	9,85E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	-50668874,04	144944805,3	-0,349573577	0,728879839	-345561296,3	244223548,2	-345561296,3	244223548,2
PD/DD	509739159,2	106400501,3	4,790758999	3,41E-05	293265712,7	726212605,8	293265712,7	726212605,8
F/K	329237,2333	5873154,971	0,056057985	0,955633656	-11619786,34	12278260,81	-11619786,34	12278260,81

TEBNK REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,795366779							
R Kare	0,632608313							
Ayarlı R Kare	0,61034215							
Standart Hata	491059720,3							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,37E+19	6,85E+18	28,41119585	6,68E-08			
Fark	33	7,96E+18	2,41E+17					
Toplam	35	2,17E+19						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	-85713711,18	150959142	-0,567794107	0,574017918	-392842393,4	221414971	-392842393,4	221414971
PD/DD	136532705,1	199519032,2	0,684309179	0,498557904	-269391815,9	542457226,1	-269391815,9	542457226,1
F/K	92569792,21	32439453,29	2,853617518	0,007410261	26571228,57	158568355,8	26571228,57	158568355,8

TEKST REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,503994684							
R Kare	0,254010642							
Ayarlı R Kare	0,208799165							
Standart Hata	196336599,9							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	4,33E+17	2,17E+17	5,618277982	0,0079449			
Fark	33	1,27E+18	3,85E+16					
Toplam	35	1,71E+18						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	108014740,2	57066972	1,892771536	0,067186969	-8088886,682	224118367,2	-8088886,682	224118367,2
PD/DD	61015025,25	35026824,8	1,741951364	0,090832	-10247585,27	132277635,8	-10247585,27	132277635,8
F/K	4539493,917	1728427,901	2,62637158	0,01298469	1022980,93	8056006,905	1022980,93	8056006,905

ASELS REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,250508762
R Kare	0,06275464
Ayarlı R Kare	0,005951891
Standart Hata	266840021
Gözlem	36
	</

NETAS REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,794989385							
R Kare	0,632008123							
Ayarlı R Kare	0,609705585							
Standart Hata	51689970,64							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,51E+17	7,57E+16	28,33794624	6,86E-08			
Fark	33	8,82E+16	2,67E+15					
Toplam	35	2,40E+17						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	32109354,27	15813685,26	2,030478902	0,050430377	-63830,13267	64282538,68	-63830,13267	64282538,68
PD/DD	53700203,66	7342916,809	7,313197884	2,15E-08	38760927,16	68639480,16	38760927,16	68639480,16
F/K	-184059,4582	152920,3233	-1,203629801	0,237296096	-495178,1936	127059,2772	-495178,1936	127059,2772

ALCTL REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,534359915
R Kare	0,285540518
Ayarlı R Kare	0,242239944
Standart Hata	39247255,21
Gözlem	36

ESCOM REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,47787677							
R Kare	0,22836621							
Ayarlı R Kare	0,18160052							
Standart Hata	7262468,05							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	5,15E+14	2,58E+14	4,883200369	0,013876676			
Fark	33	1,74E+15	5,27E+13					
Toplam	35	2,26E+15						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	14644048,1	3043146,647	4,81214012	3,21E-05	8452719,683	20835376,43	8452719,683	20835376,43
PD/DD	7262518,66	2324804,542	3,12392656	0,003703878	2532668,282	11992369,04	2532668,282	11992369,04
F/K	-879,697681	7747,076235	-0,1135522	0,910280789	-16641,24271	14881,84735	-16641,24271	14881,84735

İNDES REGRSYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,932172339							
R Kare	0,868945269							
Ayarlı R Kare	0,861002558							
Standart Hata	23009854,08							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,16E+17	5,79E+16	109,4015976	2,74E-15			
Fark	33	1,75E+16	5,29E+14					
Toplam	35	1,33E+17						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	3135246,625	5987566,1	0,523626223	0,604037559	-9046548,14	15317041,39	-9046548,14	15317041,39
PD/DD	40357749,84	8617441,552	4,683263541	4,68E-05	22825433,27	57890066,42	22825433,27	57890066,42
F/K	7343268,573	1335279,7	5,499423508	4,22E-06	4626621,61	10059915,54	4626621,61	10059915,54

LOGO REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,809202744							
R Kare	0,654809081							
Ayarlı R Kare	0,63388842							
Standart Hata	12710561,96							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,01E+16	5,06E+15	31,2996352	2,39E-08			
Fark	33	5,33E+15	1,62E+14					
Toplam	35	1,54E+16						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	-6868320,033	5106308,377	-1,34506566	0,18777546	-17257182,49	3520542,421	-17257182,49	3520542,421
PD/DD	28286522,9	3582116,026	7,89659595	4,18E-09	20998653,08	35574392,72	20998653,08	35574392,72
F/K	-22314,80386	104615,3828	-0,21330328	0,83240275	-235156,3994	190526,7917	-235156,3994	190526,7917

ENKA REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,55396858
R Kare	0,30688119
Ayarlı R Kare	0,26487399
Standart Hata	4284113160
Gözlem	36

MGROS REGRESYON	
Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,55555653
R Kare	0,30864306
Ayarlı R Kare	0,26674264
Standart Hata	1042567878
Gözlem	36

THYAO REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,3112319							
R Kare	0,0968653							
Ayarlı R Kare	0,0421299							
Standart Hata	927258626							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	3,04E+18	1,52E+18	1,769700467	0,186172929			
Fark	33	2,84E+19	8,60E+17					
Toplam	35	3,14E+19						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	2,10E+09	185263053,5	11,32085173	6,63E-13	1720415046	2474256075	1720415046	2474256075
PD/DD	-41801576	33263235,43	-1,256690018	0,217688848	-109476136,9	25872985,06	-109476136,9	25872985,06
F/K	-6361836,1	5440644,347	-1,169316658	0,250653065	-17430910,16	4707238,034	-17430910,16	4707238,034

MARTI REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,5941239							
R Kare	0,35298321							
Ayarlı R Kare	0,31377007							
Standart Hata	43901163,2							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	3,47E+16	1,74E+16	9,001656706	0,000758764			
Fark	33	6,36E+16	1,93E+15					
Toplam	35	9,83E+16						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	34118047,7	16247328,87	2,0999173	0,043462377	1062608,76	67173486,7	1062608,76	67173486,7
PD/DD	68250385,1	19021092,83	3,5881422	0,001064702	29551680,94	106949089,2	29551680,94	106949089,2
F/K	42862,4913	120050,5782	0,3570369	0,723337281	-201382,2453	287107,2279	-201382,2453	287107,2279

AYCES REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,37947996							
R Kare	0,14400504							
Ayarlı R Kare	0,09212656							
Standart Hata	29692724,9							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	4,89E+15	2,45E+15	2,775814446	0,076873193			
Fark	33	2,91E+16	8,82E+14					
Toplam	35	3,40E+16						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	43936840,4	11926327,9	3,68402083	0,00081698	19672544,01	68201136,85	19672544,01	68201136,85
PD/DD	9891142,61	9789071,6	1,01042704	0,31964246	-10024873,21	29807158,44	-10024873,21	29807158,44
F/K	-42969,892	19227,5346	-2,23481029	0,032316768	-82088,60543	-3851,179117	-82088,60543	-3851,179117

TTKOM REGRESYON								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,9947586							
R Kare	0,98954467							
Ayarlı R Kare	0,98891101							
Standart Hata	741311101							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	1,72E+21	8,58E+20	1561,642188	2,08E-33			
Fark	33	1,81E+19	5,50E+17					
Toplam	35	1,73E+21						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	5475040,99	137308711,7	0,039873952	0,968433882	-273881632	284831713,9	-273881631,9	284831713,9
PD/DD	5307654106	180438010,1	29,41538816	2,96E-25	4940550216	5674757996	4940550216	5674757996
F/K	235366595	66539667,17	3,537237335	0,00122431	99990624,9	370742565	99990624,89	370742565

