



T.C.
OSMANIYE KORKUT ATA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Erhan ERGİN

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA
TEMEL ANALİZ:2008-2013 YILLARI
ARASINDA BİST'TE İŞLEM GÖREN
SİGORTA ŞİRKETLERİ ÜZERİNE
BİR UYGULAMA

İŞLETME ANABİLİM DALI

OSMANIYE – 2015



T.C.

OSMANIYE KORKUT ATA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA TEMEL ANALİZ:
2008-2013 YILLARI ARASINDA BİST’TE İŞLEM GÖREN
SİGORTA ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Erhan ERGİN

**İŞLETME
ANA BİLİM DALI**

**OSMANIYE
TEMMUZ-2015**

TEZ ONAYI

Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne;
Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü "İşletme" Ana Bilim Dalı
"13YLIS1108" no' lu öğrencisi "Erhan ERGİN" tarafından "Doç. Dr. Mehmet
CİHANGİR" danışmanlığında hazırlanan "Hisse Senedi Piyasalarında Temel Analiz:
2008-2013 Yılları Arasında BİST'te İşlem Gören Sigorta Şirketleri Üzerine Bir
Uygulama" başlıklı bu çalışma aşağıda imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından oy
birliği/çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR

Üye: Doç. Dr. M. Fedai ÇAVUŞ

Üye: Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY

Yukarıdaki Jüri kararı Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yönetim Kurulu'nun 28/07/2015 tarih ve /..... sayılı kararı ile
onaylanmıştır.

Prof. Dr. Mustafa TANÇ

Enstitü Müdürü

*Bu tezde kullanılan özgün bilgiler, şekil, çizelge ve fotoğraflardan kaynak göstermeden
alıntı yapmak 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu hükümlerine tabidir.*

T.C.
OSMANIYE KORKUT ATA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Hisse Senedi Piyasalarında Temel Analiz: 2008-2013 Yılları Arasında BİST’te İşlem Gören Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmamın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

Erhan ERGİN
28.07.2015

ÖZET

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA TEMEL ANALİZ: 2008-2013 YILLARI ARASINDA BİST'TE İŞLEM GÖREN SİGORTA ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Erhan ERGİN

Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR

Temmuz 2015, 134 Sayfa

Sermaye piyasalarında yer alan katılımcılar için finansal enstrümanların fiyatları önemli bir konudur. Özellikle tahvil ve pay senedi gibi sermaye piyasası enstrümanlarının fiyatlarının ne olacağı veya ne olması gerektiğini belirlemek bu finansal araçların yatırımcılarına ve ihraççılarına kolaylıklar sağlamaktadır. Pay senedinin şu anki fiyatı veya gelecekteki fiyatı hakkında yorumda bulunabilmek amacıyla geliştirilen, piyasada sıkça kullanılan temel analiz ve teknik analiz olmak üzere iki çeşit analiz bulunmaktadır. Temel analiz yönteminin kullanıldığı bu çalışmada 2008 - 2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören sigorta şirketlerinin pay senetlerinin piyasada işlem gördükleri fiyatlara göre pahalı veya iskontolu olup olmadıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Pay senetlerinin değerleri belirlenirken, 2008-2013 yılları arasındaki ekonomik durum değerlendirmesi, sigorta sektörünün değerlendirmesi ve oran analizi yöntemiyle şirketlerin finansal analizi yapılmıştır. Son olarak piyasa performans oranlarından elde edilen piyasa çarpanlarıyla paylara değer biçilmiştir. Çalışmada altı sigorta şirketi incelenmiştir ve sonuçlara göre piyasa fiyatıyla kıyaslandığına iskontolu ve finansal yapı açısından yatırım yapmaya en uygun paylar her bir yıl için belirtilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Temel Analiz, Değerleme, Pay Senedi Piyasaları

ABSTRACT

FUNDAMENTAL ANALYSIS IN STOCK MARKETS: A CASE STUDY ON INSURANCE COMPANIES TRADED IN THE BİST BETWEEN 2008-2013 YEARS

Erhan ERGİN

Osmaniye Korkut Ata University, Institute of Social Sciences

Master Degree, Department of Business Administration

Supervisor: Assoc. Prof. Mehmet CİHANGİR

July 2015, 134 Page

The prices of financial instruments are important subject for the participants taking part in capital markets. Determining what the prices of capital market instruments; especially like bond and stock will be or must be facilitates for the issuers of stock and investors of this financial instruments. There are two types of analysis; fundamental and technical which was developed to comment on the price of stock at the present or in the future. This study in which fundamental analysis method was used is conducted to determine the stocks of traded insurance companies whether they are expensive or discounted based on the prices traded in the market in Borsa İstanbul between the years 2008-2013. While determining the values of stocks, the assessment of the economic situation and insurance sector and financial analysis of the companies between the years 2008-2013 were made with ratio analysis method. Finally with the market multipliers obtained from the market performance ratio have been value to the stocks. Six insurance companies have been examined in this study according to the results, compared to the market prices the most appropriate stocks for investing in terms of financial structure and at a discount are expressed for each year.

Key Words: Fundamental Analysis, Valuation, Stock Markets

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAYI	I
YEMİN METNİ	II
ÖZET	III
ABSTRACT.....	IV
İÇİNDEKİLER	V
KISALTMALAR.....	XI
TABLolar DİZİNİ	XII
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	XIV
ÖNSÖZ.....	XV
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

1.1. FİNANSAL SİSTEM	3
1.1.1. Finansal Sistemin Unsurları ve İşleyişi.....	3
1.1.2. Finansal Sistemin Temel Fonksiyonları.....	4
1.2. FİNANSAL PİYASALAR	5
1.2.1. Piyasa Kavramı	5
1.2.2. Finansal Piyasalar.....	5
1.2.3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	7
1.2.3.1. Birincil Piyasalar ve İkincil Piyasalar.....	8
1.2.3.2. Organize Piyasalar ve Tezgâhüstü Piyasalar	8
1.2.3.3. Spot Piyasalar ve Vadeli İşlem Piyasaları	9
1.2.3.4. Para Piyasaları	9
1.2.3.5. Sermaye Piyasaları.....	10
1.2.3.5.1. Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Kurumları	11
1.2.3.5.2. Sermaye Piyasası Araçları	13
1.2.3.5.2.1. Pay Senedi.....	14

1.2.3.5.2.2. Tahviller	18
1.2.3.5.2.3. Gelir Ortaklığı Senetleri.....	19
1.2.3.5.2.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	20
1.2.3.5.2.5. Gayri Menkul Sertifikaları	20
1.2.3.5.2.6. Finansman Bonoları	20
1.2.3.5.2.7. Depo Sertifikaları.....	21
1.2.3.5.2.8. Pay Senedine Dönüştürülebilir / Pay Senediyle Değiştirilebilir Tahviller.....	21

İKİNCİ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL PAY PİYASASI VE PAY SENETLERİNİN DEĞERLEMESİ

2.1. BORSA İSTANBUL PİYASALARI.....	22
2.2. BORSA İSTANBUL PAY PİYASASI.....	23
2.2.1. Ulusal Pazar	23
2.2.2. Kurumsal Ürünler Pazarı.....	23
2.2.3. İkinci Ulusal Pazar	23
2.2.4. Gözaltı Pazarı	24
2.2.5. Birincil Piyasa	24
2.2.6. Toptan Satışlar Pazarı.....	24
2.2.7. Rüçhan (Yeni Pay Alma) Hakkı Kupon İşlemleri	24
2.2.8. Serbest İşlem Platformu (SİP).....	25
2.3. BORSA İSTANBUL PAY SENEDİ ENDEKSLERİ.....	25
2.3.1. BİST 100 Endeksi	26
2.3.2. BİST 50 Endeksi	26
2.3.3. BİST 30 Endeksi	26
2.3.4. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi.....	26
2.3.5. Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri.....	27
2.3.6. BİST Şehir Endeksleri.....	27
2.3.7. BİST'te Yer Alan Diğer Endeksler	27
2.4. DEĞERLEME KAVRAMI VE PAY SENETLERİNİN DEĞERLEMESİ	28
2.4.1. Pay Senetlerinin Değer Tanımlamaları	29
2.4.1.1. Nominal Değer.....	29

2.4.1.2. Borsa (Pazar-Piyasa) Değeri.....	29
2.4.1.3. Gerçek Değer	29
2.4.1.4. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	30
2.4.1.5. Defter (Muhasebe) Değeri	30
2.4.1.6. Tasfiye Değeri	30
2.4.1.7. Net Aktif Değer	31
2.4.1.8. Alternatif Gelir Değeri.....	31
2.4.2. Pay Senedi Fiyat Tanımlamaları	31
2.4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat.....	31
2.4.2.2. Piyasa Fiyatı.....	32
2.4.2.3. Borsa Fiyatı.....	32
2.4.2.4. İhraç Fiyatı (Emisyon Fiyatı).....	32
2.4.3. Pay Senedi Değerleme Yöntemleri	32
2.4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	33
2.4.3.1.1. Özsermaye Serbest Nakit Akımları	34
2.4.3.1.2. Firmaya Serbest Nakit Akımları.....	34
2.4.3.1.3. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)	34
2.4.3.2. Regresyon Modeli Yöntemi.....	36
2.4.3.3. Çarpanlar Yardımıyla Değerleme Yöntemi	36
2.4.3.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi.....	36
2.4.3.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ

3.1. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ.....	39
3.1.1. Ekonomi Analizi	40
3.1.2. Sektör Analizi.....	45
3.1.3. Firma Analizi.....	46
3.2. FİNANSAL ANALİZİN TANIMI AMACI VE ÖNEMİ.....	47
3.2.1. Finansal Analiz Bilgilerini Kullananlar	48
3.2.2. Finansal Analiz Türleri.....	49
3.2.2.1. Yapılış Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri.....	49
3.2.2.1.1. Yönetim Analizi	49

3.2.2.1.2. Kredi Analizi	50
3.2.2.1.3. Yatırım Analizi	50
3.2.2.2. Analizi Yapan Kişiyeye Göre Finansal Analiz Çeşitleri	50
3.2.2.2.1. İç Analiz	50
3.2.2.2.2. Dış Analiz	51
3.2.2.3. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri.....	51
3.2.2.3.1. Statik Analiz	51
3.2.2.3.2. Dinamik Analiz	51
3.2.3. Finansal Analiz Teknikleri	51
3.2.3.1. Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi.....	52
3.2.3.2. Eğilim (Trend) Yüzdeleri Analizi.....	52
3.2.3.3. Dikey Yüzdeler Yöntemiyle Analizi	52
3.2.3.4. Oran Analizi.....	53
3.2.3.4.1. Likidite Oranları	54
3.2.3.4.2. Mali Yapı Oranları	54
3.2.3.4.3. Faaliyet Oranları	54
3.2.3.4.4. Kârlılık Oranları	55
3.2.3.4.5. Borsa Performans Oranları	55
3.2.3.4.5.1. Fiyat / Kazanç Oranı	56
3.2.3.4.5.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	56
3.2.3.4.5.3. Pay Başına Kazanç Oranı.....	57
3.2.3.4.5.4. Kâr Payı Verim Oranı	57
3.4. TEKNİK ANALİZ YÖNTEMİ	58
3.5. RASSAL YÜRÜYÜŞ TEORİSİ VE ETKİN PİYASALAR HİPO TEZİ	60

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SİGORTA SEKTÖRÜ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR, SİGORTA TÜRLEİ VE SEKTÖRDE KULLANILAN FİNANSAL ORANLAR

4.1. SİGORTA İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	63
4.1.1. Risk Kavramı.....	63
4.1.2. Sigorta Kavramı	64
4.1.3. Sigorta Primi	66
4.1.4. Sigorta Aracıları.....	66

4.1.4.1. Üretim Bölümünü İlgilendiren Bölümler	67
4.1.4.2. Üretim Bölümünü İlgilendirmeyen Yardımcı Bölümler	68
4.1.5. Sigorta Poliçesi.....	69
4.1.6. Tazminat ve Hasar.....	69
4.1.7. Reasürans Kavramı	70
4.2. SİGORTA TÜRLERİ	70
4.2.1. Hayat Sigortaları	71
4.2.2. Hayat Dışı Sigortalar	71
4.3 SİGORTA SEKTÖRÜNDE KULLANILAN FİNANSAL ORANLAR.....	71

BEŞİNCİ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE 2008-2013 YILLARI ARASINDA BİST’TE İŞLEM GÖREN SİGORTA ŞİRKETLERİNİN İNCELENMESİ

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	74
5.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KISITLARI	74
5.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	75
5.4. ARAŞTIRMA BULGULARI.....	76
5.4.1. 2008 - 2013 Yılları Arası Ekonomi Analizi	76
5.4.1.1. 2008 - 2013 Yılları Arası Dünya Ekonomisi	76
5.4.1.2. 2008 - 2013 Yılları Arası Türkiye Ekonomisi	79
5.4.2. 2008-2013 Yılları Arası Sigorta Sektörü Analizi.....	84
5.4.2.1 2008 - 2013 Yılları Arası Dünyada Sigorta Sektörü	84
5.4.2.2. 2008 - 2013 Yılları Arası Türkiye’de Sigorta Sektörü	86
5.4.3. 2008 - 2013 Yılları Arası BİST’te İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin Analizi	91
5.4.3.1. Sermaye Yeterliliğine İlişkin Oranlar.....	91
5.4.3.1.1. Alınan Primler / Özkaynaklar	91
5.4.3.1.2. Özkaynaklar / Aktif Toplamı	92
5.4.3.1.3. Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar	93
5.4.3.2. Aktif Kalitesi ve Likiditeye İlişkin Oranlar	93
5.4.3.2.1. Likit Aktifler / Aktif Toplamı.....	94
5.4.3.2.2. Likidite Oranı	94

5.4.3.2.3. Cari Oran	95
5.4.3.2.4. Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı	96
5.4.3.3. Faaliyet Oranları	97
5.4.3.3.1. Tazminat Tediye Oranı.....	97
5.4.3.4. Kârlılık Oranları.....	98
5.4.3.4.1. Hasar Prim Oranı (Net)	98
5.4.3.4.2. Vergi Öncesi Kâr / Alınan Primler	99
5.4.3.4.3. Mali Kâr / Alınan Primler.....	100
5.4.3.4.4. Teknik Kâr / Alınan Primler	101
5.4.3.5. Piyasa Performans Oranları	102
5.4.3.5.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	102
5.4.3.5.2. Pay Başına Kazanç Oranı	103
5.4.3.5.3. Fiyat / Kazanç Oranı.....	103
5.4.4. Sigorta Şirketlerinin Piyasa Performans Oranlarıyla Değerlemesi	104
5.4.5. Araştırma Sonuçları.....	109
SONUÇ	119
KAYNAKLAR	122
EKLER	128
ÖZGEÇMİŞ	134

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirketi
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
EVA	: Economic Value Added
FED	: Federal Reserve
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ILO	: International Labour Organization
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
OVP	: Orta Vadeli Program
PD/DD	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
s.	: Sayfa
SEGEM	: Sigortacılık Eğitim Merkezi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜRMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade and Development
vd.	: ve diğeri
VÖK	: Vergi Öncesi Kâr
vs.	: ve saire