FVORİ REG.								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,621135918							
R Kare	0,385809829							
Ayarlı R Kare	0,348586182							
Standart Hata	16878386,71							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	5,91E+15	2,95E+15	10,3646435	0,0003214			
Fark	33	9,40E+15	2,85E+14					
Toplam	35	1,53E+16						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	74537530,97	6494166,282	11,47761356	4,61E-13	61325050	87750011,54	61325050,39	87750011,54
PD/DD	64928787,34	16810320,63	3,862435987	0,00049631	30727933	99129641,64	30727933,05	99129641,64
F/K	-487787,9419	140332,7755	-3,475937393	0,00144728	-773297,12	-202278,7648	-773297,119	-202278,7648

TURKCELL REGR.								
Regresyon İstatistikleri								
Çoklu R	0,21702645							
R Kare	0,04710048							
Ayarlı R Kare	-0,010651							
Standart Hata	5705313348							
Gözlem	36							
	df	SS	MS	F	Anlamlılık F			
Regresyon	2	5,31E+19	2,65E+19	0,81557171	0,45110464			
Fark	33	1,07E+21	3,26E+19					
Toplam	35	1,13E+21						
	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1,26E+10	1554313046	8,11739001	2,27E-09	9454691529	1,58E+10	9454691529	1,58E+10
PD/DD	-387848,44	308658,407	-1,256562	0,21773463	-1015818,7	240121,807	-1015818,7	240121,807
F/K	-3469810,6	94409744,4	-0,0367527	0,97090364	-195547879	188608258	-195547879	188608258

EK-2 ÇALIŞMADA KULLANILAN VERİ SETLERİ

F/K ORANLARI

F/K Oranı	200103	200106	200109	200112	200203	200206	200209	200212	200303	200306	200309	200312	200403	200406	200409	200412	200503	200506	200509	200512	200603	200606	200609	200612	200703	200706	200709	200712	200803	200806	200809	200812	200903	200906	200909	200912		
EREGL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22,9	2,6	3,3	5,1	5,7	4,5	4,0	3,8	3,9	3,7	8,8	22,6	79,9	-	13,3	6,4	8,5	7,0	11,5	12,8	10,4	10,2	4,9	22,4	-	-	-	-	
TUPRS	8,4	7,9	6,9	16,3	10,4	21,6	18,0	11,2	5,7	5,4	6,9	6,7	11,0	7,6	6,9	5,2	7,1	6,2	7,5	9,4	8,8	9,7	7,2	7,4	8,8	7,1	7,3	6,6	6,1	5,0	4,0	9,4	11,7	95,3	-	9,2		
FROTO	17,4	-	-	-	-	-	-	-	-	33,4	12,9	9,7	7,0	6,5	6,9	6,9	8,4	9,1	9,2	10,4	9,9	8,2	7,9	8,0	8,7	8,9	8,7	8,8	6,4	5,3	4,5	3,5	5,3	8,3	12,6	9,5		
ARCLK	15,0	-	70,4	64,9	21,4	14,0	9,9	10,1	8,0	9,0	9,7	20,5	24,0	16,8	15,2	11,3	9,5	10,0	10,3	12,0	13,9	9,7	8,7	10,3	11,7	19,5	29,0	20,7	15,2	9,2	12,0	20,7	19,3	9,5	9,2	8,1		
AYGAZ	22,9	48,4	5,8	23,8	11,4	7,2	19,1	9,8	8,3	9,9	11,2	7,0	7,2	7,0	8,2	11,5	10,4	7,8	7,2	14,5	16,7	-	16,7	2,7	2,2	2,0	1,9	3,0	3,3	2,4	2,7	23,4	8,4	13,8	27,1	5,4		
TOASO	13,6	31,1	-	-	-	-	-	-	-	64,5	-	-	220,2	112,9	17,1	30,9	36,6	29,8	20,4	14,0	10,0	13,7	23,3	24,4	29,9	31,0	24,8	19,8	17,5	9,3	7,0	6,1	3,3	5,9	10,9	8,9		
PETKM	-	-	-	602,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21,7	19,9	198,2	-	-	100,7	67,5	18,0	13,8	16,5	18,3	23,8	452,7	-	-	-	-	-	-	-	13,1	
AKCHS	-	132,1	35,6	59,5	45,9	23,3	21,6	21,2	19,0	24,1	20,5	18,7	12,6	7,6	9,2	12,5	13,2	9,9	12,2	12,0	12,4	8,6	8,7	11,1	11,0	9,5	10,0	7,3	6,5	4,8	6,0	4,4	5,2	8,9	17,4	17,0		
CIMSA	7,7	10,3	7,5	9,0	7,1	5,9	5,4	6,6	6,7	6,5	6,7	7,2	7,9	6,1	6,7	8,7	8,3	7,8	11,3	10,6	9,7	8,0	8,8	8,1	5,3	3,5	4,0	4,0	5,1	4,4	5,8	5,4	8,0	11,4	14,6	9,4		
TRKCM	14,4	10,6	6,5	9,5	6,8	4,5	6,7	7,3	7,9	6,8	7,8	8,1	10,3	9,7	8,5	8,1	7,9	8,5	10,8	14,4	19,3	8,5	8,3	7,9	6,9	9,0	7,7	7,7	5,4	4,3	4,2	4,1	4,6	15,1	122,2	-		
VESTL	10,3	13,6	7,1	10,8	8,8	7,2	4,6	6,9	6,3	5,5	5,8	9,0	12,8	15,0	17,0	9,7	12,8	9,1	14,3	9,2	9,6	-	92,1	197,8	-	9,6	74,4	25,6	-	-	-	-	-	-	-	-		