TABLULAR DİZİNİ

Tablo 2. 1 BİST’te Pazar Bazında İşlem Gören Şirket Sayıları.....	25
Tablo 3. 1 Finansal Analizin Amaç ve Araçları.....	49
Tablo 4. 1 Sigorta Sektöründe Kullanılan Finansal Oranlar	73
Tablo 5. 1 2008-2013 Yılları Arası Temel Ekonomik Göstergeler.....	79
Tablo 5. 2 2008-2013 Yılları Arası Bütçe-Dış Ticaret-Cari Denge.....	81
Tablo 5. 3 2008-2013 Yılları Arası Kamu ve Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları.....	82
Tablo 5. 4 2008-2013 Yılları Arası M1 ve M2 Para Arzında Önceki Yıla Göre Değişim	82
Tablo 5. 5 Türk Sigorta Sektöründeki Şirket Sayısı.....	86
Tablo 5. 6 Türk Sigorta Sektörü Toplam Prim Üretimi, Teminat ve Tazminat Tutarları	87
Tablo 5. 7 Bireysel Emeklilik Sisteminde Katkı Payı ve Birikim Tutarı.....	89
Tablo 5. 8 Türk Sigorta Sektöründe Prim Üretimi ve Ödenmiş Sermayede Uluslararası Sermayenin Payı	89
Tablo 5. 9 Alınan Primler / Özkaynaklar	92
Tablo 5. 10 Özkaynaklar / Aktif Toplamı	92
Tablo 5. 11 Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar.....	93
Tablo 5. 12 Likit Aktifler / Aktif Toplamı	94
Tablo 5. 13 Likidite Oranı.....	95
Tablo 5. 14 Cari Oran.....	96
Tablo 5. 15 Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı.....	96
Tablo 5. 16 Tazminat Tediye Oranı	97
Tablo 5. 17 Hasar Prim Oranı	99
Tablo 5. 18 VÖK / Alınan Primler	99
Tablo 5. 19 Mali Kâr / Alınan Primler	100
Tablo 5. 20 Teknik Kâr / Alınan Primler	101
Tablo 5. 21 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	102
Tablo 5. 22 Pay Başına Kazanç Oranı.....	103
Tablo 5. 23 Fiyat / Kazanç Oranı	104

Tablo 5. 24 Piyasa Değeri / Defter Değeri ve Fiyat / Kazanç arpanları	104
Tablo 5. 25 Aksigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu	105
Tablo 5. 26 Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu.....	106
Tablo 5. 27 Aviva Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu	106
Tablo 5. 28 Güneş Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu	107
Tablo 5. 29 Ray Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu.....	108
Tablo 5. 30 Yapı Kredi Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu	108

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1 Finans Sisteminin Yapısı	4
Şekil 1.2 Finansal Piyasalar	8
Şekil 3.1 Temel Analiz Süreci	40
Şekil 3.2 Ekonomide Konjonktürel Dalgalanmalar	41

ÖNSÖZ

Temel analiz yönteminin uygulandığı bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören sigorta şirketlerinin paylarının değerlendirilmesi yapıp paylara fiyat biçilmiştir. Biçilen fiyatların piyasa fiyatlarına göre ucuz ya da pahalı olup olmadığı sonucuna dayalı olarak hangi paylara yatırımın uygun olacağıyla ilgili öngöründe bulunulan çalışmanın amacı temel analiz yöntemini tanıtmak, uygulanış biçimini göstermek ve incelenen dönemde ekonominin, sektörün ve firmaların durumunu ortaya koymaktır. Çalışmanın amacı doğrultusunda çalışmanın birinci bölümünde finansal sistem ve finansal piyasalar hakkında, ikinci bölümünde pay piyasası ve pay değerlendirilmesi hakkında, üçüncü bölümünde temel analiz ve teknik analiz yöntemleri hakkında, dördüncü bölümünde sigorta sektöründe kullanılan temel kavramlar ve sigorta türleri hakkında açıklamalar yapılmıştır. Son bölüm olan beşinci bölümde ise temel analiz yöntemiyle sigorta şirketlerinin payları analiz edilmiştir. Çalışmanın sonuç kısmında ise elde edilen bulgulara ilişkin yorumlara ve önerilere yer verilmiştir.

Yüksek lisans öğrenimim boyunca engin bilgilerinden faydalandığım hocalarıma ve birlikte çalışmaktan onur duyduğum değerli hocam Doç. Dr. Sayın Mehmet CİHANGİR'e teşekkür ve şükranlarımı sunmayı bir borç bilirim. Ayrıca Gazi Üniversitesi'nden dostum Arş. Gör. İsmail Yavuz ÖZTÜRK'e bu tezin yazılmasındaki katkılarından dolayı çok teşekkür ederim. Bugünlere gelmemde büyük pay sahibi olan, bu süreçte iyi ve kötü her anı benimle yaşayan, varlıklarıyla bana güç veren sevgili aileme göstermiş oldukları sabır için sonsuz teşekkür ederim.

GİRİŞ

Serbest piyasa ekonomisi kurallarının geçerli olduğu ortamlarda fon fazlasına sahip olanların büyük çoğunluğu ellerindeki bu fonlardan kazanç elde etme güdüsü içindedirler. Tasarruf sahibi olarak da ifade edilebilecek olan bu piyasa aktörleri finansal sistemin önemli unsurları olan sermaye veya para piyasaları içerisinde yer alarak fonlarını yatırıma dönüştürürler. Günümüzde yatırımcılar tarafından dünya genelinde çokça ilgi gören yatırım araçlarından biri de pay senetleridir. Pay senetlerinin bu denli ilgi görmesinin ana nedenleri yatırımcısına sunduğu sermaye kazancı ve temettü gelimidir. Paylar, yatırımcılara sunduğu bu fırsatların yanında fiyatların belirsizliğinden kaynaklanan birtakım tehditler de taşırlar. Bu fırsatlar ve tehditler sadece yatırımcılar için değil, pay piyasalarında ki şirketler veya kamu otoriteleri gibi aktörler, kısaca piyasada yer alanlar için de geçerlidir. Bu piyasada yer alanlar özellikle de payları halka açık olan şirketlerin sahipleri, şirketlerin yöneticileri ve bu şirketlere yatırım yapmayı düşünenler payların fiyatının ne olduğu, gelecekte ki fiyatının ne olacağı veya gerçek fiyatının ne olması gerektiğiyle ilgilenirler ve her zaman merak ederler. Piyasa aktörlerinin pay fiyatına ilişkin bu merak ve ilgilerinin; pay fiyatlarının şirketlerin üretim, istihdam, yatırım gibi stratejik kararlarına yön vermesi, yatırımcıların pozisyon alma kararlarına etkisi gibi birçok nedeni olduğu ifade edilebilir. Paylar riskli finansal ürünlerdir ve fiyatları değişken olduğu için belirsizlik durumu söz konusudur. Belirsizliğin olduğu bir durumda öngörude bulunmak her zaman çok da kolay olmamaktadır. Pay ile ilişkili olan taraflar belirsizliğin meydana getirdiği risklerin tamamen ortadan kaldırılmasını sağlayamasa da en aza indirme düşüncesindedirler. Fiyatların oluşturduğu riski en düşük düzeye indirilebilmek, esasında ana amaç olarak fiyatları tahmin edebilmek için teknik ve temel analiz yöntemleri geliştirilmiştir. Geçmişte ki pay fiyat hareketlerinin gelecekte de tekrarlanacağı varsayımıyla paylara değer yani fiyat biçen analiz türü teknik analiz olarak ifade edilmektedir. Fiyatlar üzerinde etkisi olduğu düşünülen ekonomik gelişmelerin ve ilgili sektörün durumunun incelendiği, firmanın analizinin yapıldığı üç aşamalı analiz ise temel analiz olarak ifade edilmektedir.

Beş bölümden oluşan bu çalışmada, yarattığı fonlarla sermaye piyasasının gelişmesine katkı sağlamak, toplumsal dayanışmayı artırmak gibi ekonomik ve sosyal

işlevleri yerine getiren sigorta şirketlerinin payları temel analiz yöntemiyle incelenmiştir. Pay senedi yatımcılarına, şirket sahiplerine ve yöneticilerine ele alınan dönemde genel hatlarıyla ekonominin ve sektörün ne durumda olduğunu, payların gerçek fiyatlarının ne olduğunu açıklamayı amaçlayan bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören ve hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren sigorta şirketleri ele alınmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, genel olarak finansal sistem, finansal sistemin işleyişi ve unsurları ile finansal piyasalar hakkında bilgi sahibi olunabilmesi açısından açıklamalar yapılmıştır. Payların işlem gördüğü piyasalar olması bakımından sermaye piyasası, sermaye piyasası faaliyetleri ve kurumları ve sermaye piyasası araçları tanıtılmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Borsa İstanbul'da yer alan piyasalar ve pay senetleri piyasası, pay endeksleri ile paylara ilişkin fiyat, değer tanımlamaları ve değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, temel analiz yöntemi kapsamlı bir şekilde ele alınmış olup temel analizi oluşturan ekonomi analizi, sektör analiz, firma analizi ve firma analizinde kullanılan finansal analiz tekniklerinden bahsedilmiştir. Ayrıca teknik analiz yöntemi, teknik analiz ile temel analiz yöntemleri arasındaki farklar ile rassal yürüyüş teorisi ve etkin piyasalar hipotezi bu bölümde açıklanmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, sigorta sektörü ile ilgili temel kavramlara, sigorta türlerine ve sektörde kullanılan finansal oranlara değinilmiştir. Açıklaması yapılan kavramlar; *risk*, *sigorta*, *sigorta primi*, *sigorta aracıları*, *sigorta poliçesi*, *tazminat*, *hasar ve reasüranstır*.

Çalışmanın beşinci bölümünde, Borsa İstanbul'da işlem gören sigorta şirketlerinin payları temel analiz yöntemiyle incelenmiş ve paylara değer biçilmiştir. Sonuç kısmında elde edilen bulgular yorumlanmış ve öneriler sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

1.1. FİNANSAL SİSTEM

Sistem, birbiriyle ilişkili elemanlar seti olarak tanımlanabilir. En açık ifade ile sistem, belirli bir amacı gerçeklerken birlikte çalışarak birbirlerini etkileyen parçalardan oluşan bir bütündür (Marşap, 2009, s.15).

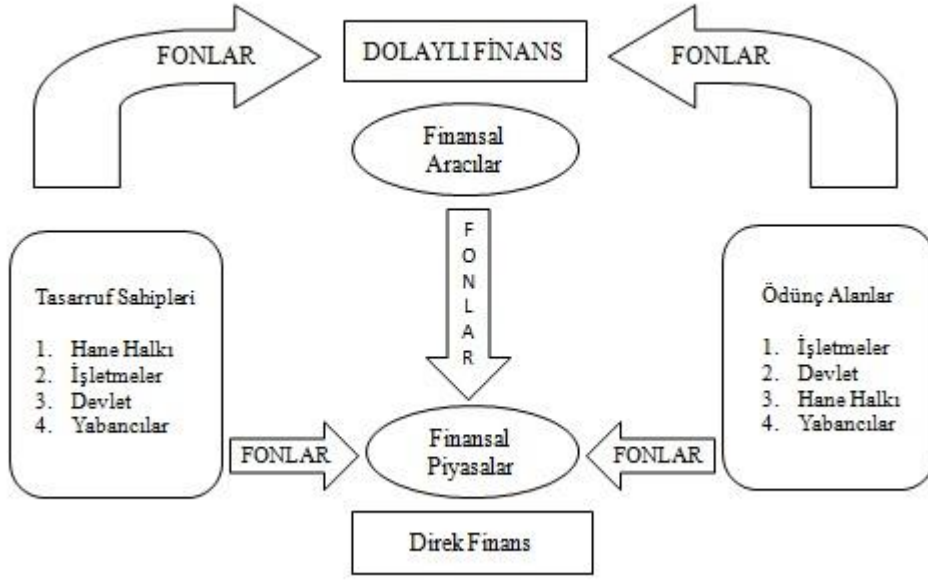
Finansal sistem; bir ekonomide belirli kişi ve kurumların, piyasaların, araçların ve organizasyonların, beraberce çeşitli finansal fonksiyonları yerine getirmek üzere, bir araya gelmeleri sonucunda oluşan bir bütündür. Finansal sistem aynı zamanda kendisini de kapsayan bir ekonomik sistemin bir alt sistemidir (Afşar, Afşar, 2010, s.26).

1.1.1. Finansal Sistemin Unsurları ve İşleyişi

Finansal sistemi oluşturan unsurlar; fon arz edenler (tasarruf sahipleri), fon talep edenler (yatırımcılar- tüketiciler), yatırım ve finansman araçları, yardımcı kuruluşlar, hukuki ve idari düzendir (Aydın, Başar, Coşkun, 2006, s.35).

Finansal sistem, bir ekonomide potansiyel tasarruf sahipleri ile ödünç almak isteyen yatırımcılar (hanehalkı, firmalar, devlet ve yabancılar) arasındaki fon transferini, finansal piyasalar ve finansal kurumlar/araçlar kanalıyla uyumlaştırarak ve yeni finansal araçlar yaratarak gerçekleştirir (Yay, 2012, s.19).

Aşağıdaki şekilde belirtildiği gibi fona ihtiyacı olanlar, ihtiyaç duyduğu fona finansal aracı kullanmadan doğrudan, yani tasarruf sahiplerine ulaşarak sağlıyorsa buna *direk finansman*, finansal araçlar kullanarak sağlıyorsa buna *dolaylı finansman* adı verilir.



Şekil 1.1 Finans Sisteminin Yapısı (Mishkin, 2007, s. 24)

1.1.2. Finansal Sistemin Temel Fonksiyonları

Piyasa ekonomisinde finansal sistem, tasarrufların verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesinde ve yatırım yaparken oluşan risklerin yönetilmesinde önemli rol oynar (paramveben.org/tr/Content/Details/86).

Finansal sistem, ekonominin uyumlu bir biçimde çalışabilmesi için gerekli olan dört temel fonksiyonu yerine getirir:

- ✓ Para denilen değişim ve değer saklama aracının hizmet götürmesini sağlar. Para, aynı zamanda işlemlerin değerini ölçmede bir hesap birimi olma işlevini de görür.
- ✓ Çok sayıdaki tasarruf sahibinden, fonların toplanmasını ve fonların yatırımcılara aktarılmasını sağlayacak mekanizmayı çalıştırır.
- ✓ Risk transferini ve tabana yayılımını gerçekleştirir.
- ✓ Ekonomik faaliyetlerin istikrarını sağlamaya yönelik bazı araçlar sağlar (Başoğlu, Ceylan, Parasız, 2009, s.8).

1.2. FİNANSAL PİYASALAR

Bu bölümde önce genel anlamda piyasa kavramının tanımı yapılacak ardından finansal piyasalar ve finansal piyasaların türlerine değinilecektir.