YKBNK	6,5	14,6	17,6	-	-	-	-	-	0,9	1,0	0,9	0,8	13,4	12,8	16,3	28,6	-	-	-	-	-	-	-	-	15,1	14,4	9,7	11,4	19,9	8,7	7,5	10,8	8,8	7,2	7,9	11,4	10,5	
GARAN	4,6	11,4	8,5	-	-	-	-	-	13,8	11,0	7,7	7,5	11,2	9,3	9,2	9,8	11,3	13,5	12,4	13,5	14,5	13,0	9,2	9,7	9,2	11,0	7,5	8,6	9,5	5,3	6,6	7,4	6,2	5,1	8,1	9,7	9,0	
AKBNK	4,7	7,0	5,1	-	-	50,3	28,4	6,5	5,7	5,8	5,5	6,7	5,6	6,0	8,5	12,3	8,7	9,1	12,7	13,8	12,8	10,5	11,0	11,8	14,5	11,7	14,3	13,1	7,6	6,5	10,3	8,4	8,7	10,9	11,5	10,4		
ISCTR	26,8	84,4	66,0	-	-	-	-	-	11,3	12,3	7,8	10,1	19,2	14,9	14,2	13,6	19,2	18,8	17,2	22,8	24,1	19,0	12,4	12,8	16,2	17,3	15,0	13,6	11,9	7,2	5,3	8,9	7,5	6,6	8,1	8,9	8,2	
FINBN	1,6	5,1	3,2	-	-	-	-	-	1,5	2,8	3,6	2,8	4,4	4,5	4,2	5,0	7,5	7,9	11,3	12,6	16,3	18,1	16,3	9,7	10,0	8,5	9,0	14,4	13,3	17,4	12,1	17,9	17,5	12,3	12,2	16,9	14,7	
TSKB	1,9	3,1	1,8	1,8	1,4	1,1	1,9	2,9	3,7	3,3	1,3	2,3	2,1	1,6	3,1	4,0	7,5	5,9	9,6	9,2	9,4	6,5	7,9	7,3	8,5	6,9	7,4	5,2	3,1	2,7	3,1	3,9	2,9	4,0	5,8	5,2		
SNBNK	45,7	23,5	82,9	-	-	-	-	-	5,7	2,5	3,6	2,6	1,6	1,8	1,4	1,6	3,0	5,0	5,6	9,9	16,9	23,3	25,8	24,2	11,4	11,4	11,1	13,7	16,9	6,6	6,5	5,6	3,0	3,0	5,0	8,3	8,5	
TEBNK	4,6	4,5	1,5	-	-	-	-	-	6,6	6,0	3,8	2,9	4,8	5,2	4,7	8,8	13,7	7,9	9,6	15,0	15,9	14,8	9,0	10,0	12,7	17,0	17,9	19,0	17,0	6,7	6,3	7,8	5,5	4,0	7,3	10,2	14,7	
TEKST	2,2	4,0	2,8	-	-	-	-	-	0,7	1,5	1,4	1,3	8,7	5,6	8,2	32,3	19,2	21,6	13,0	21,0	36,3	62,8	-	96,0	30,3	19,5	11,5	15,9	12,9	16,2	24,2	27,9	16,0	14,2	22,4	25,4	34,1	
ASELS	-	-	-	-	5,4	3,0	4,9	9,1	7,0	5,1	6,6	11,6	7,0	33,2	85,1	5,9	10,9	5,5	4,7	10,1	12,3	9,1	8,2	9,3	10,5	7,1	9,3	7,8	6,1	5,3	4,8	28,6	35,2	16,5	6,2	7,4		
NETAS	17,8	14,4	7,7	24,5	78,5	24,9	60,7	9,9	7,3	9,2	11,8	39,0	-	-	-	21,5	14,5	22,0	15,9	16,9	15,5	15,7	14,7	20,4	23,3	9,7	15,1	20,7	11,3	348,6	16,1	6,3	4,3	5,8	9,6	14,7		
ALCTL	-	-	-	-	49,023,7	-	23,1	40,4	-	5,1	6,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	916,9	4,7	6,4	5,1	5,2	-	29,6	63,5	28,0	-	19,5	4,9	5,1	4,9	16,3	11,2	
INDES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,8	7,4	6,7	7,7	9,6	15,0	6,1	7,2	9,0	7,8	8,5	10,5	8,4	9,7	10,8	6,7	10,4	6,5	7,5	6,9	5,7	
ESCOM	-	-	-	-	15,2	14,3	24,4	31,1	305,7	171,4	387,8	23,0	-	-	-	77,4	-	-	11,6	10,8	14,8	13,2	-	96,5	216,2	15,8	20,0	83,9	832,0	48,2	-	-	-	-	-	-	-	
LOGO	5,5	6,4	5,8	5,0	7,2	5,4	5,3	31,1	36,4	11,1	-	7,0	10,3	3,3	4,2	5,3	7,0	-	-	-	16,7	119,8	-	-	-	-	-	-	7,8	10,0	8,2	8,4	-	-	-	-	-	
THYAO	-	-	-	-	165,0	28,5	10,9	5,6	9,8	10,6	70,4	14,5	6,3	10,3	5,5	7,2	13,0	6,0	11,8	9,8	10,7	-	6,1	8,0	5,7	3,2	7,0	6,6	5,2	2,9	1,9	1,5	0,9	1,0	2,1	3,6	-	
MARTI	-	-	-	-	-	39,3	2,7	4,5	13,8	4,5	7,3	16,6	12,4	15,0	10,0	19,5	85,0	28,5	404,8	100,4	86,4	-	-	-	-	-	15,9	-	-	-	-	-	-	10,3	10,5	21,2	20,7	
AYCES	1.532,3	156,6	11,6	56,3	125,8	101,6	18,6	17,5	31,1	-	444,6	11,6	18,6	13,5	23,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
TTKOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
FVORI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
TECELL	-	-	-	-	-	-	-	-	54,7	33,5	27,2	13,0	13,9	6,2	9,6	8,7	8,5	22,4	22,8	16,4	14,3	14,2	13,4	15,1	14,9	12,4	11,1	11,8	13,2	16,0	12,5	7,3	7,8	8,3	7,8	8,7	12,1	13,6
ENKAİ	74,6	72,6	58,3	45,9	69,6	37,1	54,0	45,6	39,4	32,2	31,3	43,7	14,5	13,7	13,2	6,4	6,3	6,7	6,2	12,3	13,0	14,9	12,5	15,4	18,1	19,6	19,2	24,7	19,7	16,9	11,6	8,2	9,6	17,3	17,0	15,2		
MGROS	91,8	69,1	81,0	64,6	74,1	79,1	69,1	65,5	46,8	45,4	51,5	15,6	13,9	11,6	11,5	20,7	18,9	18,6	23,0	24,5	28,0	38,6	27,3	41,0	33,5	24,8	23,0	7,4	6,1	6,0	6,4	9,3	8,7	12,7	22,2	-		