1.2.1. Piyasa Kavramı

Piyasa, satın almak istedikleri mal, hizmet veya menkul kıymetler için gereken satın alma gücüne sahip alıcılar ile alıcıların talep ettikleri mal, hizmet veya menkul kıymetlere sahip olup da bunları satmak isteyen satıcıların amaçlarını gerçekleştirecek şekilde buluşmalarını sağlayan her türlü ortamdır (Sayılğan, 2004, s.3). Piyasa kavramı bir malın-hizmetin alıcılarının ve satıcılarının belirli bir mekânda bir araya gelerek alışveriş yapmaları durumu yanında, bir malın-hizmetin alıcılarının ve satıcılarının çeşitli haberleşme araçlarından yararlanarak alışveriş yapmaları durumunu da kapsar. Piyasadan söz edebilmek için alıcıların ve satıcıların belirli bir mekânda bir araya gelmeleri şart değildir (Ünsal, 2011, s.48).

Bir ekonomik sistemde temel olarak üç tür piyasa mevcuttur: Bunlar; üretim piyasası, faktör piyasası ve finansal piyasalardır. Üretim piyasaları, mal ve hizmet üretiminin gerçekleştirildiği piyasalardır. Üretim faktörlerinin alınıp satıldığı piyasaya ise faktör piyasası denir. Finansal piyasalar ise fon akımının gerçekleştirildiği piyasalardır (Coşkun, 2010, s.4). Bu tezin özü gereği kuramsal yazın kısmında finansal piyasalar üzerinde durulacaktır.

1.2.2. Finansal Piyasalar

Finansal piyasalarda finansal ürünlerin/varlıkların ticaretini yapmak için taraflar ödünç verenler ve borç alanlardır. Finansal piyasalardaki kilit katılımcılar bireyler, şirketler, bankalar, finansal kurumlar, yatırım fonları ve devletlerdir. Bu katılımcılar finansal piyasalarda alım satımı yapılan finansal ürünler veya varlıklar yaratırlar. Örneğin bir şirket finansal kurumlardan borç alabilir, borç senedi veya pay ihraç edebilir. Bu gibi finansal işlemler direk veya finansal aracılar yani bir finansal kurum veya bir yatırım fonu vasıtasıyla ödünç veren ve borç alan arasında meydana gelir.

Finansal piyasalar elinde fon fazlasına sahip olanlar ve fon açığı için borç alacak tarafları bir araya getirerek ekonomide önemli bir rol oynarlar (Banerjee, 2008, s.22).

Finansal piyasalar çeşitli teknikler, araçlar ve kurumlar yolu ile birikimleri harekete geçirerek fon sunucularından fon kullanıcılarına aktaran bir sistem olarak da tanımlanabilir. Bir ekonomide finansal pazarların varlığının nedeni ekonomik birimlerin (bireyler, işletmeler, devlet) kendi içlerinde birikim yatırım denkleğini sağlayamamalarıdır (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.1-2).

Finansal piyasaların üç temel unsuru bulunmaktadır. Bu unsurların başında fon arz eden kişi ve kuruluşlar bulunmaktadır. İkinci unsur olarak ekonominin kalkınma ve gelişimlerini gerçekleştirebilmek için yatırım yapmak isteyen ve bunun için fon talep eden kişi ve kurumlar, üçüncü ve son unsur olarak fon talep edenler ile arz edenlerin karşılaşmasına yardımcı olan ve ekonomik faaliyetlerin yürütmesine katkı sağlayan yardımcı kuruluşlardır (Taner, Akkaya, 2009, s.2).

Finansal piyasalar ekonomide birçok şekilde yaşam standardını geliştirmektedir. Tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında fon transferini kolaylaştırarak fonların miktarını arttırıp fon maliyetini azaltmakta ve sonuç olarak ekonomideki sermaye miktarını yükseltmektedir. İkincisi, türev piyasalarda geliştirilen enstrümanların kullanımıyla, risklerin transferini sağlayarak, üretim artışına yol açmaktadır. Üçüncü olarak finansal piyasalar, paranın değişimini ve yaratılmasını kolaylaştırarak yaşam standardını arttırmaktadır (McInish, 2000, s.6-7'den aktaran Yay, 2012, s.21).

Finansal piyasaların fonksiyonlarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

- ✓ Menkul kıymetlerin el değiştirmesini kolaylaştırmak ve el değiştirme maliyetlerini düşürmek,
- ✓ Fonların arz edenlerden talep edenlere akışını sağlamak,
- ✓ Menkul kıymetleri daha likit hale getirmek,
- ✓ Menkul kıymetlerin fiyatlarını oluşturmak,
- ✓ Fon arz eden ve talep edenin risk dağılımına yardımcı olmak,
- ✓ Fonları ve ekonomik kaynakları tahsis etmek (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.399).

Finansal piyasalar kaynakları paylaştırmada üç önemli fonksiyonu yerine getirerek aşağıda belirtildiği gibi ekonomide çok önemli bir rol oynarlar.

Finansal piyasalar fiyatın ortaya çıkmasını kolaylaştırır. Finansal piyasalarda toplanan çok sayıda alıcı ve satıcı arasında devam eden etkileşim finansal varlıkların fiyatlarını belirlemeye yardım eder. İyi organize olmuş finansal piyasalar fiyatın ortaya çıkmasında son derece etkin görünürler (Chandra, 2009, s.27)

Finansal piyasalar yatırımcıya finansal bir varlığı satması için bir mekanizma sağlarlar. Bu özellik, şartlar yatırımcıyı finansal varlığı satmak için mecbur bıraktığında veya motive ettiğinde çekici bir nitelik taşır ve piyasalarda likidite sunar. Likidite yokluğunda, borçlanma ve sermaye aracı sahibi vadesi dolmadan ve bir şirket isteyerek ya da istemeden tasfiye edilene kadar bu aracı elinde tutmak zorundadır. Bütün finansal piyasalar likiditenin bazı şeklini karşılmasına rağmen çeşitli piyasaları birbirinden farklı kılan faktörlerden birisi likiditenin derecesidir. (Fabozzi, Modigliani, 2003, s.9).

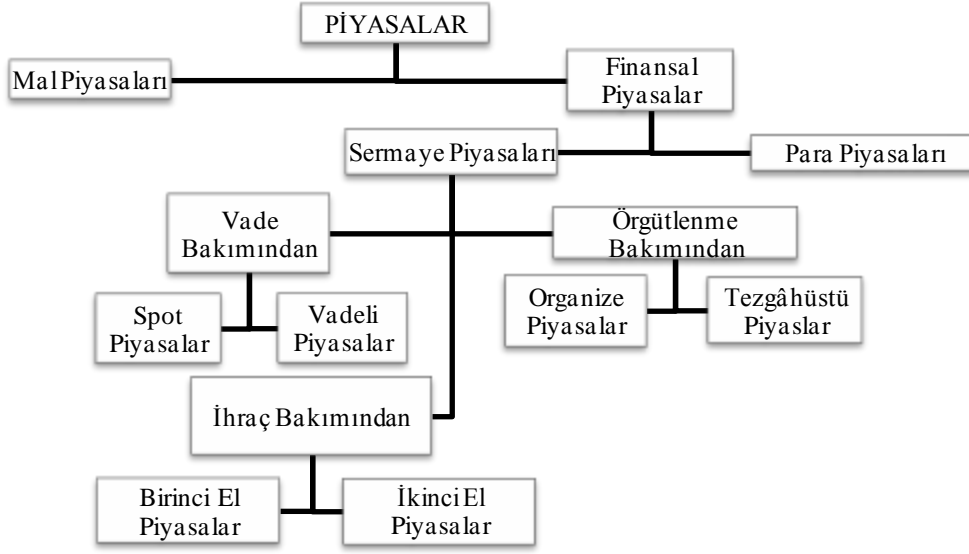
Finansal piyasalar işlem maliyetlerini önemli ölçüde azaltırlar. İşlem maliyeti ile ilişkili iki büyük maliyet araştırma maliyetleri ve bilgi maliyetleridir. Araştırma maliyetleri birisi bir varlığı almak veya satmak istediğinde gerçekleşen reklam giderleri gibi katlanılan maliyetlerden ve birisinin müşteri bulmak için gerçekleştirmek zorunda olduğu çabalama ve zaman gibi örtük maliyetlerden meydana gelmektedir. Bilgi maliyetleri ise finansal varlıkların yatırım yararını değerlendirmede katlanılan maliyet anlamına gelir (Chandra, 2009, s.27)

Finans piyasalarının ekonomiye sağlayacağı yararları ise şu şekilde ifade etmek mümkündür:

- ✓ Bireylerin tasarrufları kurumsal yatırımcılar aracılığıyla verimli yatırımlarda değerlendirilmesine ve bu yolla milli gelir ve refah artışına katkı sağlar.
- ✓ Mülkiyetin geniş halk topluluklarına yayılması ile toplumda daha dengeli gelir dağılımını mümkün kılar.
- ✓ Finansal kurumlar ve araçlar arasındaki iç ve dış rekabeti artırıp, fon arz edenlerin sağladığı kazanç oranı ile fon kullanım maliyeti arasındaki farkı azaltır.
- ✓ Çeşitlendirme yaparak risk ve getiri arasında dengeli ilişki kurar, şeklinde sıralanabilir (Taner, Akkaya, 2009, s.4).

1.2.3. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar işlevlerine ve amaçlarına göre farklı şekilde sınıflandırılmaktadır. Bu çerçevede piyasaların sınıflandırması; para piyasaları-sermaye piyasaları, birincil piyasalar-ikincil piyasalar, organize piyasalar-tezgâh üstü piyasalar ve spot piyasalar-vadeli işlem piyasaları olarak yapılabilir (Günel, 2012, s.20).



Şekil 1. 2 Finansal Piyasalar (Sayılğan, 2008, s. 20)

1.2.3.1. Birincil Piyasalar ve İkincil Piyasalar

Piyasada işlem gören finansal araçların ilk defa pazara çıkışına göre piyasalar; birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılır. Finansal varlıkların ilk ihraç edildikleri zaman işlem gördükleri piyasalar birincil piyasalar olarak belirtilir. Daha önce birincil pazara ihraç edilmiş finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalar da ikincil piyasalardır (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.59).

1.2.3.2. Organize Piyasalar ve Tezgâhüstü Piyasalar

Örgütlü (organize) piyasalar, önceden saptanmış yazılı kurallara göre işleyen belirli finansal araçların yetkili aracılar vasıtasıyla işlem gördüğü fiziksel bir alana ve haberleşme ağına sahip piyasalardır. Tezgahüstü piyasalar ise piyasa katılımcılarının kendi aralarında oluşturdukları iletişim ağları ile her türlü finansal aracın alınıp satıldığı, çoğunlukla fiziksel bir alana sahip olmayan piyasalardır (Karapınar vd., 2009, s.10).

1.2.3.3. Spot Piyasalar ve Vadeli İşlem Piyasaları

Spot piyasalar belirli bir miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından takas günü el değıştirdiği piyasalardır. Buna karşılık vadeli işlem piyasaları, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır (Yılmaz, 2002, s.6-7).

1.2.3.4. Para Piyasaları

Para piyasaları kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Kısa vadeli fon arz ve talep edenler, para piyasasına başvururlar. Bu piyasada büyük tutarda para, bir yıldan kısa bir süre için ödünç alınır veya verilir. Para piyasasının iki önemli özelliği kısa vadeli fon sağlamak ve kısa vadeli kredi vermektir. Ancak para piyasasında, kredi veren ile alanın şahsi ilişkileri yoktur (Ceylan, 2001, s.333-334). Bu piyasalarda işlem gören yatırım araçlarının vadesi bir yıl ile sınırlı olduğundan dönemsel getiri sağlamak zorundadır (Hacıoğlu, Dinçer, 2009, s.35).

Vadelerin kısa olması nedeniyle burada alınıp satılan araçların arz fiyatlarında aşırı dalgalanma olmamaktadır. Bu nedenle söz konusu araçların riski nispeten daha düşüktür (Özyurt, 2003, s.48).

Başlıca para piyasası araçları şunlardır:

- ✓ Hazine Bonosu
- ✓ Mevduat Sertifikası
- ✓ Finansman Bonosu
- ✓ Repo
- ✓ Banka Kabulü
- ✓ Banka Bonosu
- ✓ Eurodolar
- ✓ Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
- ✓ Mevduat Hesabı
- ✓ Teminat Mektubu (Özyurt, 2003, s.48-49).

Sistem bankalar aracılığıyla işlediğinde organize olmuş para piyasasını, bankalar dışında işletmelerin birbirleri veya müşterileri ile olan kredi ilişkileri ise organize

olmamış para piyasasını oluşturur (Taner ve Polat, 1992, s.9'den aktaran Tükenmez vd., 1999, s.30).

Para piyasasının ana kaynağı tasarruf sahiplerinin bankalara yatırmış oldukları mevduatlardır. Para piyasasının en önemli kuruluşları ise ticari bankalardır. Ticari bankalar, toplamış oldukları tasarrufları, kısa vadeli fon ihtiyaçları bulunan kuruluşlara borç vermek ve karşılığında faiz almak suretiyle gelir elde ederek para piyasasının etkin çalışmada rol oynamaktadır (Çapanoğlu, 1993, s.5'den aktaran Tükenmez vd., 1999, s.30-31).

Para piyasalarının genel kabul görmüş temel özellikleri şöyle sıralanabilir:

- ✓ Bu piyasalar iyi örgütlenmiş kurumsal bir yapıya sahiptirler.
- ✓ İyi eğitilmiş, piyasa deneyimleri olan profesyoneller işlem yaparlar.
- ✓ Piyasada işlem yapan katılımcıların kredibilitesi çok yüksektir bu nedenle normal koşullarda işlemler teminat istenmeden yapılır.
- ✓ Piyasada işlem gören ürünler büyük ölçüde standardı aşmış olmaktadır (Uzunoğlu, 2003, s.28-29).

1.2.3.5. Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasaları orta, uzun ve sonsuz vadeli fon arz ve talebinin, yardımcı kuruluşlar veya iletişim araçları aracılığıyla ve menkul kıymete bağlı olarak karşılaştığı, diğer bir ifade ile alınıp satıldığı, örgütlenmiş ve uzmanlaşmış piyasalardır (Yasin, 2002, s.34).

Sermaye piyasaları piyasada işlem gören finansal varlıkların piyasaya ilk defa sunulmuş olup olmamalarına göre; birincil ve ikincil sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılırlar. Birincil sermaye piyasaları, dolaşıma ilk defa çıkartılan uzun süreli finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalardır. İkincil sermaye piyasaları ise birincil sermaye piyasalarına göre daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda olan uzun süreli finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalardır (Sarıkamış, 1995, s.67).