PD/DD ORANLARI

PD/DD	2001/03	2001/05	2001/06	2001/12	2002/03	2002/06	2002/09	2002/12	2003/03	2003/06	2003/09	2003/12	2004/03	2004/06	2004/09	2004/12	2005/03	2005/06	2005/09	2005/12	2006/03	2006/06	2006/09	2006/12	2007/03	2007/06	2007/09	2007/12	2008/03	2008/06	2008/09	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09	2009/12
EREGL	09	10	09	11	07	08	07	06	05	05	07	09	07	05	07	07	07	06	10	09	08	08	06	08	12	12	16	14	13	18	10	08	06	09	13	12
TUPRS	43	38	28	42	26	21	17	17	14	17	19	18	10	09	11	11	15	16	19	19	18	22	18	22	23	21	21	18	19	14	12	14	14	17	20	
FROTO	48	81	59	87	80	137	157	112	97	48	50	25	24	22	24	20	20	19	21	26	27	22	23	25	28	26	25	19	17	13	09	10	12	18	19	
ARCLK	24	32	18	39	30	32	27	30	25	29	28	25	25	20	22	20	18	19	21	17	17	17	16	17	22	18	15	09	08	07	04	04	06	11	15	
AYGAZ	45	53	16	43	27	22	22	24	19	21	19	12	11	09	10	09	08	08	09	14	12	11	08	07	07	09	10	09	08	06	05	04	04	07	11	10
TOASO	27	39	27	39	28	24	12	14	15	15	17	19	16	13	19	13	12	10	12	14	20	22	21	24	25	30	27	26	19	15	11	05	07	11	16	17
PETKM	31	27	16	26	19	13	13	14	16	14	12	14	10	08	08	09	08	09	10	11	09	07	07	10	12	13	11	09	07	06	07	06	10	11	10	
AKCHS	20	25	16	29	26	20	19	19	20	17	16	13	12	09	12	13	14	14	17	18	24	17	18	21	23	20	21	16	15	10	10	06	07	09	15	16
CIMSA	17	19	15	21	18	14	13	14	16	14	13	10	10	08	10	11	14	15	20	18	20	13	16	16	18	15	13	12	08	08	05	06	07	10	11	
TRKCM	25	19	13	25	23	15	20	16	18	14	15	10	11	11	11	10	12	13	13	14	14	11	12	12	14	13	12	07	06	06	04	04	06	08	-	
VESTL	19	22	12	21	17	15	10	13	12	12	12	18	11	08	10	08	09	08	08	08	08	05	05	05	05	05	05	04	03	03	02	02	06	08	-	
YKBNK	10	20	11	22	20	08	08	04	04	04	04	06	07	07	07	07	08	09	20	28	31	28	28	23	26	24	30	29	16	14	20	13	10	13	17	17
GARAN	09	18	10	16	15	11	07	10	07	08	10	14	14	14	14	16	19	20	23	26	25	21	21	21	26	26	30	32	18	15	15	12	10	16	19	20
AKBNK	15	20	15	18	15	16	13	14	10	13	14	17	16	15	18	20	16	21	27	31	32	27	26	27	25	23	27	25	16	12	18	13	13	17	19	20
ISCTR	34	47	27	23	20	10	08	08	07	08	10	15	13	13	13	16	17	16	21	24	21	19	17	19	19	17	18	19	15	12	15	12	11	13	14	14
FINBN	05	14	07	13	05	04	03	05	05	06	05	09	09	08	09	14	17	29	33	41	50	49	38	34	30	30	28	28	20	26	22	22	22	32	26	26
TSKB	04	07	03	05	04	03	02	03	02	02	02	03	03	03	05	05	11	09	14	17	17	13	15	13	14	12	12	10	07	07	07	06	05	06	09	10
SKBNK	03	06	05	19	14	13	06	06	05	06	04	05	06	05	05	08	13	16	18	18	23	21	17	14	17	24	23	24	11	11	08	04	04	07	10	10
TEBNK	12	11	05	09	07	06	05	05	04	04	04	07	08	07	09	12	10	13	24	27	30	18	20	24	29	32	35	24	11	11	10	06	05	08	12	19
TEKST	04	04	03	55	20	10	06	04	05	05	04	05	05	04	05	06	12	10	17	22	23	16	12	14	16	19	19	14	15	14	12	04	04	08	08	10
ABELS	41	47	32	35	23	15	29	30	24	14	17	20	15	14	15	12	24	20	20	25	34	19	17	17	19	17	18	16	13	11	09	07	07	10	11	21
NETAS	58	46	21	44	34	19	16	16	15	18	20	28	21	12	15	15	14	13	11	18	16	11	11	12	12	11	13	11	05	05	04	03	03	06	11	14
ALCTL	70	182	194	123	80	152	105	38	71	30	36	61	43	58	69	44	104	95	89	71	68	27	34	29	31	28	34	30	17	14	12	07	16	13	26	22
INDES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17	15	14	13	11	12	18	26	12	14	15	13	13	12	11	09	07	06	05	08	08	09
ESCOM	21	18	08	19	14	13	24	27	21	15	15	16	12	10	11	10	10	10	07	09	12	09	09	10	10	10	09	09	07	05	08	05	05	08	08	10
LOGO	13	16	14	13	13	10	08	14	09	10	13	12	20	12	13	14	21	26	27	15	16	17	-	-	13	19	16	15	18	09	09	09	07	12	14	-
THYAO	255	127	39	82	64	32	23	27	27	28	19	15	18	13	14	13	10	12	10	12	12	07	07	07	07	10	09	08	05	04	04	03	04	07	10	-
MARTI	15	11	03	08	07	05	03	04	04	04	04	05	10	08	07	08	09	10	17	17	19	11	11	13	13	12	11	09	06	05	04	05	06	06	08	-
AYCES	12	21	07	25	21	21	10	10	10	10	12	08	07	05	05	07	07	08	11	12	15	11	14	13	14	18	14	10	08	07	05	04	06	07	09	16
TTKOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVORI	07	07	02	04	04	04	03	02	01	02	02	02	01	01	01	02	04	05	07	05	06	04	04	04	03	04	03	03	03	02	03	06	05	05	07	
TCELL	191632	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ENKAJ	321	319	257	183	731	122	185	158	195	160	146	131	23	18	20	18	19	22	21	22	23	23	22	30	36	44	45	53	37	40	25	13	13	17	21	22
MGROS	64	55	52	78	55	36	38	36	29	31	35	21	21	17	19	24	20	22	24	26	32	22	26	35	34	41	37	28	23	25	25	16	14	08	24	-