Sermaye piyasaları bir ekonomide küçük, dağınık ve tek başına yararlı olmayan tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak, büyük tutarlara ulaşan sermaye birikimi oluşturulması suretiyle yatırımlara dönüştürülmesiyle ülke ekonomisine katkıda bulunur (Coşkun, 2010, s.4). Böylece yatırımcının ihtiyaç duyduğu fonlar yurtiçi tasarruflardan sağlanarak dış borç problemi yaşanmaz (Yasin, 2002, s.38). Sermaye piyasaları vasıtasıyla, halk ve özel sektörde kamunun yanı sıra kalkınmanın finansmanına iştirak

ederler (Gökalp, 2014, s.7). Sermaye piyasasının en önemli özelliklerinden biri de küçük tasarruf sahiplerinin üretim araçlarının mülkiyetine, karına ortak olmalarını sağlayarak sosyal adaletin gerçekleşmesine katkıda bulunmasıdır (Yasin, 2002, s.39).

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında ki en önemli fark ise zaman faktörüdür. Diğer farklı özellikler de şu şekilde sıralanabilir:

- ✓ Sermaye piyasası diğer piyasalara göre daha teknik nitelikte bir piyasasıdır. Para piyasasına göre daha dar çerçevededir.
- ✓ Para piyasasında kısa vadeli, sermaye piyasasında uzun vadeli fon temin edilir. Para piyasası kısa vadeli finansman sağladığı için bu piyasada risk ve dolayısı ile faiz haddi, sermaye piyasasından daha düşüktür.
- ✓ Para piyasasından sağlanan fonlar işletmelerin çalışma sermayesi olarak dönen varlıkların finansmanında kullanılmaktayken; sermaye piyasasından sağlanan krediler, işletmelerin ek yatırım ve duran varlıkların finansmanında kullanılmaktadır.
- ✓ Para piyasasında kaynaklar vadeli ve vadesiz mevduattan oluşurken; sermaye piyasasında ise devamlılık arz eden tasarruflardan oluşmaktadır (Civan, 2007, s.12-13).

1.2.3.5.1. Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Kurumları

Sermaye piyasası faaliyetleri 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda şu şekilde ifade edilmektedir; “Sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumlarının bu Kanun kapsamındaki faaliyetleri, bu kanun kapsamına giren yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile bunlara ek olarak sunulan yan hizmetlerden oluşur” (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, madde 34). Aynı kanunun diğer maddesine göre sermaye piyasasında faaliyette bulunabilecek sermaye piyasası kurumları; Yatırım kuruluşları, Kolektif yatırım kuruluşları, Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları, Portföy yönetim şirketleri, İpotek finansmanı kuruluşları, Konut finansmanı ve varlık finansmanı fonlar, Varlık kiralama şirketleri, Merkezî takas kuruluşları, Merkezî saklama kuruluşları, Veri depolama kuruluşları, Kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları olarak belirtilmektedir (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, madde 35). Sermaye piyasası kurumları belirli başlıklar altında toplandığında aşağıda yer alan şekildeki gibi gruplanmaktadır:

- ✓ Aracı Kuruluşlar
- ✓ Yatırım Ortaklıkları
- ✓ Yatırım Fonları
- ✓ Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Diğer Kurumlar
- **Aracı Kuruluşlar:** Aracı kuruluşlar; menkul kıymetlerin, kıymetli evrakın, mali değerlerin, başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına, kendi namına yahut kendisi nam ve hesabına aracılık amacıyla alım ve satımı ile uğraşan ve menkul kıymetleri halka arz eden anonim ortaklıklardır (Civan, 2007, s.32). Aracı kurumlar aracılık faaliyeti dışında repo, ters repo, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği faaliyetinde de bulunmaya yetkilidir (www.yatirimyapiyorum.gov.tr).
- **Yatırım Ortaklıkları:** Yatırım ortaklıkları sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.124).

Yatırım ortaklıklarının fonksiyonları şunlardır:

- ✓ Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklik yapmak.
- ✓ Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmak.
- ✓ Menkul kıymetlere, finansal piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak.
- ✓ Portföyün değerini korumaya ve araştırmaya yönelik araştırmalar yapmak (Coşkun, 2010, s.155-156).

Yatırım ortaklıklarında şirket portföyündeki menkul kıymetlerin alım satımından oluşan kâr, gerçekleşen faiz, kâr payı ve benzeri gelirlerin toplamından amortisman ve genel yönetim giderleri gibi giderlerin düşülmesiyle bulunan tutar, ortaklığın kârı olarak adlandırılır. Yatırım ortaklıkları portföy yöneterek elde ettikleri bu gelir veya kârları, ortaklığın sahip olduğu mevcut pay senetleri sayısına bölerek ortaklarına dağıtırlar (Özdemir, 1999, s.366).

- **Yatırım Fonları:** Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına

göre sermaye piyasası araçları ile ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına yatırım fonu adı verilir (Özdemir, 1999, s.368).

Türkiye’de yatırım fonları A tipi ve B tipi olma üzere ikiye ayrılmıştır:

A Tipi Fonlar: Portföyünün en az % 25’lik kısmı, aylık ağırlıklı ortalamaya göre, BİST’te işlem gören veya işlem görmesi hedeflenen şirketlerin paylarına yatırılması zorunlu olan fonlardır.

B Tipi Fonlar: Kısıtlamaya tabi tutulmayan, portföyü çoğunlukla sabit getirili sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır. Yatırımcıların sermayeleri profesyonel ve güvenilir yönetici ekipleri tarafından yönetilmektedir (Civan, 2007, s.55).

Yatırım fonlarının yatırım yapılabileceği varlıklar ise şöyledir:

- ✓ Türkiye’de kurulan ortaklıklara ait paylar, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri,
- ✓ Türk parasını koruma hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve paylar,
- ✓ Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri,
- ✓ Nakit değerlendirmek üzere yapılan BİST Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdindeki borsa para piyasası işlemleri (Coşkun, 2010, s168).
- **Diğer Sermaye Piyasası Kurumları:** Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar ise; sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması ile uğraşan kuruluşlar, derecelendirme şirketleri, bağımsız denetim kuruluşları, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetimi ile uğraşan şirketler, genel finans ortaklıkları, ipoteğe dayalı menkul kıymet kuruluşları, varlık yönetim şirketleri, portföy saklama şirketleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleridir (www.yatirimyapiyorum.gov.tr).

1.2.3.5.2. Sermaye Piyasası Araçları

“Sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını ifade eder. Menkul kıymetler; para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere

dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını ifade eder” (Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, madde 3).

Menkul kıymet taşınır değer anlamındadır. Bu anlamda arsa, fabrika, bina vb. taşınmaz değerlerden farklıdır. Menkul kıymetler aynı zamanda garanti, güvence anlamına da gelmektedir. Örneğin bir finansal yatırımcı halka açık bir şirketin payları ya da tahvillerine yatırım yaptığında, elindeki finansal araç maddi bir varlığı garanti eden taşınır bir belge niteliğindedir (Afşar, 2006, s.39).

Bir finansal aracın menkul kıymet olarak kabul edilmesi için bir takım özelliklere sahip olması gerekir. Bu özellikler ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- ✓ Şartları kurulca belirlenir.
- ✓ Ortaklık ve alacaklık hakkı sağlarlar.
- ✓ Dönemsel (periyodik) gelir sağlarlar.
- ✓ Misli nitelikte ve seri halinde çıkarılır (Afşar, 2006, s.40).
- ✓ Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilirler.
- ✓ Menkul kıymetlerin en önemli unsuru kıymetli evrak olmalarıdır.
- ✓ Her birinin bir nominal değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır (BİST, s.180).

Menkul kıymet olarak; paylar, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, gayrimenkul sertifikaları, borsa yatırım fonu katılma belgeleri sayılabilir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası [İMKB], 2006, s.165-166).

Sermaye piyasasının temel araçları pay senetleri ve tahvillerdir. Sermaye piyasası, yatırım araçlarının türüne göre de bilinmektedir. Pay piyasası, tahvil piyasası gibi adlandırıldıkları da görülmektedir (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.57). Çalışmada incelenecek olan menkul kıymet türleri ise aşağıda sırasıyla yer almaktadır.

1.2.3.5.2.1. Pay Senedi

Sermaye piyasalarının en önemli ve en yaygın şekilde tutulan enstrümanlarından biri de pay senetleridir. Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan paylar; anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip senettir. Bir şirket hissedarı, sahip olduğu paylar oranında şirketin sahibidir (Yay, 2012, s.29; İMKB, 2006, s.167).

Pay senetlerinde uyulması gereken şekil Türk Ticaret Kanunu'nda şu şekilde yer almaktadır; “Şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, bu tarihteki sermaye tutarını, çıkarılan pay senedinin tertibini, bunun tescili tarihini, senedin türünü ve itibarî değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi ve şirket adına imza etmeye yetkili olanlardan en az ikisi tarafından imza edilmiş olması şarttır” (Türk Ticaret Kanunu [TTK], 2011, madde 487).

Pay senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar; anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulan kurumlardır. Özel kanunla kurulan kurumlar Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş Kamu İktisadi Girişimleri, bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri gibi kuruluşlardır (Gökalp, 2014, s.16).

Paylar şirket yaşadığı ve kâr ettiği sürece sahibine gelir getirir ancak bu gelir sabit değildir ve şirketin bilanço kârına ve yatırım kararlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir. Payların sahibine sağladığı gelir kâr payıdır ve kâr payındaki değişiklikler pay senedinin piyasa değerini de etkiler (Karşlı, 2004, s.423).

Pay senetlerinin sahip olduğu birçok ekonomik işlev vardır. Bunları şöyle özetlemek mümkündür:

- ✓ Paylar, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- ✓ Paylar, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- ✓ Paylar, halkı ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- ✓ Paylar, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar (İMKB, 2006, s.174).

Pay Senedi Türleri:

Türk Ticaret Kanunu'na göre pay senetleri hamiline ve nama yazılı olma üzere ikiye ayrılmıştır. Bunun yanında uygulamada değişik kıstaslara göre farklı pay senedi sınıflandırmaları yapılmaktadır (Afşar, 2006, s.42).

- **Adi ve İmtiyazlı Pay**

Adi paylar şirketlerde bir pay sahipliğinin kanıtıdır. Şirket defterine taşıyanın adına kaydedilmiş olan nama yazılı senetlerdir. Adi pay sahiplerinin şirket yüksek kârlı

olduğu durumda, sınırsız temettü geliri elde etme; yönetim kurulunu veya müdürleri seçme hakkı vardır. Şirketin tavsiyesi durumunda, şirketin tahvil sahiplerine ve ayrıcalıklı pay sahiplerine ödemeleri yapıldıktan sonra adi pay sahipleri ödemelerini alabilmektedirler. Yani adi pay sahipleri, sınırlı sorumludurlar; kayıpları şirketteki yatırım miktarıyla sınırlıdır (Yay, 2012, s.30)

Bazı paylar adi paylara nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından sahiplerine imtiyazlı haklar sağlayabilmektedir. Bu tür paylara imtiyazlı pay denir (Afşar, 2006, s.43). İşletme kâr elde etsin veya etmesin, imtiyazlı pay sahiplerine genellikle ödeme yapılır. Ancak ödeme yapılmamışsa pay sahipleri şirketin iflasını isteyemezler. Söz konusu menkul kıymetler bu özellikleriyle de adi paylara benzerler (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.457).

- **Hamiline ve Nama Yazılı Paylar**

Hamiline yazılı pay, senedin metin veya şeklinden hamili kim ise onun hak sahibi sayılacağı anlaşılan senetlerdir. Anonim ortaklığın hamline yazılı payın sahibi onu elinde tutandır ve ortaklık sıfatını kazanması için pay defterine yazılması gerekmez. Borsadaki işlemin tamamlanması ile hak sahipliği kazanılmış olur (Konuralp, 2001, s.30).

Nama yazılı paylar, belirli bir kimse adına yazılıdır. Devir şekli alacağın temliki veya ciro ve teslim yoluyla olur. Nama yazılı olan senetler sahiplerinin isimlerine kaydedilmiş oldukları için, bu türde alım-satım borsada değil aynen borsaya kote olmayan şirketlerin senetleri gibi Ticaret Kanu'ndaki kurallarına göre olmaktadır (Coşkun, 2010, s.270). Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asıl olan nama yazılı paylardır (İMKB, 2006, s.172).

- **Bedelli ve Bedelsiz Paylar**

Bedelli paylar, şirketin kuruluş aşamasında veya sonradan yapılacak bedelli sermaye artımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu senetlerin alınmasıyla ortaklığa dışarıdan bir nakit girişi olur. İhracı ile dışarıdan ortaklığa belli bir kaynak girişi olan paylara bedelli paylar denir (Afşar, 2006, s.44).

Yedek akçe alıkonulan kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, taşınmaz mal satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve karşılığında işletme dışından yeni bir ödeme söz konusu olmayan senetlere de bedelsiz paylar denir. (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.47).

- **Primli ve Primsiz Paylar**

Türk Ticaret Kanunu'na göre itibarî (nominal) değerinden aşağı bedelle pay çıkarılamaz. Payların itibarî değerinden yüksek bir bedelle çıkarılabilmeleri için esas sözleşmede hüküm veya genel kurul kararı bulunmalıdır (TTK, 2011, madde 347).

Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen paylara primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen paylara primli paylar denir. Kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere yönetim kurulu kararı ile primli pay ihraç edilebilir. Primli pay ihraç edilmesi hâlinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır (MEGEP, 2007, s.12).

- **Kurucu İntifa Payları**

Türk Ticaret Kanunu'nda kurucu paylara ilişkin açıklama şu şekildedir; “Şirketi kurdukları sırada harcadıkları emeğe karşılık olarak kuruculara, para ve bedelsiz pay senedi vermek gibi şirket sermayesinin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmaz. Ancak, dağıtılabilir kârdan yedek akçe ile pay sahipleri için yüzde beş kâr payı ayrıldıktan sonra kalanın en çok onda biri intifa senetleri bağlamında kuruculara ödenir” (TTK, 2011, madde 348).

“İntifa senedi sahiplerine pay sahipliği hakları verilemez; ancak, bu kişilere, net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabilir” (TTK, 2011, madde 503).

“Genel kurul, esas sözleşme uyarınca veya esas sözleşmeyi değiştirerek, bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri çıkarılmasına karar verebilir. Kurucular için çıkarılanlar da dâhil olmak üzere, intifa senetleri emre ve hamiline yazılı olabilir” (TTK, 2011, madde 502).

İntifa senedinin ülkemizde pek rastlanmayan bir çeşidi de şirket yöneticilerine verilen tipidir. Ülkemizde gerek şirket yöneticilerine gerekse çalışanlara pay senedi verilmeksizin kârdan pay verilmesi daha çok rastlanan bir durumdur (Karşlı, 2004, s.448).

Pay Senedi Türevleri:

Nitelik olarak pay senedine benzemekle beraber aynı hakları sağlamayan veya bazı haklardan imtiyaz sağlarken bazı ortaklık haklarını vermeyen nitelikte menkul kıymetler bulunmakta olup, bunlara finans literatüründe pay türevleri denilmektedir. Bunlar kar-zarar ortaklığı belgesi, oydan yoksun pay ve katılma intifa senedir (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.384-385).