FİRMA DEĞERLERİ

Firma Değeri (TL)	2001/03	2001/06	2001/09	2001/12	2002/03	2002/06	2002/09	2002/12	2003/03	2003/06	2003/09	2003/12	2004/03	2004/06	2004/09	2004/12	2005/03
EREGL	838.115.775,0	1.041.674.772,0	1.148.197.465,0	1.364.619.955,0	1.197.290.772,0	1.235.832.666,0	1.237.903.616,0	1.237.823.462,0	1.113.501.506,0	1.257.463.566,0	1.585.292.108,0	2.111.676.234,0	2.185.114.855,0	1.931.744.764,0	2.244.723.332,0	2.679.010.261,0	2.886.455.747,0
TUPRS	1.539.917.207,0	2.352.039.416,0	2.179.764.466,0	3.109.457.435,0	1.817.641.168,0	1.552.654.952,0	1.490.696.961,0	1.901.004.953,0	1.742.900.984,0	1.768.642.253,0	2.335.354.501,0	2.451.513.554,0	2.053.478.587,0	2.633.762.699,0	2.673.361.646,0	3.995.867.250,0	3.995.867.250,0
FROTO	768.745.955,0	1.250.496.776,0	947.462.121,0	1.452.751.706,5	1.438.060.490,5	1.629.963.962,5	1.634.412.307,0	1.678.704.920,0	1.794.921.844,5	1.844.625.860,0	2.389.157.458,0	3.203.243.000,0	3.476.750.000,0	3.403.825.000,0	3.615.589.000,0	3.174.312.500,0	3.170.923.000,0
ARCLK	751.911.703,0	1.048.122.666,0	685.176.065,0	1.443.226.415,0	1.203.710.346,0	1.341.165.239,0	1.962.491.227,0	2.028.398.089,0	1.810.552.859,0	2.213.052.811,0	2.254.121.411,0	3.158.880.000,0	3.319.706.000,0	2.984.982.000,0	3.647.935.000,0	3.362.916.000,0	3.161.760.000,0
AYGAS	356.764.175,0	551.044.524,5	260.126.559,0	583.739.959,5	425.570.300,0	347.998.064,3	397.288.467,6	509.579.142,1	436.376.253,9	591.505.232,0	544.550.333,9	849.725.001,3	814.080.046,0	712.068.244,9	847.959.260,1	809.044.685,5	748.926.351,2
TOASO	498.615.819,0	825.885.310,0	699.192.568,0	1.095.164.950,0	988.757.365,0	919.622.521,5	842.004.356,8	777.539.087,3	831.543.039,3	922.019.269,0	997.363.905,0	1.413.654.000,0	1.436.888.000,0	1.134.339.000,0	1.609.262.000,0	1.212.622.000,0	1.047.329.000,0
PETKM	1.279.854.850,0	1.289.811.909,0	788.296.557,0	1.571.114.024,0	1.141.303.473,0	791.286.464,0	842.171.110,0	984.540.174,0	1.244.020.117,0	1.086.405.801,0	939.105.207,0	1.053.575.338,0	1.127.997.946,0	981.219.944,0	1.185.117.013,0	1.137.170.718,0	
AKCMS	195.172.530,0	295.829.259,7	211.284.441,7	374.658.875,8	356.476.310,5	308.644.883,3	333.111.681,9	351.102.680,7	385.958.023,9	344.649.037,7	341.505.955,0	655.769.751,9	611.374.282,8	495.741.188,6	690.733.262,4	753.824.980,8	771.598.470,4
CIMSA	138.367.844,0	194.493.582,0	167.716.433,0	253.368.466,0	205.272.084,0	199.221.610,0	182.452.042,0	213.633.206,0	222.990.723,0	233.746.060,0	205.891.142,0	417.904.586,0	401.557.920,0	292.608.168,0	413.309.465,0	557.926.142,0	571.456.620,0
TRKCM	322.704.271,0	290.642.857,0	279.385.823,0	533.363.744,0	424.817.134,0	309.102.814,0	469.426.212,0	496.035.106,0	513.257.593,0	490.886.696,0	527.886.430,0	731.052.728,0	840.031.655,0	798.214.335,0	886.531.354,0	847.115.506,0	1.078.423.875,0
VESTL	397.592.867,9	490.820.379,2	299.707.823,7	696.495.195,8	640.384.151,7	664.033.245,3	562.756.080,7	514.328.934,6	534.103.256,6	475.000.178,9	577.406.934,6	857.949.560,1	816.692.038,1	706.799.479,7	968.289.282,7	772.184.537,2	902.920.389,6
ASELS	193.403.947,0	227.596.322,0	176.930.952,0	265.189.250,0	146.047.314,0	30.435.876,0	141.930.055,0	276.801.026,0	205.538.352,0	73.239.645,0	59.894.359,0	116.953.691,0	2.939.064,0	-2.330.549,0	-111.077.276,0	-24.516.983,0	327.497.567,0
NETAS	319.043.174,0	270.989.398,0	91.826.646,0	246.902.585,0	158.576.260,0	63.951.223,0	53.821.174,0	77.993.746,0	93.122.657,0	114.115.972,0	124.139.011,0	185.487.691,0	209.249.620,0	92.420.906,0	144.712.522,0	143.084.363,0	142.688.968,0
ALCTL	96.147.896,0	130.920.411,0	88.451.140,0	184.751.240,0	144.807.418,0	106.823.498,0	96.094.790,0	96.367.788,0	111.916.333,0	104.972.283,0	103.040.006,0	126.837.350,0	133.295.106,0	101.630.173,0	97.082.643,0	126.481.744,0	140.097.650,0
INDES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ESCOM	21.542.454,0	18.188.140,0	7.025.790,0	21.044.319,0	17.775.511,0	16.941.409,0	29.722.606,0	36.188.787,0	30.685.447,0	33.645.112,0	26.164.612,0	28.975.549,0	33.861.357,0	34.596.321,0	36.933.865,0	37.928.371,0	83.744.851,9
LOGO	7.418.975,0	12.355.859,0	10.916.610,0	10.000.957,0	11.704.239,0	10.081.197,0	7.179.847,0	16.196.451,0	10.491.899,0	13.597.355,0	24.310.182,0	19.019.231,0	35.233.491,0	26.885.195,0	30.397.872,0	31.770.209,0	53.265.924,0
THYAO	1.491.408.003,7	1.625.395.926,0	655.844.534,0	1.252.950.509,0	1.003.122.669,0	631.860.946,0	525.543.859,0	655.940.687,0	675.912.209,0	679.220.413,0	423.407.750,0	2.145.840.846,0	2.355.612.092,0	1.995.081.232,0	2.353.533.935,0	2.186.334.747,0	2.113.608.606,0
MARTI	33.700.192,0	39.627.077,0	31.746.932,0	33.192.626,0	31.060.563,0	34.326.267,7	30.983.882,3	34.744.194,1	35.289.085,1	34.763.520,0	35.553.554,8	42.320.934,2	65.987.296,6	57.922.453,3	62.715.324,8	82.142.119,0	92.847.999,0
AYCES	7.527.806,0	16.403.607,0	8.122.474,0	23.430.721,0	22.373.894,0	23.939.187,0	15.510.660,0	16.918.297,0	18.386.681,0	17.564.959,0	22.631.717,0	47.968.054,0	48.096.010,0	35.594.986,0	36.403.209,0	48.049.475,0	47.738.042,0
TTKOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVORI	55.400.442,0	65.534.478,0	70.848.960,0	68.915.988,0	68.979.689,0	79.593.460,0	81.692.719,0	75.326.176,0	76.347.777,0	66.248.841,0	66.456.983,0	76.288.664,0	77.947.089,0	68.603.792,0	96.063.368,0	87.522.986,0	107.658.528,0
TECEL	5.226.471.237,0	6.091.972.547,5	4.273.133.442,0	8.256.344.880,0	5.981.348.692,0	5.615.925.702,0	5.692.760.198,0	6.362.120.499,0	5.613.197.309,0	5.616.092.764,0	5.210.318.129,0	7.088.869.108,0	9.247.194.050,0	9.272.572.197,0	9.645.198.694,7	13.923.412.993,4	13.585.671.089,3
ENKAJ	474.267.842,0	571.546.354,0	542.576.180,0	1.033.827.093,0	1.213.410.261,0	1.034.751.810,0	1.978.021.796,0	2.078.460.221,0	2.430.330.919,0	2.464.827.920,8	2.602.226.129,5	3.658.399.501,0	2.769.056.861,0	4.719.269.043,0	5.073.913.755,0	5.130.698.112,0	5.124.864.611,0
MGROS	627.380.317,0	665.712.093,0	693.172.934,0	1.052.516.720,0	793.444.849,0	545.535.523,0	654.077.955,0	665.559.438,0	556.817.239,0	658.885.344,0	796.479.064,0	1.095.248.000,0	1.176.156.000,0	1.005.611.000,0	1.133.711.000,0	1.486.732.000,0	1.137.626.000,0
YKBNK	1.179.611.229,9	2.934.144.303,4	1.682.775.599,7	3.347.933.884,6	3.009.378.772,7	1.184.942.891,8	808.770.545,2	1.034.473.953,1	1.077.091.187,8	1.158.610.827,5	1.211.274.956,0	2.181.799.610,2	2.763.675.364,8	2.670.823.660,8	2.971.761.538,1	3.189.941.499,1	4.062.661.343,2
GARAN	790.000.000,0	1.638.000.000,0	937.500.000,0	1.997.500.000,0	2.025.000.000,0	1.451.250.000,0	1.148.034.333,3	1.702.257.804,5	1.266.796.937,7	1.520.155.806,8	2.096.196.422,1	3.370.355.031,7	3.884.128.664,5	3.637.517.320,8	4.151.290.953,6	5.112.000.000,0	6.144.000.000,0
AKBNK	1.750.000.000,0	2.600.000.000,0	2.160.000.000,0	3.680.000.000,0	3.400.000.000,0	4.080.000.000,0	3.800.000.000,0	4.488.000.000,0	3.672.000.000,0	5.040.000.000,0	6.660.000.000,0	8.820.000.000,0	8.400.000.000,0	8.175.000.000,0	10.200.000.000,0	12.525.000.000,0	9.825.000.000,0
ISCTR	5.253.979.600,0	7.213.828.250,0	4.214.821.000,0	6.965.394.250,0	5.988.014.900,0	3.323.224.250,0	2.715.317.375,0	3.325.859.875,0	3.201.642.875,0	3.647.441.875,0	5.146.944.875,0	8.132.154.660,0	8.417.493.420,0	7.704.146.520,0	9.023.999.985,0	12.223.418.161,5	12.797.677.706,0
FINBN	122.578.500,0	368.980.000,0	206.250.000,0	350.625.000,0	217.250.000,0	170.500.000,0	170.500.000,0	276.826.63,8	294.571.324,3	351.356.157,9	337.159.949,5	667.595.400,0	731.378.400,0	654.838.800,0	885.000.000,0	1.427.800.000,0	1.923.400.000,0
TSKB	20.790.000,0	37.730.000,0	20.405.000,0	36.190.000,0	42.735.000,0	30.607.500,0	32.340.000,0	36.517.664,0	36.517.664,0	56.899.616,0	54.351.872,0	93.417.280,0	98.512.768,0	96.623.296,0	163.875.000,0	186.675.000,0	421.800.000,0
SKBNK	21.300.000,0	65.000.000,0	75.000.000,0	88.000.000,0	88.000.000,0	68.000.000,0	56.240.000,0	58.520.000,0	56.480.000,0	71.440.000,0	62.320.000,0	96.900.000,0	128.350.000,0	102.000.000,0	136.850.000,0	244.800.000,0	412.500.000,0
TEBNK	130.921.875,0	129.543.750,0	66.150.000,0	157.106.250,0	143.325.000,0	124.031.250,0	122.653.125,0	122.653.125,0	127.338.750,0	107.493.750,0	127.338.750,0	243.928.125,0	276.579.625,0	241.315.000,0	332.350.000,0	462.400.000,0	424.600.000,0
TEKST	27.600.000,0	36.400.000,0	23.400.000,0	52.800.000,0	64.440.000,0	52.600.000,0	38.000.000,0	41.000.000,0	51.450.000,0	53.900.000,0	46.550.000,0	55.125.000,0	58.800.000,0	49.000.000,0	63.700.000,0	82.075.000,0	162.925.000,0

Firma Değer (TL)	2005/06	2006/06	2007/06	2008/06	2009/06	2010/06	2011/06	2012/06	2013/06	2014/06	2015/06	2016/06	2017/06	2018/06	2019/06	2020/06	2021/06		
EREGL	3.147.370.303,0	5.031.164.100,0	5.214.615.308,0	4.866.316.709,0	4.505.107.254,0	4.127.275.902,0	5.696.480.551,0	7.705.430.023,0	7.926.684.880,0	10.932.455.254,0	10.417.651.461,0	9.634.581.733,0	13.645.242.056,0	9.982.468.071,0	8.293.944.571,0	7.358.974.444,0	8.650.661.139,0	10.630.588.141,0	10.300.262.858,0
TUPRS	4.380.955.866,0	5.683.275.169,0	5.705.976.345,0	5.404.588.918,0	6.804.485.800,0	5.467.485.360,0	6.423.857.640,0	7.667.462.200,0	7.688.453.800,0	7.949.768.400,0	8.308.603.600,0	7.167.809.400,0	7.033.155.400,0	6.155.124.120,0	4.363.129.040,0	4.338.119.640,0	4.011.631.960,0	5.223.285.320,0	6.455.468.200,0
PROTO	3.071.770.199,0	3.977.428.665,0	4.238.777.864,0	4.252.258.931,0	3.784.011.985,0	3.799.477.400,0	4.340.263.123,0	4.500.834.150,0	4.606.004.430,0	4.301.901.584,0	3.991.697.686,0	3.306.930.040,0	3.306.930.040,0	2.226.379.948,0	1.647.376.984,0	1.437.484.770,0	1.955.970.985,0	3.127.786.324,0	3.191.556.609,0
ARCLK	3.628.230.000,0	3.297.484.000,0	4.159.375.000,0	4.926.272.000,0	4.583.099.000,0	4.827.021.000,0	5.367.984.000,0	5.688.777.000,0	6.009.513.000,0	6.009.513.000,0	4.758.363.000,0	3.229.581.000,0	3.229.581.000,0	3.460.207.220,0	4.389.967.220,0	3.460.207.220,0	4.389.967.220,0	5.155.877.999,0	5.155.877.999,0
AYG4Z	759.166.697,2	867.433.339,2	1.448.619.918,0	1.818.271.101,2	1.795.197.045,5	1.619.470.441,2	1.032.122.687,5	962.834.353,1	1.385.349.744,0	1.526.627.140,7	1.557.930.552,5	1.539.213.538,0	1.046.560.123,0	830.421.210,0	645.330.759,0	629.421.571,0	1.213.233.686,0	1.873.574.798,0	1.722.559.673,0
TOL40	777.700.000,0	966.880.000,0	1.192.436.000,0	1.621.431.000,0	1.810.912.000,0	1.877.854.000,0	2.700.994.000,0	3.348.957.000,0	3.348.957.000,0	3.475.976.000,0	2.674.124.000,0	2.391.764.000,0	2.391.764.000,0	1.929.707.000,0	1.768.979.000,0	1.929.707.000,0	2.229.079.000,0	3.064.423.000,0	3.151.876.000,0
PETNM	1.175.165.516,0	1.349.619.532,0	1.625.237.736,0	1.327.489.160,0	1.071.354.289,0	991.539.544,0	955.628.444,0	1.394.184.403,0	1.751.781.157,0	1.991.877.322,0	1.692.656.92,0	1.261.233.933,0	971.676.510,0	910.184.328,0	946.862.953,0	795.163.256,0	1.265.119.809,0	1.437.205.109,0	1.406.904.451,0
AKCN8	816.270.801,6	1.097.476.700,5	1.225.271.816,4	1.553.372.327,1	1.129.045.921,6	1.271.699.787,4	1.485.457.356,1	1.529.593.242,8	1.768.476.702,4	1.953.437.583,3	1.529.592.475,6	1.229.939.825,1	997.973.060,7	1.005.473.784,0	675.441.986,4	698.287.870,0	873.311.077,5	1.312.703.470,5	1.421.358.256,9
CIM94	732.089.689,0	1.088.006.253,0	1.332.161.062,0	1.384.535.666,0	995.831.533,0	1.220.953.206,0	1.333.882.208,0	1.382.551.692,7	1.234.118.109,0	1.370.092.323,0	1.209.952.221,3	959.316.450,3	788.506.774,5	838.024.320,3	614.360.950,5	635.711.042,3	711.890.281,7	985.538.872,1	1.081.455.191,1
TRKCM	1.109.457.775,0	1.212.225.545,0	1.352.804.261,0	1.484.661.659,0	1.191.389.450,0	1.331.901.821,9	1.378.455.075,6	1.472.148.159,2	1.661.334.461,2	1.621.655.105,2	1.597.863.042,4	1.088.415.113,4	975.271.433,8	905.941.383,6	748.801.762,8	759.655.852,2	925.594.089,0	1.212.484.203,0	-
VESTL	819.531.448,4	917.857.457,4	874.434.432,5	1.184.920.378,3	1.078.340.608,9	1.157.880.599,8	915.347.594,0	949.608.599,8	813.799.645,1	1.018.466.622,4	910.858.672,2	545.670.812,4	362.759.777,3	485.675.637,2	519.783.633,8	715.115.582,8	998.132.975,3	1.339.075.246,3	-
ABELS	311.626.418,0	426.953.477,0	567.356.055,0	927.009.567,0	414.100.141,0	381.500.159,0	382.876.554,0	452.638.330,0	577.553.993,0	713.003.633,0	627.195.953,0	508.689.353,0	499.645.658,0	406.408.072,0	250.522.170,0	350.901.843,0	432.942.874,0	579.131.554,0	1.137.757.268,0
NETAS	140.817.403,0	114.916.039,0	198.247.744,0	158.653.240,0	83.508.564,0	88.661.870,0	78.876.022,0	78.980.277,0	83.904.903,0	115.015.443,0	98.819.714,0	1.653.742,0	8.403.469,0	-5.252.542,0	-29.029.085,0	-34.570.545,0	52.753.155,0	188.436.211,0	268.826.542,0
ALCTL	162.486.791,0	161.256.781,0	200.733.094,0	167.835.793,0	88.713.276,0	113.240.071,0	83.566.127,0	76.717.837,0	75.851.461,8	90.910.886,3	68.731.216,0	36.462.732,8	32.190.386,6	32.591.605,4	-1.130.813,5	28.221.889,4	61.705.405,3	102.088.728,0	94.680.713,3
INDES	72.582.438,0	73.088.515,2	118.764.627,6	190.946.202,0	123.681.341,5	127.417.330,0	150.666.816,3	157.617.671,0	163.049.939,0	144.774.708,0	138.420.919,0	151.396.656,0	121.796.323,0	106.597.183,0	84.471.003,0	62.418.671,0	57.457.315,0	83.970.864,0	120.867.997,0
ESCOM	29.999.573,0	24.933.433,0	26.862.448,0	27.524.453,0	20.247.884,0	20.018.258,0	24.646.903,0	22.064.184,0	23.366.306,0	22.065.952,0	19.484.288,0	15.682.935,0	12.035.708,0	17.259.855,0	9.986.538,0	10.486.138,0	13.823.824,0	15.352.452,0	18.625.025,0