- **Katılma İntifa Senetleri:**

Ortaklık hakkı vermeyen, sahiplerine kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma hakları sağlayan bir öz sermaye aracıdır. Özellikle paylarını halka arz ederek yönetimdeki etkinliklerini elden bırakmak istemeyen, aile anonim ortaklıklarının öz sermaye sağlamalarına olanak sağlayan bir öz sermaye aracıdır (Kocaman, 2004, s.83-84).

- **Oydan Yoksun Paylar:**

Ortakların sermaye artırımını ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kâr payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkı veren senetlere oydan yoksun paylar adı verilir. Nama yazılı olarak düzenlenir ve şirketlerin çıkarabilecekleri oydan yoksun pay itibari toplam değer tutarı ödenmiş veya çıkartılmış sermayenin yarısını geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir (Ergül, 2004, s.14).

- **Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgeleri:**

Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri, alıcılarını işletmenin mülkiyeti ile ilişkilendirmeksizin, faaliyet kâr veya zararına ortak eden menkul kıymetlerdir (Taner, Akkaya, 2009, s.145).

Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri kâr-zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle birlikte pay senedi sayılmazlar. Zira söz konusu belgelerin sahipleri firma yönetiminde oy kullanamazlar. Ayrıca belgeler vadeli olup vade sonunda anapara ve kâr payı geri ödenmektedir (Berk, 2010, s.319).

Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri daha çok faiz almak istemeyen, kâr payını tercih eden ve yönetime katılma arzusunda olmayan tasarrufçular için çıkartılmaktadır (Taner, Akkaya, 2009, s.145).

1.2.3.5.2.2. Tahviller

Tahvil devletin ve firmaların dış finansman gereksinimlerini karşılamak için çıkardıkları uzun vadeli bir borç senedir. Belirli bir fonun belirlenmiş bir dönem için saptanan faiz üzerinden kullanılması ve dönem sonunda defaten veya başka bir ödeme şekli ile geri verilmesi yükümlülüğünü içeren sabit getirili bir sermaye pazarı finansal aracıdır (Canbaş, Doğanlı, 2007, s.48).

Maliye bakanlığı tarafından iç borçlanma amacıyla çıkarılan uzun vadeli finansal varlıklara devlet tahvili, anonim şirketlerce yabancı kaynak finansmanı için çıkarılan finansal varlıklara ise özel sektör tahvilleri denilir. Devlet tahvillerinin özel sektör

tahvillerine göre üstün yanları; istendiğinde işlemiş faiziyle birlikte hemen geri ödenebilmesi ve her türlü devlet ihalelerinde teminat olarak kullanılması şeklinde özetlenebilir (Özdemir, 1999, s.375).

Tahvillerin getirisi enflasyonun üzerinde gerçekleştiği zaman gerçek bir kazanç söz konusudur. Getirinin enflasyon ile aynı veya enflasyonun altında olması durumunda sıfır gelir veya negatif gelir meydana gelmektedir (Gökalp, 2014, s.19).

Tahvillerin sağladığı haklar şunlardır:

- ✓ Tahvil hamili şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt karından öncelikle tahvil sahiplerinin faizleri ödenir.
- ✓ Tahvil hamili ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer.
- ✓ Tahvil hamili tahvili çıkaran şirketin kâr zarar riskine katılmaz. Şirket zarar etse de günü gelince belli miktardaki anapara ve faizleri alır (Coşkun, 2010, s.275).

Tahvil türleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- ✓ Devlet Tahvilleri - Özel Sektör Tahvilleri
- ✓ Primli Tahviller – Başabaş Tahviller
- ✓ Nama ve Hamiline Yazılı Tahviller
- ✓ Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller
- ✓ Garantili ve Garantisiz Tahviller
- ✓ Sabit ve Değişken Faizli Tahviller
- ✓ İndeksli Tahviller
- ✓ Rüşhan Haklı Tahviller
- ✓ Kâra İştirakli Tahviller
- ✓ Paylarla Değiştirilebilir Tahviller

1.2.3.5.2.3. Gelir Ortaklığı Senetleri

Gelir ortaklığı senetleri gerçek ve tüzel kişilerin, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine ortak olması için çıkarılan senetlerdir (Babuşcu, Hazar, 2012, s.784).

1.2.3.5.2.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonudur. Menkul kıymetleştirme ile bir şirket alacak senetleri ve diğer bazı alacakları karşılığında menkul kıymet çıkarabilir ve böylece alacaklarını likidite eder. Varlığa dayalı menkul kıymetler ihracına konu olabilecek alacak çeşitleri; konut kredileri, tüketici kredileri, leasing alacakları, ihracattan doğan alacaklar ve taksitli satış karşılığı senetli alacaklar olarak sıralanmaktadır (Afşar, 2006, s.55).

1.2.3.5.2.5. Gayri Menkul Sertifikaları

İhraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değere eşit hamiline yazılı menkul kıymetlere gayrimenkul sertifikaları denir (İnam, 2007, s.432). Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen firmaların, gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükteki en az bir projeyi son beş yıl içinde tamamlamış olması ve üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelendirmesi gerekmektedir (Karabıyık, Anbar, 2010, s.44).

1.2.3.5.2.6. Finansman Bonoları

Finansman bonoları enflasyonist ortamlarda işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerinin artması ve daralan kredi olanakları nedeniyle ortaya çıkan kısa süreli finansman açıklarının karşılanmasında yararlanabilecek bir araçtır. Para piyasası niteliği taşımasına rağmen, Kurul tebliği ile sermaye piyasası uygulamaları açısından menkul kıymet niteliği kazanmıştır (Taner, Akkaya, 2009, s.151). Finansman bonolarının vadeleri 1-270 gün (maksimum 360 gün) arasında değişmektedir ve bu senetler tasarruf kurumlarına (sigorta şirketlerine, sandıklara) satılır. Faiz oranları, banka kredi faiz oranlarından biraz düşüktür. Senetler genellikle bir banka garantisi veya aracılığı ile çıkarılır (Okka, 2006, s.12).

1.2.3.5.2.7. Depo Sertifikaları

Depo sertifikaları menkul kıymetlerin ihraç edildiği ülke dışındaki başka ülkelerde de halka arz edilmesinde kullanılan ve asıl menkul kıymetleri temsil eden belgelerdir. Depo sertifikaları yatırımcılara yabancı menkul kıymet edinme ve işlem yapma imkânı verirken ihraççılara da uluslararası piyasalara girme olanağı tanımaktadır (Babuşcu, Hazar, 2012, s.784).

1.2.3.5.2.8. Pay Senedine Dönüştürülebilir / Pay Senediyle Değiştirilebilir Tahviller

İhraççı şirketin faiz ödemesini pay senedi ile yapabildiği tahvil türleri de mevcuttur. Bunlar pay senedine dönüştürülebilir ve pay senediyle değiştirilebilir tahvillerdir. Pay senedine dönüştürülebilir tahvillerde şirket, vade sonunda tahvillerini kendi payları ile değiştirmektedir. Diğer taraftan pay senediyle değiştirilebilir tahvillerde ise şirket, vade sonunda kendi portföyünde bulunan başka şirketlere ait paylar ile tahvillerini değiştirmektedir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, [TSPAKB], 2012, s.10).

İKİNCİ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL PAY PİYASASI VE PAY SENETLERİNİN DEĞERLEMESİ

2.1. BORSA İSTANBUL PİYASALARI

Borsa İstanbul Pay Senetleri Piyasası'nda yer alan pazarları açıklamadan önce Borsa İstanbul'da yer alan; pay piyasası, gelişen işletmeler piyasası, borçlanma araçları piyasası, vadeli işlem ve opsiyon piyasası, kıymetli madenler ve kıymetli taşlar piyasası olmak üzere beş ana gruba ayrılan piyasalar aşağıda kısaca açıklanacaktır.¹

- **Pay Piyasası:**

Çok farklı endüstriyel sektörlerden halka açık şirketlerin işlem gördüğü Borsa İstanbul Pay Piyasası, yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.

- **Gelişen İşletmeler Piyasası:**

Borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği piyasadır.

- **Borçlanma Araçları Piyasası:**

Borçlanma Araçları Piyasası hem kesin alım-satım işlemleri hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize piyasadır.

- **Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası**

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda Pay Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Endeks Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Döviz Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Kıymetli Madenler, Emtia ve Enerji Vadeli İşlem Sözleşmeleri işlem görmektedir.

- **Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası**

Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası'nda Kıymetli Madenler; Kıymetli Madenler Ödünç; Elmas ve Kıymetli Taş; alt piyasaları yer almaktadır.

¹ Piyasalara ilişkin bu bölümde yer alan bilgilerin tamamı Borsa İstanbul'un resmi internet sayfası olan www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar adresinden alınmıştır.

2.2. BORSA İSTANBUL PAY PİYASASI

Borsa İstanbul Pay Piyasası işlemleri ve esasları 22559 sayılı resmi gazetede yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği ile düzenlenmiştir.² Piyasada borsa kotuna alınıp yönetim kurulunca işlem görmesi kararlaştırılan paylar işlem görür. Pay piyasasında borsa üyesi olan banka ve aracı kurumlar temsilcileri vasıtasıyla işlem yapabilirler (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s. 201-202).

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda farklı sektörlerden şirketlerin payları, rüçhan hakkı kuponları, borsa yatırım fonları, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir (www.borsaistanbul.com). Borsa İstanbul Pay Senetleri Piyasası bünyesinde yer alan pazarlar ve özellikli işlemlerin yapıldığı yerler aşağıda yer almaktadır.

2.2.1. Ulusal Pazar

Ulusal Pazar BİST' in temel pazarı olmakla birlikte, borsa kotunda bulunan şirketlerin işlem gördüğü pazardır. Kot içi pazar olarak da bilinen ulusal pazarda işlem görebilecek şirketlerin paylar için temel şart kotasyondur (Babuşcu, Hazar, 2007, s.27).

2.2.2. Kurumsal Ürünler Pazarı

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir (www.borsaistanbul.com).

2.2.3. İkinci Ulusal Pazar

Ulusal Pazarda işlem görmek için gerekli kotasyon şartlarını taşımayan, en düşük sürüm ölçütlerini sağlayamayan veya kaybeden şirketlerin paylarının işlem gördüğü pazardır. Ayrıca borsanın yönetim kurulu tarafından sürekli veya geçici olarak

² 19 Şubat 1996 Tarihli 22559 Sayılı Resmi Gazete

ulusal pazardan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin payları da yine bu pazarda işlem görür (Gökalp, 2014, s.79).

2.2.4. Gözaltı Pazarı

Gözaltı Pazarı, belirli koşulların ortaya çıkması sonucunda, şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte payların Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır (www.borsaistanbul.com).

2.2.5. Birincil Piyasa

Pay ihraç eden şirketler (fon talep edenler) ile tasarruf sahiplerinin (fon arz edenler) doğrudan karşılaştıkları piyasadır. Pay Piyasası Sistemi aracılığıyla Borsada halka arz edilecek payların birincil piyasa işlemleri saat 10:30-12:00 arasında yapılmaktadır (www.borsaistanbul.com).

2.2.6. Toptan Satışlar Pazarı

Toptan Satışlar Pazarı, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki pay işlemlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesi amacıyla kurulan bir pazardır (www.borsaistanbul.com).

Payları borsanın değişik pazarlarında işlem görmekte olan şirketlerin, toptan satışlar pazarında satılmış payları ilgili pazarlarda tekrar alınıp satılabilirler. Bu pazarda borsada işlem görmeyen şirketlerin paylarının satışı da gerçekleştirilebilir (Gökalp, 2014, s.80).

2.2.7. Rüçhan (Yeni Pay Alma) Hakkı Kupon İşlemleri

Payları Borsada işlem gören şirketlerin nakdi sermaye artışı yapmak üzere belirledikleri rüçhan hakkı kullanma süresi içinde, söz konusu payların üzerinde bulunan rüçhan haklarının alınıp satılması için, Borsaca belirlenecek süre içinde "R"

özelliik koduyla rüçhan hakkı kupon sıraları işleme açılır. Rüçhan hakkı kuponları, Pay Piyasasında geçerli olan kurallarla işlem görür (www.borsaistanbul.com).

2.2.8. Serbest İşlem Platformu (SİP)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 3 Haziran 2011 tarih ve 17/519 sayılı kararı kapsamında; payları Borsa İstanbul'da işlem görmeyen halka açık şirketlerin finansal durumlarının ve halka açıklık yapılarının değerlendirilmesi sonucunda SPK kaydındaki bazı şirketlerin paylarının borsada işlem görmesine karar verilmiştir. SPK tarafından belirlenen şirketlerle ilgili olarak Pay Piyasası bünyesinde SİP oluşturulmuştur. Söz konusu Platformun işleyiş usul ve esasları borsanın 30.12.2011 tarih ve 386 sayılı Genelgesi ile düzenlenmiş ve işlemlere 10 Mayıs 2012 tarihinde başlanmıştır (www.borsaistanbul.com).

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayılarının pazarlara dağılımı 2015 yılı Mayıs ayı itibariyle Tablo 2.1'de yer almaktadır.

Tablo 2. 1 BİST'te Pazar Bazında İşlem Gören Şirket Sayıları

PAZAR	İŞLEM GÖREN ŞİRKET SAYISI
ULUSAL PAZAR	216
İKİNCİ ULUSAL PAZAR	92
GÖZALTI PAZARI	31
KURUMSAL ÜRÜNLER PAZARI	62
GELİŞEN İŞLETMELER PAZARI	22
SERBEST İŞLEM PLATFORMU	14
TOPLAM	437

Kaynak (www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/pazarlar.aspx)

2.3. BORSA İSTANBUL PAY SENEDİ ENDEKSLERİ

Pay piyasasının genel bir göstergesi olan pay endeksleri, endeks kapsamındaki payların fiyatları baz alınarak "piyasa performansı" hakkında genel bir bilgi verir. Pay endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır (İMKB, 2010, s.3). Borsa İstanbul'da yer alan pay senedi endeksleri şöyledir:

2.3.1. BİST 100 Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarından, belirlenen şartlara göre seçilen 100 paydan oluşmaktadır. BİST 100 Endeksi, BİST 30 ve BİST 50 Endeksi'nde yer alan payları otomatik olarak kapsamaktadır (İMKB, 2010, s.3).

2.3.2. BİST 50 Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarından, belirlenen şartlara göre seçilen 50 paydan oluşmaktadır. BİST 50 Endeksi BİST 30 Endeksi'nde yer alan payları otomatik olarak kapsamaktadır (İMKB, 2010, s.3).

2.3.3. BİST 30 Endeksi

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarından, belirlenen şartlara göre seçilen 30 paydan oluşmaktadır (İMKB, 2010, s.3).

2.3.4. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dâhil edildiği endekstir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir (www.borsaistanbul.com).

2.3.5. Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri

C Listesi'nde işlem görenler hariç olmak üzere, Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarının, sektör ve alt sektörler göre gruplandırılması suretiyle oluşmaktadır. Sınâî, hizmetler, mali ve teknoloji olmak üzere 4 sektör endeksi ve 20 alt sektör endeksi hesaplanmaktadır (İMKB, 2010, s.4). Örneğin 2015 Mayıs ayı itibarıyla mali sektör endeksi içerisinde yer alan ve payları borsada işlem gören sekiz adet sigorta şirketinin bulunduğu alt sektör endeksi borsada BİST Sigorta Endeksi olarak yer almaktadır.

2.3.6. BİST Şehir Endeksleri

Borsa İstanbul, 2009 yılının başından itibaren ana üretim ya da faaliyet merkezi aynı şehirde olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının izlenmesi amacıyla şehir endekslerini hesaplamaya başlamıştır. Borsada payları işlem gören en az 5 şirketin bulunduğu iller için hesaplanan şehir endeksleri halen Adana, Ankara, Antalya, Balıkesir, Bursa, Denizli, İstanbul, İzmir, Kayseri, Kocaeli, Konya, Tekirdağ için hesaplanmaktadır.

Şehir endeksleri ile hem ildeki şirketlerin paylarının performansının yansıtılması amaçlanmakta, hem de bu endeksler üzerine çıkarılacak borsa yatırım fonları sayesinde yatırımcıların tek bir menkul kıymet ile istedikleri şehre yatırım yapabilmeleri beklenmektedir (www.borsaistanbul.com).

2.3.7. BİST'te Yer Alan Diğer Endeksler

Borsa İstanbul pay piyasasında yer alan diğer endeksler şöyledir; BİST 10 Banka Endeksi, BİST 100-30 Endeksi, BİST Temettü 25 Endeksi, BİST Temettü Endeksi, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, BİST Halka Arz Endeksi, BİST Tüm Endeksi, BİST Ulusal Endeksi, BİST Kobi Sanayi Endeksi, BİST İkinci Ulusal Endeksi (www.borsaistanbul.com).

2.4. DEĞERLEME KAVRAMI VE PAY SENETLERİNİN DEĞERLEMESİ

Ekonomi ve finans alanında değer, bazen herhangi bir mal veya hizmetin sağladığı faydayı, bazen de bir varlığa sahip olmakla elde edilen başka varlıkları satın alma gücünü ifade etmek için kullanılmaktadır (Kuğu, Kırlı, 2013, s.173).

Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine teçhizat, mal stokları şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. Başka bir deyişle değerlendirme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek amacıyla söz konusu nesnenin özellikleri hakkında görüş bildirmektir (Bradford, 2000, s.7 aktaran Chambers, 2005, s.6).

Geniş anlamda finansal ve özelde sermaye piyasasındaki önemli sorunlardan biri de fiyatın ne ölçüde gerçekçi olduğudur. Başka bir deyişle finansal varlığın piyasa fiyatı ile çeşitli yöntemlere göre belirlenen gerçek değeri ya da gerçeğe yakın değeri arasındaki ilişki çok önemlidir. Burada finansal varlık fiyatının olması gereken bir fiyatı var mıdır? Sorusu başta finansal analistler olmak üzere piyasanın bütün katılımcılarının merak konusudur (Gürbüz, Ergincan, 2004, s.5-6).

Değerleme çalışmaları ve değerlendirme teknikleri, değer maksimizasyonunu hedefleyen firmaların bu hedeflere ne ölçüde ulaşabildiklerinin tespitinde gerek duyulan araçlardır. Bir firmanın hissedarları ya da firmaya yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar, yatırımlarının kendilerine sağlayacağı getirileri, faydayı bilmek ve bunları ölçmek için değerlendirme çalışmalarına gerek duyarlar. Firmalar ise satın alma, mevcut varlığı en iyi fiyatla elden çıkarma veya içsel stratejik yönetim kararlarını uygulamada varlıkların gerçek değerinin tespit edilmesine ihtiyaç duyarlar (Chambers, 2005, s.8).

Değerlemeyi gerekli kılan nedenler beş başlık altında toplanabilir:

- ✓ Firma Birleşme ve Devralmalarında
- ✓ Firma Satın Almalarında
- ✓ Firma Paylarının Halka Arzında
- ✓ Pay Senedi Değerlemelerinde
- ✓ Stratejik Kararların Alımında ve Stratejik Planlamada (Chambers, 2005, s.8-12).

2.4.1. Pay Senetlerinin Değer Tanımlamaları

Menkul kıymet ya da finansal varlıkları değerlemede temel alınan değer kavramı piyasa ve gerçek değer kavramaları ikilisi üzerinde yoğunlaşır (Sarıaslan, Erol, 2008, s.152). Pay senetlerinde getirilerin hesaplanmasında kullanılan farklı değer tanımları bulunmaktadır ve bu tanımlamalar şu şekilde sıralanabilir;

2.4.1.1. Nominal Değer

Pay senedinin üzerinde yazılı değeridir. Nominal değer, firma defter değerinin hesaplanmasında, temettü dağıtım oranının belirlenmesinde ve tasfiye durumunda hissedar haklarının belirlenmesinde temel alınan değerdir (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.44). Türk Ticaret Kanununa göre payın itibarî değeri en az bir kuruştur ve bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir (TTK, 2011, madde 476).

2.4.1.2. Borsa (Pazar-Piyasa) Değeri

Pay senedinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü fiyat, o pay senedinin borsa değeri ya da piyasa değeri olarak adlandırılır. Bir varlığın piyasa değerinden söz edilebilmesi için piyasa tarafından bilinen ve rahatlıkla alım ve satımının yapılabileceği bir ortamın olması gerekmektedir (Babuşcu, Hazar, Yenice, 2012, s.47).

2.4.1.3. Gerçek Değer

İşletmenin varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer gerçek değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu pay senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında o pay senedi için normal kabul ettikleri değeri ifade eder (Apak, Demirel, 2013: I, 173).

2.4.1.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, faaliyet halindeki bir işletmenin organizasyonla birlikte bir bütün olarak başka bir işletmeye, kuruluşa veya kişiye satılması halindeki değerdir. Bu değer genelde firmanın varlıklarının parça parça satılması ile elde edilecek değerinden daha yüksek bir değerdir (Erdoğan, 1990, s.243; Ercan, Ban, 2005, s.119).

İşleyen değeri herhangi bir varlığın çalışır durumdaki değeridir. Örneğin şirket bir tesis ya da tesisler topluluğu ile ifade buluyorsa bu değer çalışır durumdaki bu şirketin tesis ya da tesislerindeki gayrimenkulü, menkulü, kullandığı teknolojiyi, işgöreni ve diğer maddi ve maddi olmayan değerleri ile bir şirket tarafından talep edilmesi halindeki yaklaşık değeri olmalıdır (Gürbüz, Ergincan, 2004, s.14).

2.4.1.5. Defter (Muhasebe) Değeri

Muhasebe değeri olarak da adlandırılan defter değeri, bir işletmenin öz sermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir (Aydın vd., 2006, s.237).

Defter değeri şu şekilde ifade edilebilir;

Defter Değeri = Toplam Aktifler – Borçlar (Ercan, Ban, 2005, s.118).

İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksikliği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır (Aydın vd., 2006, s.237). Bir işletmenin kayıplar nedeniyle defter değerinin düşmesi durumunda işletmeye olan güven ve ilgi azalacak, bu durum pay senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesine neden olacaktır (Ercan, Ban, 2005, s.118).

2.4.1.6. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri ortaklığın varlıklarının nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen nakdin tüm borçlar ödendikten sonra pay senedi başına düşen miktarıdır. Pay senedinin tasfiye değerini nominal değerden farklı kılan en önemli etken, varlıkların piyasa değerinin defter değerlerinden farklı olmasıdır. Kuramsal olarak, pay senedinin piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olmaması gerekir (Aydın vd., 2006, s.238).

Pay başına tasfiye değeri pay senetlerinin minimum değerini belirler. Firmanın faaliyetlerini sürdürürken tüm varlıklarının değeri genellikle bu değer üzerindedir, eğer bunun tersi söz konusu ise gerçekten de söz konusu firmanın likidasyona gitmesi gerekir (Konuralp, 2001, s.155-156).

2.4.1.7. Net Aktif Değer

Aktif değer bir şirketin varlıklarının değerini ifade etmektedir. Bu değer pay senedi sayısına bölünürse, pay başına aktif değeri bulunur (Gürbüz, Ergincan, 2004, s.14).

Net aktif değer varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarından borçların düşülmesi sonrasında elde edilen değeri ifade eder (Babuşcu, Hazar, Yenice, 2012, s.47).

2.4.1.8. Alternatif Gelir Değeri

Alternatif gelir değeri, ortaklar tarafından sermayenin başka bir yatırım alanında değerlendirilmesi halinde ortaya çıkacak değer için bir pay senedine düşen payını gösterir. Alternatif gelir değerleri için genelde tahvil faizleri dikkate alınır (Apak, Demirel, 2013: I, 173).

2.4.2. Pay Senedi Fiyat Tanımlamaları

Pay senetlerinin fiyat tanımlamaları genelde bu senetlerin borsada işlem görürkenki ya da ortamdaki fiyatını belirtir.

2.4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Pay senedinin yazılı olan fiyatı olup, toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir (Babuşcu, Hazar, 2012, s.779).

Payın itibarî değeri en az bir kuruştur. Bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. Anılan itibarî değer Bakanlar Kurulu'nca yüz katına kadar artırılabilir (TTK, 2011, madde 476).

2.4.2.2. Piyasa Fiyatı

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişmeler gözlenebilir, gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa; borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır (BİST, s.186).

2.4.2.3. Borsa Fiyatı

Pay senedinin borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatına borsa fiyatı denir. Borsada işlem gören pay senedinin borsa fiyatı o payın piyasa fiyatı anlamına gelmektedir.

2.4.2.4. İhraç Fiyatı (Emisyon Fiyatı)

Emisyon fiyatı şirket tarafından halka arz edilme sürecinde pay senedine biçilen fiyattır. Genelde pay senetleri nominal fiyat ile ihraç edilirler. Ancak borsa değeri yüksek olan pay senedini çıkaran şirket, nominal değerin üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir (Apak, Demirel, 2013: I, 173).

2.4.3. Pay Senedi Değerleme Yöntemleri

Pay senedi analizi, geçmiş verilen incelenmesiyle şu anki durumla ve gelecekle ilgili somut dayanağı olan tahminler yapılmasıdır. Bir pay senedini almadan önce birçok kritere bakılmakta, ancak bir payın değerini ölçmek için kesin bir doğru bulunamamaktadır (Civan, 2007, s.234-235). Pay senedinin değerinin araştırılması için çeşitli analiz yöntemleri geliştirilmiştir. Temel ve teknik analiz bu yöntemlerin başında gelmekle beraber, kantitatif analiz yöntemi ve tesadüfi yürüyüş hipotezi gibi

yöntemlerde uygulama alanı bulmaktadır. Bazı yatırımcılar sadece tek yöntem kullanırken bazıları ise tüm yöntemleri analizlerinde kullanıp sonuçlarına göre yatırım kararları almaktadırlar (Apak, Demirel, 2013:I, 174; Civan, 2007, s.235).

Pay senedinin borsadaki fiyatını serbest piyasa koşullarında arz ve talep etkilemektedir. Pay senedi belirli bir fiyat üzerinden işlem görmektedir ancak bu fiyat pay senedinin değerini açıklamaz. Çünkü borsada işlem gören pay senetleri spekülasyon işlemler sonrası fiyatı artmış ve değerinin üzerine çıkmış olabilir. Bu nedenle pay senedinin değerlerinin belirlenmesi yatırımcılar açısından rasyonel karar verme sürecinde önemlidir (Hacıoğlu, Dinçer, 2009, s.160).

Genel olarak pay senedinin gerçek değeri üç yöntemle hesaplanmaktadır:

- ✓ Beklenen kar payı kazançlarının bugüne indirgenmesi yöntemi,
- ✓ Pratik yöntemler olarak da adlandırılan yöntemlerde ise fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter değeri gibi katsayılar ve ekonomik katma değer yaklaşımı,
- ✓ Üçüncü yöntem ise portföy yaklaşımı ile pay senedi değerinin saptanmasıdır. (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.466).

2.4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Dolayısıyla firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Bu yöntemde firmanın geçmiş dönem finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur (Önal, Karadeniz, 2004, s.142-143).

Nakit akımları daha kolay tahmin edilen ve düzenli bir nakit akışına sahip firmalar, nakit akışları düzensiz olan firmalara göre daha değerlidir. İndirgenmiş nakit akımlarına göre işletmenin serbest nakit akımı üretebilmesi, finansal performansın değerlendirilmesinde kârdan daha iyi bir ölçüt olarak kabul edilmektedir (Yılmaz, 2009'dan aktaran Hatipoğlu, Yener, 2013, s.9-10).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi yaşam seyirleri büyüme ya da olgunluk aşamasında olan şirketlerin pay senetlerini değerlemede kullanılabileceği elverişli bir modeldir (Civan, 2007, s.237).

İşletmenin gelecekte kazanma gücünü dikkate alan yaklaşımlar içerisinde uygulanması en zor yaklaşım olmakla birlikte en sağlıklı sonucun alınabilmesi bu

yaklaşım ile mümkündür. Yöntemde en büyük zorluk o şirketin ileride ödeyeceği temettü tutarlarını tahmin etmektir (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.398; Karan, 2004, s.340).

İndirgenmiş nakit akımları ile firma değerinin tespitinde kullanılan yöntemler başlıca şunlardır:

- ✓ Özsermayeye Serbest Nakit Akımları
- ✓ Firmaya Serbest Nakit Akımları
- ✓ Ekonomik Katma Değer

2.4.3.1.1. Özsermaye Serbest Nakit Akımları

Özsermayeye serbest nakit akışı ile firma gelirlerinden ortaklara ait olan yani özsermaye açısından gerçekleşen nakit akımlarının öz sermaye maliyeti ile iskonto edilmesiyle özsermayenin olması gereken değeri belirlenmekte ve pay senedi sayısına bölünerek pay başına değer tespit edilmektedir. Piyasa fiyatı değer üzerinde ise yatırımcının elinde pay senedi varsa satış, altında ise alış gerçekleştirilmektedir (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.400-401).

2.4.3.1.2. Firmaya Serbest Nakit Akımları

Firmaya serbest nakit akımlarının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmesi ile bulunan değerden borçların bugünkü değeri çıkartılarak özsermayenin bu modele göre olması gereken değerine ulaşılmaktadır. Firmaya serbest nakit akımlarında iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması hesaplanan nakit akımlarının tüm kaynak sahiplerine olan nakit akımları olmasındandır. Bu yöntemde de kullanılan özsermaye değeri, toplam pay senedi sayısına bölünerek elde edilen fiyatla piyasadaki fiyat karşılaştırılmaktadır (Ercan, Ban, 2005, s.341).

2.4.3.1.3. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

Ekonomik katma değer (economic value added) bir işletmenin varlıklarının, sermaye maliyetinden daha yüksek katma değer meydana getirme gücünü ölçen bir ölçüttür. EVA'nın arkasındaki temel düşünce, hissedarların alınan riski karşılayacakları

bir getiri elde etme gerekliliğidir (Babapour, 2008, s.46'dan aktaran Kuğu, Kırılı, 2013, s.174).