LOGO	76.120.013,0	78.239.458,0	43.529.207,0	45.123.265,0	44.029.127,0	-	-	34.910.046,0	53.741.117,0	49.387.101,0	52.980.749,0	63.965.564,0	34.204.879,0	30.422.888,0	20.585.768,0	21.342.480,0	35.709.620,0	42.510.132,0	-
THYAO	2.193.362.534,0	2.032.363.618,0	2.394.566.350,0	2.401.951.314,0	2.154.038.006,0	2.480.704.585,0	2.405.976.302,0	2.689.242.733,0	2.820.361.495,0	2.597.990.453,0	2.557.544.518,0	2.469.523.395,0	1.807.668.727,0	2.059.197.578,0	2.306.565.040,0	2.552.112.992,0	3.113.737.174,0	4.708.925.091,0	-
MARTI	97.490.757,0	162.005.203,0	160.531.803,0	171.288.134,0	119.872.782,0	123.444.638,0	148.549.226,0	154.104.156,0	151.749.927,0	149.428.922,0	136.186.633,0	115.625.641,0	116.776.165,0	120.124.589,0	140.297.576,0	145.795.353,0	141.611.020,0	159.547.463,0	-
AYCE5	56.485.080,0	76.793.356,8	86.261.424,0	100.828.888,0	79.829.148,8	95.691.094,0	82.285.587,4	88.530.950,0	109.628.302,0	89.355.262,0	79.180.079,4	62.301.510,6	50.298.803,4	39.772.380,2	31.294.365,2	43.314.034,0	54.943.951,8	67.144.422,4	118.598.816,0
TTKOM	-	-	-	-	-	-	827.975.000,0	-	-	-	815.632.000,0	425.008.000,0	16.589.790.000,0	15.883.675.000,0	14.592.467.000,0	15.769.680.000,0	20.598.130.000,0	19.172.277.000,0	19.180.383.000,0
FIORI	112.393.936,0	124.553.410,0	115.160.103,0	117.226.105,0	120.946.219,0	114.897.991,0	110.481.441,0	106.236.915,0	107.941.541,0	100.651.933,0	98.132.259,0	103.556.877,0	97.337.083,0	96.453.782,0	113.452.071,0	128.143.987,0	122.187.249,0	120.395.184,0	123.570.795,3
TECLL	12.386.439.450,6	13.558.661.323,4	14.976.374.195,2	15.561.679.123,6	15.807.917.000,0	16.330.493.000,0	14.395.682.000,0	13.794.339.000,0	16.180.841.000,0	20.265.912.000,0	25.409.638.000,0	21.241.532.000,0	12.788.742.000,0	15.311.648.000,0	15.514.347.000,0	14.317.673.000,0	16.863.713.000,0	21.957.695.000,0	20.449.626.000,0
ENK4I	5.696.544.164,0	5.579.294.872,0	5.080.219.579,0	6.455.038.276,0	7.965.387.910,0	7.416.338.075,0	9.571.445.010,0	11.699.323.457,0	13.735.980.944,0	13.824.199.198,0	18.790.495.000,0	15.250.174.000,0	17.317.025.000,0	10.695.235.000,0	6.384.096.000,0	7.069.196.000,0	8.459.964.000,0	10.810.854.000,0	11.824.412.000,0
MGRO5	1.308.713.000,0	1.576.482.000,0	2.143.439.000,0	2.671.224.000,0	2.472.210.500,0	3.035.043.363,2	3.482.424.647,8	3.480.713.901,4	4.111.621.053,0	3.605.323.186,0	3.346.347.000,0	2.776.184.000,0	2.750.174.000,0	2.896.785.000,0	1.426.682.000,0	1.311.675.000,0	2.016.919.000,0	4.859.947.000,0	-
YKBNK	3.036.957.935,2	4.213.130.281,8	4.739.771.957,0	5.341.647.321,6	4.533.023.360,2	4.969.255.733,8	7.751.333.397,1	9.302.742.624,1	9.196.394.000,0	12.156.877.000,0	14.119.451.293,1	8.841.792.312,7	7.676.594.876,2	11.737.038.466,8	9.128.807.696,4	7.433.457.695,6	9.911.276.927,5	14.084.446.160,2	14.538.328.211,5
GARAN	6.900.000.000,0	8.442.000.000,0	10.290.000.000,0	10.500.000.000,0	8.274.000.000,0	9.408.000.000,0	9.828.000.000,0	13.125.000.000,0	15.435.000.000,0	19.425.000.000,0	22.050.000.000,0	12.620.000.000,0	11.844.000.000,0	12.862.000.000,0	10.920.000.000,0	9.912.000.000,0	17.556.000.000,0	23.520.000.000,0	26.570.000.000,0
AKBNK	11.580.000.000,0	16.110.000.000,0	19.800.049.984,0	20.340.051.347,2	16.720.000.000,0	17.050.000.000,0	18.920.000.000,0	22.320.000.000,0	21.900.000.000,0	27.600.000.000,0	26.100.000.000,0	16.800.000.000,0	12.720.000.000,0	19.650.000.000,0	14.340.000.000,0	14.640.000.000,0	20.700.000.000,0	25.800.000.000,0	28.350.000.000,0
ISCTR	12.797.672.706,0	18.093.326.489,4	23.036.559.510,8	22.051.813.548,8	15.357.513.007,2	15.848.740.988,2	17.917.607.500,0	18.668.918.500,0	16.962.815.250,0	20.122.851.500,0	20.260.679.250,0	13.617.391.700,0	11.026.220.000,0	14.747.559.250,0	11.301.975.500,0	10.308.515.700,0	13.981.423.565,3	17.961.730.291,8	19.401.534.627,3
FINBN	3.481.000.000,0	4.248.000.000,0	6.700.000.000,0	7.315.000.000,0	7.315.000.000,0	7.952.500.000,0	7.715.000.000,0	7.125.000.000,0	7.437.500.000,0	7.210.000.000,0	7.350.000.000,0	7.000.000.000,0	5.488.000.000,0	7.210.000.000,0	6.360.000.000,0	7.170.000.000,0	7.725.000.000,0	11.147.500.000,0	9.528.750.000,0
TAKB	410.000.000,0	724.000.000,0	920.000.000,0	1.004.000.000,0	630.000.000,0	683.000.000,0	774.000.000,0	868.000.000,0	812.000.000,0	886.000.000,0	775.000.000,0	484.000.000,0	445.000.000,0	516.000.000,0	460.000.000,0	360.000.000,0	540.000.000,0	682.000.000,0	1.092.000.000,0
SKBNK	495.000.000,0	597.500.000,0	625.000.000,0	625.000.000,0	607.500.000,0	607.500.000,0	595.000.000,0	768.750.000,0	1.175.000.000,0	1.944.000.000,0	2.080.000.000,0	1.016.000.000,0	962.000.000,0	760.000.000,0	436.000.000,0	376.000.000,0	865.000.000,0	1.250.000.000,0	1.290.000.000,0
TEBNK	344.650.000,0	1.075.080.000,0	1.254.350.000,0	1.498.350.000,0	885.050.000,0	1.025.100.000,0	1.338.750.000,0	1.721.250.000,0	2.000.000.000,0	2.340.500.000,0	2.219.700.000,0	1.041.900.000,0	1.155.000.000,0	1.408.000.000,0					