Ekonomik katma değer şirket hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden fiyatlama, teşvik sistemi oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir. Ekonomik Katma Değer bir işletmenin yarattığı ya da kaybettiği değer dönemselsel olarak bir yıllık tutarıdır. İşletmenin tümü için hesaplanabileceği gibi her bölüm için ayrı ayrı da hesaplanabilir. Bölüm bazında ya da ürün bazında hesaplandığında her bir bölüm ya da üretim hattı farklı bir işletme olarak düşünülmelidir. Bölüm ya da ürün bazında hesaplanan EVA her bir bölüm ya da ürünün işletme adına yarattığı ya da kaybettirdiği değeri gösterir. Böylece ürünler ya da bölümler arasında kıyaslama yapma şansı yaratılır (Hacırüstemoğlu, Şakrak, Demir, 2002).

EVA yönteminin geleneksel performans ölçütü olan vergi sonrası net kârdan en önemli farkı, faaliyet sonuçlarıyla sermaye maliyeti arasında ilişki kurmasıdır. Oysa vergi sonrası net kârın hesaplanmasında, işletmenin finansmanında kullanılan borcun maliyeti dikkate alınırken, işletmeye yatırılmış olan öz sermayeye herhangi bir maliyet öngörülmemektedir. EVA, EVA'yı performans ölçütü olarak kullanan işletmeleri, vergi sonrası net faaliyet kârını yüksek tutmaya çalışmanın yanında, işletmenin bu vergi sonrası net faaliyet kârını kaynakları verimli kullanarak (gerektiği kadar borç ve öz sermaye kullanarak) elde etmeye ve işletmenin (faaliyet ve finansal) riskini de makul düzeyde tutmaya sevk etmektedir (Bastı, Yılmaz, 2013, s.56).

Ekonomik katma değer modeli tek bir dönemde yaratılan değeri ölçmekte olup aşağıdaki gibi hesaplanır (Ercan, Ban, 2005, s.351-352).

- ✓ **Ekonomik Katma Değer** = Yatırılan Sermaye × (Yatırılan Sermayenin Getirisi – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)
- ✓ **Firma Değeri** = Yatırılan Sermaye + Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri

EVA özellikle firma değeri maksimizasyonu açısından kabul görmüştür. EVA metodunu kullanan kurumlardaki yöneticiler hissedarlarla aynı hedeflere yönelir, böylece iki grup arasındaki çıkar çatışmaları en aza iner. EVA önemli bir metottur ancak firmayı detaylı analiz edemez. Bu nedenle diğer analiz metotlarıyla birlikte kullanılmalıdır (Berk, 2010, s.101).

2.4.3.2. Regresyon Modeli Yöntemi

İstatistiksel tahmin teknikleri, özellikle geçmişin kârlarına, temettülerine, pay senedi fiyatlarına zaman serisi analizi ve regresyon analizleri uygulaması yaygın olarak yapılmaktadır. Bu yöntemde pay senedi fiyatı ya da fiyat/pay başına net kâr oranı bağımlı değişken, bu fiyatı etkileyen kârlar, temettüler, bir önceki dönem fiyatları, piyasa faiz oranı, para arzı gibi değişkenler bağımsız değişkenler olarak alınır. Bağımsız değişkenlerin beklenen değerleri karşısında pay senedi fiyatının alacağı gerçek değer belirlenmeye çalışılır (Karaşin, 1987, s.29).

2.4.3.3. Çarpanlar Yardımıyla Değerleme Yöntemi

Pay senedinin gerçek değerini belirlemede uygulaması ve elde edilmesi kolay bir yaklaşım olan çarpanlar yardımıyla değerlendirme yatırımcılar tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır. Uygulamada en çok kullanılan çarpanlar fiyat/kazanç oranı ve defter değeri/piyasa değeri oranları olup piyasa değeri/satışlar oranı ve piyasa değeri/nakit akış oranı bu konuda kullanılabilecek diğer oranlardır (Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.402; Ercan, Ban, 2005, s.122).

Piyasa çarpanları ile şirket değerlemesi yaparken önce değerlemesi yapılacak şirketle aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların ortalamaları bulunur. Daha sonra değeri bulunacak şirketin net kar, özkaynaklar gibi ekonomik büyüklüğü ile firmaların ortalaması çarpılarak şirket değerine ya da pay senetlerinin toplam değerine ulaşılır (Ercan, Ban, 2005, s.122; Berk, 2010, s.95).

2.4.3.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat kazanç oranı yatırımcının bir birimlik kazanç için ödemeye razı olduğu fiyatı veya fiyatın pay başına kazancın kaç katı olduğunu göstermektedir. Örneğin F/K oranının 10 olması 1 birimlik pay başına kazanca yatırımcıların 10 birim ödemeye razı olduklarını gösterir (Aksoy, Tanrıöven, 2007,s.403).

Fiyat/Kazanç oranı bugün yatırımcılar arasında en fazla kullanılan, bir değerlendirme yöntemidir. Bu oranın bu denli fazla kullanılmasının temel sebepleri şunlardır;

- ✓ Bu yöntem kullanıldığında geleneksel yöntemlerde varsayımı ya da hesabı yapılan risk, büyüme oranı ve temettü ödeme oranı gibi bir takım verileri kullanmaya gerek kalmamaktadır.
- ✓ Çok basit bir istatistiki veridir.
- ✓ Mukayese yapmak son derece basittir.
- ✓ Risk ve büyüme gibi verileri yansıtır (Karan, 2004, s.362).

Fiyat/Kazanç oranının zayıf yönleri ise şunlar olmaktadır;

- ✓ Pay başına gelir hesabı gerçeği yansıtmayabilir. Bunun üzerinde uygulanan muhasebe değerlendirme yöntemleri etkili olabilir.
- ✓ Oranın kâr payı değerlendirme modellerine kıyasla teorik yapısı daha zayıftır
- ✓ Oran bir pay senedi için olması gereken oranı göstermez sadece pay senedi için uygun olan oran düzeyini gösterir.
- ✓ Şirketin zarar etmesi durumunda oran hesaplanmaz (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.484).

Fiyat/Kazanç oranı ile kıyaslama yapılırken dikkat edilmesi gereken bir konu vardır. Eğer pay senetlerinden bir veya birkaçı için önümüzdeki dönemde iş döngüsü, mevsimsel dalgalanmalar ya da endüstrideki veya firmadaki olağanüstü bazı durumlar nedeniyle aşırı getiriler tahmin edilmişse bunların diğer normal F/K oranına sahip paylar ile karşılaştırılması yanıltıcı olabilir (Konuralp, 2001, s.169).

Bir pay senedinin F/K oranı ile gerçek değerinin hesaplanması şu şekildedir;

Gerçek Değer = Sektörün Ortalama F/K Oranı × Şirketin Pay Başına Net Kâr Oranı

F/K oranları en çok, firmaların karşılaştırılarak ucuz- pahalı kararı verilmesinde kullanılmaktadır. Genellikle uygulanan yaklaşım, bir grup firmanın ortalama F/K oranını hesaplayıp, buna göre firmaları karşılaştırmaktır. Böyle bir yaklaşımda ortalamalar genellikle çok büyük ya da küçük değerlerden etkilenmektedir ve bunun yerine ortanca (medyan) kullanmak daha sağlıklı olacaktır (Karan, 2004, s.365).

Firmanın gelecek dönemlerindeki kârlarında yüksek artış bekleniyorsa bir birim kâra karşı ödenecek fiyat artacaktır. Yani yatırımcılar büyüme potansiyeli yüksek işletmelerin pay başına kârına daha fazla ödemeye razı olmaları F/K oranını yükseltir (Aksoy, Tanrıöven, 2007,s.403).

2.4.3.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemi, pay senedinin olması gereken fiyatını saptamaya yönelik bir yöntemdir. Bu katsayının özellikle yatırımcılar tarafında tercih edilmesinin nedeni, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırarak pay senedi fiyatının aşırı değerlendiği veya ucuz kaldığını ortaya koymasıdır. Bu yöntemin uygulanışında, pay senedinin olması gereken değeri hesaplanırken, önce işletme ile aynı sektörde, aynı risk düzeyi ile çalışan ve pay senetleri ikincil piyasada alınıp satılan işletmelerden bir portföy oluşturulur. Bu işletmelerin ortalama piyasa değeri ile defter değerleri arasında katsayı ile ifade edilen oran hesaplanır. Son aşamada ilgili pay senedinin hesaplama dönemindeki defter değeri ile piyasa/defter değeri katsayısı çarpılarak olması gereken değer bulunur. Bulunan değer piyasa değerinden yüksekse alış, düşükse satış kararı verilir (Ercan, Ban, 2005, s.125; Aksoy, Tanrıöven, 2007, s.402).

Bir pay senedinin PD/DD oranı ile gerçek değerinin hesaplanması şu şekildedir;

Gerçek Değer = Sektörün Ortalama PD/DD Oranı × Şirketin Defter Değeri

Amprik çalışmalarda düşük ve özellikle birin altında PD/DD oranına sahip pay senetlerine yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edilebileceği belirlenmiştir. Özellikle pay senedinin fiyatı defter değerinin altına düştüğünde sonuç daha belirgin hale gelmektedir (Karan, 2004, s.365).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ

3.1. TEMEL ANALİZ YÖNTEMİ

Yatırımların performansını etkileyen; politik, ekonomik, sosyal ve diğer güçleri sistematik olarak inceleyen, Ekonomi-Endüstri-Ortaklık Analizi menkul kıymet analizine ve özellikle pay senedi analizine kapsamlı bir yaklaşım getirmektedir (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.544).

Pay senedi değerlemesinde temel analiz olarak da bilinen bu yaklaşım pay senedinin fiyatını etkileyen kârlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların o pay senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle pay senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesine dayanır (Karaşin, 1987, s.3). Kısaca temel analiz menkul kıymet ile doğrudan ya da dolaylı ilişkili, genel ve özel çeşitli bilgilerin toplanarak, sistematik bir biçimde değerlendirilmesi ve tahminde bulunulmasından ibarettir (Berk, 2010, s.63).

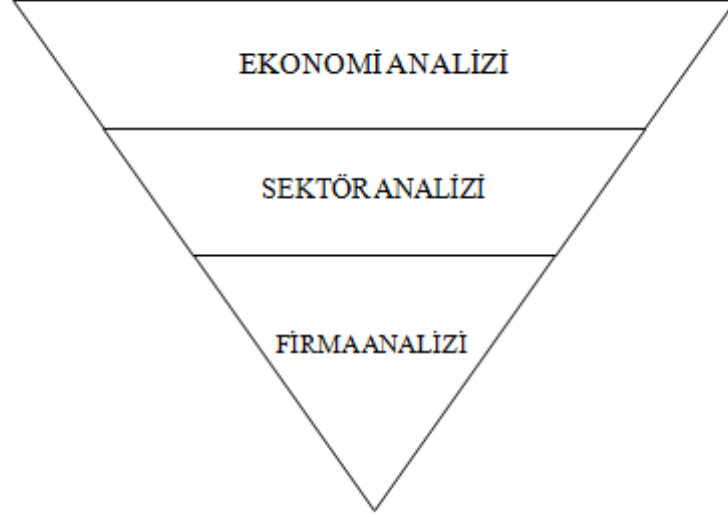
Temel analiz firma ile ilgili halka açıklanan tüm bilgi, finansal tablo ve değerlendirmelere dayanmaktadır. Firmanın temel bilgilerinin iyi bir şekilde yorumlanması firmanın bugünkü ve gelecekle ilgili durumunun ortaya konulmasını sağlar ve böylece firma değerinin belirlenmesi söz konusu olabilir (Karan, 2004, s.439).

Temel analizin amacı, pay senedinin gerçek değerini bu yatırımı etkilediği düşünülen temel etmenlerden yararlanarak bulmak ve bulunan bu değerle piyasa değerini karşılaştırarak yatırım kararı almak ya da almamaktır. Temel analizin sonucunda, hesaplanan değer, piyasa değerinden az ise pay senedi satın alınmaz ya da elde tutuluyorsa satılır (Coşkun, 2010, s.294).

Geniş anlamda temel analiz aşağıdaki yelpazeyi kapsamaktadır:

- ✓ Ülkenin sosyo-ekonomik, siyasi, askeri, politik yapısı ve bu yapının ortaya koyduğu risk yapısı.
- ✓ Ülkenin makro ekonomik verileri ve dinamikleri (GSMH, Üretim endeksleri, faiz hadleri, döviz kurları, para arzı vs.)
- ✓ Makro ekonomik yapı içinde sektörlerin durumu ve stratejik sektörler.

- ✓ İlgilenilen şirketin bilanço, gelir tablosu ve fon akım tablosu gibi mali tablolarının tümünün finansal açıdan incelenmesi ve değerlemesi (Erdoğan, 2004, s.48).



Şekil 3. 1 Temel Analiz Süreci (Konurap, 2001, s.90)

Temel analiz tekniğinde pay senetlerinin analizi yukarıdaki şekilde yer aldığı gibi, ekonomi analizi, sektör analizi ve firma analizi olmak üç aşamalı şekilde yapılmaktadır. Analizin yapılış sıralamasına ilişkin genel bir kural olmamasına rağmen bu tür analizler genellikle genelden özele doğru yani ekonomi-sektör-firma analizleri şeklinde gerçekleştirilmektedir.

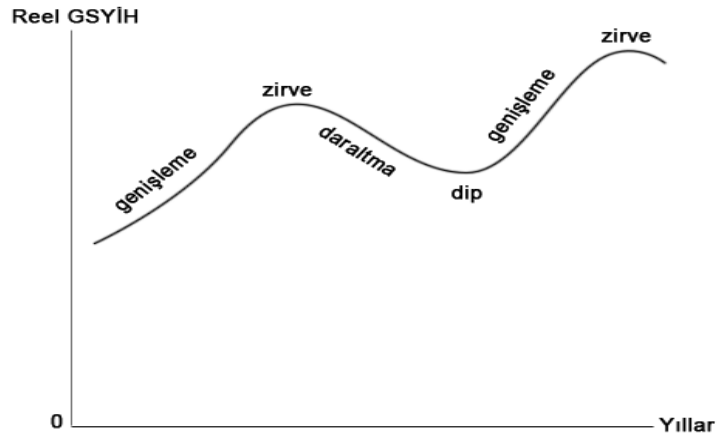
3.1.1. Ekonomi Analizi

Yatırım analizlerinin başlangıç noktası ekonomi analizidir. Ekonominin sağlıklı bir şekilde tahlili ve geleceğe ilişkin öngörüler kişisel yatırımların yönünü belirler. Ekonomik gelişme ve ekonomik daralma, firmanın stok, finanslama, fiyatlandırma ve yatırım politikasını, alacak ve borçlarının yönetimini etkiler. Bu nedenle pay senedine yapılan bir yatırımın kârlı olma olasılığı, güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir (Baştürk, 2004, s.93; Karaşin, 1987, s.4).