PİYASA FİYATLARI

Düzeltilmiş Hisse Fiyatı	2001/03	2001/05	2001/12	2002/03	2002/06	2002/09	2002/12	2003/03	2003/06	2003/09	2003/12	2004/03	2004/06	2004/09	2004/12	2005/03	2005/06	2005/09	2005/12	2006/03	2006/06	2006/09	2006/12	2007/03	2007/06	2007/09	2007/12	2008/03	2008/06	2008/09	2008/12	2009/03	2009/06	2009/09	2009/12
ERGL	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	1.0	1.2	0.9	1.4	1.5	1.6	1.6	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	2.6	4.1	4.1	5.8	5.3	4.8	7.2	4.7	3.0	2.2	3.2	4.6	4.5
TUPRS	3.1	4.2	3.7	5.3	3.2	3.1	3.2	3.7	3.7	4.7	6.0	5.9	5.6	5.6	7.1	7.9	11.0	12.4	15.4	16.1	15.4	18.5	16.2	16.9	21.6	23.8	24.2	25.9	22.3	24.3	20.3	13.9	14.4	13.8	24.6
PROTO	0.9	1.5	0.9	1.6	1.6	1.4	1.4	1.6	1.8	2.6	3.9	4.5	4.5	5.1	4.6	4.6	4.8	5.4	6.9	7.0	6.4	6.5	7.5	8.1	8.5	8.9	8.8	7.5	6.7	5.3	3.7	3.8	5.1	7.9	
ARCLK	0.9	1.3	0.8	2.0	1.7	2.1	2.1	2.7	2.4	2.9	3.0	4.6	4.9	4.3	5.1	4.8	4.6	5.1	4.9	6.0	7.1	6.0	6.3	5.6	6.3	7.9	6.8	5.7	3.7	3.1	2.6	1.5	1.3	2.3	4.2
AYG4Z	1.2	1.4	0.9	1.6	1.2	1.1	1.3	1.5	1.3	1.8	1.7	2.2	2.1	1.7	2.0	1.9	1.9	2.1	3.7	3.2	2.4	2.3	2.7	2.6	3.9	4.3	4.4	3.8	2.9	2.4	2.0	2.0	3.6	5.8	5.7
TOASO	0.7	1.2	1.0	1.5	1.3	1.2	0.8	1.0	1.1	1.3	1.5	2.4	2.5	2.0	2.8	2.1	1.9	1.8	2.2	2.5	3.8	3.8	3.7	4.4	4.8	5.9	5.6	5.7	4.0	3.4	2.6	1.1	1.4	2.7	4.2
PETKM	6.7	6.9	4.6	8.5	6.5	5.0	5.2	5.8	7.0	5.9	5.3	5.9	6.1	5.3	5.7	6.6	5.9	5.9	6.8	7.9	6.3	5.1	5.1	5.1	7.1	9.0	9.9	8.6	6.5	5.0	4.4	4.6	4.1	6.5	7.5
AKCN\$	0.5	0.9	0.6	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	2.1	1.7	2.4	2.7	3.0	3.3	4.4	5.0	6.3	4.6	5.3	6.3	6.4	6.5	7.4	5.7	4.3	3.5	3.6	2.2	2.3	3.5	6.0	
CHISA	0.6	0.8	0.7	1.1	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	2.2	2.2	2.0	2.7	3.2	3.6	4.8	7.1	7.2	7.5	5.0	6.8	7.1	7.8	7.7	8.8	7.4	5.7	4.4	5.0	3.1	3.3	4.0	6.6	
TRKCM	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	1.0	1.1	1.1	1.3	1.2	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	1.6	1.9	1.9	2.1	2.4	2.3	2.3	1.4	1.2	1.2	0.8	0.8	1.3	1.8	
VESTL	2.3	2.8	1.5	3.4	3.1	2.9	2.2	2.9	3.2	3.6	5.3	5.3	4.1	5.3	4.7	4.9	4.4	4.4	4.6	5.0	3.1	3.2	3.3	3.2	2.8	3.0	2.6	1.5	1.8	1.3	0.9	0.8	1.5	2.4	
YKBNK	0.7	1.3	0.8	1.5	1.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	1.0	1.3	1.2	1.4	1.5	1.9	1.8	1.9	2.2	2.4	2.1	2.3	2.1	2.6	2.5	3.4	3.6	2.2	1.9	2.7	2.1	1.7	2.3	3.2	
GARAN	0.2	0.4	0.3	0.5	0.6	0.4	0.3	0.5	0.3	0.4	0.6	0.9	1.1	1.0	1.1	1.4	1.7	1.9	2.3	2.8	2.9	2.3	2.6	2.7	3.6	4.3	5.4	6.1	3.5	2.8	3.0	2.6	2.3	4.1	
AKBNK	0.5	0.8	0.6	1.1	1.0	1.2	1.1	1.3	1.1	1.5	2.0	2.6	2.5	2.5	3.1	3.8	3.1	3.6	5.1	6.2	5.6	5.4	5.5	6.1	5.8	6.7	8.5	8.0	5.4	4.1	6.3	4.6	4.8	6.8	
ISCTR	1.0	1.4	0.8	1.3	1.1	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7	1.0	1.6	1.6	1.5	1.8	2.4	2.5	2.5	3.6	4.5	4.3	3.1	3.2	3.6	3.7	3.5	4.1	4.1	2.8	2.4	3.2	2.4	2.2	3.0	
FINBN	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4	0.6	0.9	1.2	2.2	2.7	3.6	4.6	4.6	4.8	4.7	4.5	4.7	4.6	4.7	4.4	3.5	4.6	4.0	4.6	4.9	7.3	
TSKB	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.7	0.7	1.2	1.5	1.7	1.1	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3	0.8	0.7	0.9	0.8	0.6	0.9	1.3	1.8
SKBNK	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	1.1	1.3	1.6	1.7	2.2	1.9	1.7	1.6	2.1	3.2	4.4	4.7	2.3	2.2	1.7	1.0	0.9	1.6	2.5	
TEDNK	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	1.5	1.8	2.1	1.3	1.5	1.9	2.5	2.8	3.0	2.9	1.4	1.1	1.3	0.8	0.7	1.2	
TEKST	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.7	0.6	1.0	1.3	1.4	1.3	1.1	1.2	1.4	1.8	1.8	1.4	1.5	1.4	1.3	0.5	0.4	0.8	0.9	
ASELS	0.6	0.8	0.4	1.5	1.3	1.1	2.4	3.0	2.3	1.7	2.1	2.6	2.3	1.9	2.1	2.5	5.0	4.5	5.2	7.0	9.1	5.2	5.4	5.6	6.2	6.0	6.7	6.3	4.6	4.9	3.8	2.9	2.9	4.4	6.3
NETAS	450	44.1	23.3	44.1	29.8	21.0	19.7	21.5	21.5	24.4	27.2	37.0	38.2	30.5	31.4	31.4	31.1	27.3	41.1	36.9	30.2	29.9	29.7	30.4	28.7	30.9	27.8	30.9	27.8	14.2	11.8	12.0	12.8	23.6	42.8
ALCTL	2.1	3.1	1.6	4.4	3.6	2.3	1.9	2.0	2.0	2.3	3.4	3.5	2.5	2.9	2.6	3.0	2.9	2.9	4.4	3.9	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2.7	2.4	1.5	1.2	1.1	0.8	1.3	1.7	3.3	
INDXS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
ESCOM	2.1	1.8	0.8	1.8	1.5	1.5	2.6	2.9	2.3	1.7	1.7	1.9	2.0	1.6	1.9	1.8	1.7	1.4	1.8	2.3	1.7	1.6	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.4	1.1	1.5	0.9	1.0	1.3	1.4	
LOGO	0.5	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.7	0.5	0.7	1.1	0.9	1.6	1.5	1.9	1.9	2.6	3.5	3.6	2.2	2.2	2.0	1.7	2.6	2.2	2.2	2.7	1.4	1.3	1.0	1.6	1.8	2.1	
THYAO	1.6	1.8	0.8	1.5	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	1.5	1.7	1.4	1.6	1.5	1.2	1.4	1.3	1.6	1.4	1.0	1.1	1.1	1.3	1.8	1.8	1.6	1.2	0.9	1.2	1.1	1.2	2.3	
MARTI	0.4	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.7	1.7	1.8	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	0.9	0.6	0.6	0.4	0.5	0.7		
AYCES	0.4	0.8	0.3	1.2	1.2	1.3	0.8	0.8	0.9	1.0	1.3	2.8	2.8	2.1	2.1	2.8	2.8	3.3	4.6	5.1	5.8	4.4	5.7	4.9	5.2	6.5	5.3	4.7	3.6	3.0	2.4	1.9	2.6	3.3	
TTKOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
TCELL	1.3	1.6	0.7	2.3	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	1.8	2.6	3.5	3.5	3.7	5.2	5.1	4.7	5.3	5.8	6.1	6.4	6.8	6.3	6.2	8.1	9.3	11.6	10.1	6.6	7.8	8.2	7.7	8.6	
ENKAİ	0.5	0.6	0.6	1.1	1.3	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4	2.0	1.7	1.6	1.9	2.0	2.1	2.4	2.7	3.0	3.8	3.6	3.6	5.0	6.2	7.4	7.6	10.1	8.1	9.3	5.8	3.5	3.9	4.8	
MGRS\$	1.9	2.1	2.2	3.3	2.6	1.8	2.2	2.3	2.0	2.3	2.8	3.3	3.4	3.0	3.4	4.6	3.9	4.4	4.8	5.5	7.0	6.1	7.3	8.8	8.6	10.7	10.2	11.3	9.7	10.3	11.1	7.0	6.6	8.9	