Ekonomik canlılığın hüküm sürdüğü bir zaman diliminde, firmaların kapasite kullanımları, yatırımları, satışları ve karları artarken, sistematik olan ve olmayan riskleri de azalır. Ekonomiye hâkim olan iyimserlik ve firma faaliyet sonuçlarındaki iyileşmeler sermaye piyasasını da olumlu etkiler. Başta pay senetleri olmak üzere pazarda işlem

gören finansal varlıkların verimleri yükselir. Ekonominin durgunluğa girmesi ise yatırımları kapasite kullanımlarını, satış hacimlerini ve karları azaltarak sermaye pazarını olumsuz etkiler. Bu etkileme pay senedi fiyatlarının düşmesi ve yatırımcıların verimlerinin azalması şeklinde kendisini gösterir (Sarıkamış, 1995, s.273)

Bir sermaye piyasası yatırımcısının ekonominin hangi evresinde bulunduğunu ve ekonominin gidişinin ne yönde olduğunu bilmesi doğru yatırım kararı almasında önemli rol oynar (Sarıkamış, 1995, s.274)



Şekil 3. 2 Ekonomide Konjonktürel Dalgalanmalar (Ertek, 2013, s.296).

Yukarıdaki şekilde de yer aldığı üzere ekonomik faaliyetlerdeki düzenli olmayan dalgalanmalara ekonomik (konjonktürel) dalgalanmalar denir. Ekonomik dalgalanmaların genişleme ve daralma olmak üzere iki safhası, zirve dip olmak üzere iki dönüm noktası vardır.

Ekonominin genişleme safhasında ekonomide talep ve dolayısıyla üretim ve istihdam artmaktadır. Daha sonra genişleme zirveye ulaşır. Zirveden sonra talep ve dolayısıyla üretim ve istihdamda azalmaların başlamasıyla birlikte ekonomide daralma başlar. Daralma bir noktada dibe vurur ve ondan sonra ekonomide tekrar bir canlanma ve gelişme safhası başlar. Ekonomide bu düzensiz devri dalgalanmalar sürer gider (Ertek, 2013, s.297).

Ekonominin gelişme dönemlerinde tasarruflarda da bir artış olduğu görülmektedir. Daha fazla tasarruf eden tasarruf sahipleri, birikimlerinin bir kısmını pay senetlerine yatırarak, pay senedi piyasasının gelişmesini tetiklerler ve bu durum pay

senedi fiyatlarının yükselmesi sonucunu getirir. Ekonomi duraklama ya da gerileme dönemine girdiğinde ise ülkede tüketim ve tasarruflar geriler. Bu durum pay senetleri piyasasını da olumsuz etkiler ve fiyatların düşmesine yol açar (Coşkun, 2010, s.296).

Pek çok ekonomik ve istatistikî araştırma, diğer ekonomik serilerden önce aşağıya veya yukarıya dönüş yapan göstergeleri belirlemeye yönelmiştir. Geçmişteki gerçekleştirmeler analiz edilerek, üç temel grup gösterge sınıflandırılmasına gidilebilir (Coşkun, 2010, s.296).

- **Öncü Göstergeler:** Genel ekonomik durumun yakın geleceği hakkında bilgi sahibi olmak isteyen yatırımcı açısından bu göstergeler çok önemlidir. Zira öncü göstergelerden bazıları (para arzı, yeni kurulan işletme sayısı, inşaat endüstrisinde ki gelişmeler) genel ekonomik faaliyetin en yüksek düzeye ulaşmasından, bazıları da (dış ticaret açığı, işsizlik, kamu kesimi açıklarının artması gibi) genel ekonomik faaliyetin en düşük düzeyine ulaşmasından bir süre önce en yüksek veya en düşük düzeye ulaşır.
- **Eşanlı Göstergeler:** Ekonomiyle yaklaşık aynı zamanlarda en üst ya da en alt düzeylerine erişen değişkenlerdir. Sanayi üretimi, tüketim ve faiz oranları örnek gösterilebilir (Karaşin, 1987, s.5).
- **Gecikmeli Göstergeler:** Bu göstergeler ekonomik gelişmeler yaşandıktan sonra, ilan edilen ya da belirlenebilen verilerdir. Örneğin; uzun süreli işsizlik, gecikme zamları ve tüketici fiyat endeksi gibi (Coşkun, 2010, s.296).

Ekonomi analizinde kullanılan ve pay senedi fiyatları üzerinde etkileri olan bazı göstergeler ve etkileri şunlardır:

- **Gayri Safi Mili Hasıla:** Gayri safi milli hasıla bir ekonomide bir yılda üretilen nihai mal ve hizmetlerin her birisinin piyasa fiyatları ile çarpılması sonucu elde edilecek değerlerin toplamıdır (Pekin, 2008, s.66). Temel ekonomik durumla ilgili göstergelerin başında GSMH ve bunun artışı gelir. GSMH'daki değişimler büyüme olarak adlandırılır. Büyüyen bir ekonominin borsa endeksi ile olumlu korelasyon içinde olduğu belirtilmektedir. Bu korelasyonun değerinin gelişmekte olan ekonomiler için daha yüksek değer ifade ettiği söylenebilir. Öte yandan ekonomik tahminler enflasyon oranında daha hızlı bir atış olacağı yönünde ise, reel büyüme çok düşük olacağından, yatırımcılar kapitalizasyon oranını yükseltir ve pay senedi fiyatları düşmeye başlar (Berk, 2010, s.63; Acar, 2002, s.35-37'den aktaran Apak, Demirel, 2013: I, 179).

- **Yatırımlar:** Yatırımların ekonominin en dinamik unsuru olduğu söylenebilir. Yatırım harcamaları zaman içerisinde çok büyük iniş çıkışlar sergilemektedir, yatırım düzeyinde görülen bu dalgalanmalar nedeniyle ekonomide büyük istikrarsızlıklar yaşanmaktadır bu yüzden yatırımlar ekonomik açıdan son derece önemlidir (Paya, 2013, s.81). Özellikle yabancı yatırımcıların ülkedeki yatırımlara ilgi göstermesi, ekonomik politikaların diğer ülkeler tarafından da benimsendiğini ortaya koyar (Coşkun, 2010, s.297). Kamu ve özel kesim yatırımlarının sektörel dağılımı sektörlerin büyüme potansiyeline ilişkin bilgi verir. Böylece büyüme ve gelişme görülen sektörlerin menkul kıymetlerinin tercihi önem kazanır (Berk, 2010, s.63).
- **Enflasyon:** Bir ekonomideki para miktarının, yine o ekonomideki mal ve hizmet miktarına göre daha fazla artması nedeniyle ortaya çıkan sürekli ve önemli bir artış enflasyon olarak tanımlanmaktadır (Pekin, 2008, s.52). Enflasyon oranlarında beklenmeyen değişimler yatırımcıların ve firmaların geleceğe ait tahmin yapmalarını ve planlamalarını güçleştirir. Bu da firmaların yeni yatırımlar yapmasını ve büyümesini engelleyecektir (Konuralp, 2001, s.91). Enflasyonist dönemlerde işletmelerin maliyetlerinin artması ve büyümesinin sürdürülmesi için, daha fazla finans kaynaklarına gereksinim olduğundan işletmelerin dağıtacakları kâr payları azalabilir. Bu da pay senedi fiyatlarını aşağıya çekebilir (Başoğlu vd., 2009, s.455).
- **Faiz Oranları:** Yüksek faiz oranları sermayenin maliyetini artıracığından ve gelecekte elde edilecek nakit akımlarının bugünkü değerini düşüreceğinden yatırım fırsatlarının cazibesi azalacaktır. Düşük faiz oranları ise yatırım fırsatları cazibesini artıracaktır (Konuralp, 2001, s.92). Enflasyon artışı da faiz oranlarını yükseltir, dolayısıyla fonlama maliyeti artar. Bu ise işletmelerin bazı yatırımlarından vazgeçip tasarruf artırıcı öneme yönelmelerine yol açabilir (Berk, 2010, s.64). Menkul kıymetlerin fiyatı ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Bu nedenle faiz oranlarının takip edilmesi hem yatırımcılar için o ülkedeki ekonomik havanın güncel gelişmeler karşısında nasıl bir sonuç oluşturduğunu gösterir, hem de bu gelişmeler karşısında ekonominin kırılma eğilimini gösterir. Çünkü ekonomik kırılma faiz oranlarının yükselişine, bu ise borsadaki hacmin düşmesine neden olacaktır (Kanyılmaz, s.45-47'den aktaran Apak, Demirel, 2013: I, 181).

- **İstihdam:** İşsizlik oranı ya da bunun tam tersi istihdam oranı ekonominin ne ölçüde tam kapasite çalıştığıın bir göstergesidir. İstihdamın artması ekonomide genişlemenin, işsizlik oranlarının artması ise daralmayı gösterir (Konuralp, 2001, s.92). İşsizlik oranının düşük çıkması, yatırımcı tarafından arzu edilen bir sonuçtur. İşsizlik oranının küçük olması ülkede ekonomik faaliyetlerin devam ettiği, kapasite kullanım oranlarının arttığı veya yeni işletmelerin açıldığı şeklinde yorumlanabilir. İşsizlik oranının düşük olması ülkede sosyal yaşamın kalitesinin, emniyetinin ve devletin işsizlik sigortası gibi sosyal harcamalarının azalacağı anlamına gelecektir (Ceylan, Korkmaz, 2004, s.244).
- **Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi:** Dış ödemeler dengesi bir ülkenin dış dünya ile olan ekonomik ilişkilerinin sistematik bir kaydı olup; belirli bir dönemde o ülke ile yabancı ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin parasal karşılıklarını gösterir (Ertek, 2013, s.487). Dış ticaret dengesi ise ödemeler bilançosunun önemli bir değişkenidir ve bir ülkenin mal ihracatı ile mal ithalatı arasındaki farkı anlamına gelir. Dış ticaret dengesinin açık vermesi bir ekonomi için döviz sıkıntısının yaşanabileceği ve dövize olan talebin artıp kurların artabileceği anlamına gelmektedir. Bu şekildeki bir ekonomik ortamdan pay senedi piyasaları olumsuz yönde etkilenir.
- **Parasal Göstergeler:** Para arzının artması iç talebi artırmaya veya faizleri düşürmeye yönelik bir politika olabilir. Ancak para arzının artırılması, enflasyon ve döviz kuru oranlarının artması endişesini de beraberinde getirmektedir. Para arzının artmasıyla faiz oranlarının düşmesi, menkul kıymet piyasaları tarafından olumlu karşılanacaktır. Çünkü ekonomide faaliyette bulunan işletmeler daha ucuz kredi bulabilme imkânına sahip olabileceklerdir (Ceylan, Korkmaz, 2004, s.243).
- **Bütçe Açığı:** Bütçe açığı devletlerin gelirleri ve giderleri arasında ortaya çıkan dengesizliklerdir. Ortaya çıkan açıklar, vergilerin ve iç borçların artmasına neden olurken, harcamaların da kısıtlanmasına yol açar. Vergilerin artırılması özel sektör gelirlerinin azalmasına neden olurken harcamaların kısıtlanması da kamu çalışanlarının gelirlerini azaltır ve alt yapı yatırımlarının azalmasına neden olur (Ergül, 2004, s.187). Bütçe açığını borsalar olumsuzluk olarak değerlendirir ve bütçe açığının ilanının ertesinde borsalar düşüşe geçebilir (Karan, 2004, s.447).

Ekonomi analizinde öncelikle global ekonomik koşullar değerlendirilmeli, ardından ulusal ekonomi değerlendirilmelidir. Küreselleşmenin arttığı günümüzde diğer ülke ekonomilerindeki veya küresel ekonomideki gelişmeler, ulusal ekonomileri etkileyebilmektedir. Para ve sermaye piyasasını etkileyen hareketler genellikle Avrupa Birliği, Amerika, Çin, Japonya gibi gelişmiş ülkelerin ekonomik verilerinden ortaya çıkar. Yatırımcılar özellikle ABD’de aylık olarak açıklanan tüketici güven endeksi, tüketici fiyat endeksi, istihdam raporları, FED faiz oranı kararları, gayri safi yurt içi hasıla, tarım dışı istihdam oranı ve perakende satışlar gibi verileri ilgi ile izler ve buna göre yatırım kararı alırlar (Karabıyık, Anbar, 2010, s.205; Berk, 2010, s.64).

3.1.2. Sektör Analizi

Temel analizde ikinci aşama sektör analizidir. Ekonomi analizinde açıklanan değişkenlerde meydana gelen değişimden bütün sektörler aynı biçimde etkilenmemektedir ve her sektörün bu değişimlere vereceği tepki farklı olacaktır. Bu yüzden sektörlerin ayrı ayrı incelenmesi gerekmektedir.

Her sektörün ekonomik dalgalanmalardan aynı derecede etkilenmemesinden dolayı sektörleri ekonomik dalgalanmalara karşı çok duyarlı, duyarlı, az duyarlı ve duyarlı olmayan sektörler şeklinde gruplandırmak olanaklıdır (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.546-547).

Bazı sektörler GSMH ile aynı hızda bazıları daha hızlı bazıları ise yavaş büyürler. Bir ortaklığın büyümesi ise genellikle faaliyet gösterdiği sektördeki büyümeye paraleldir (Karaşin, 1987, s.8).

Bir sektörün analizinde ve gelecekteki performansını değerlendirmede yatırımcının dikkate alması gereken pek çok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerin belli başlıları şöyle sıralanabilir; (Civan, 2007, s.236)

- ✓ Süreklilik,
- ✓ Rekabet koşulları,
- ✓ İşgücü durumu,
- ✓ Hükümetin izlediği ekonomi politikaları,
- ✓ İlgili sektörde bulunan firmaların kazanç durumları

Bütün bu yapılacak değerlendirmeler sonucunda sektörün yatırıma uygun olup olmadığı belirlenir ve sektör seçimi yapılır. Seçimi yapılan sektörde faaliyet gösteren işletmelerden hangisine yatırım yapılacağına da firma analiziyle karar verilebilir.

3.1.3. Firma Analizi

Ekonomi ve incelenen sektör hakkında tahminlerden sonraki üçüncü ve son aşama firma analizini oluşturur. Firma analizindeki esas amaç incelenen firmanın pay senedinin değerini belirlemek ve performans tahmini yapmaktır.

Firma analizi iki aşamada yapılabilir; birinci olarak firma ile ilgili bilgilerin değerlendirilmesi, ikinci olarak finansal analizler. Bir firma ortağının o firma ile ilgili genel bilgilere sahip olması gerekmektedir. Elde edeceği bilgiler firmanın geleceği ile ilgili potansiyeli verecektir. Bu bilgilerin dışında ikinci aşamada firmanın mali durumu, benzer kurumlara göre mali performansı ve firma değerinin araştırması yapılacaktır (Karan, 2004, s. 461).

Ekonominin genel seyri ve sektöre ilişkin özellikler dışında her firmaya özgü özelliklerin de pay senedi fiyatları üzerinde etkisi vardır. Bir firmanın pay senedine yatırım kararı almadan önce o firmanın ortaklık yapısı, sermaye yapısı, halka açıklık oranı, halka açılma tarihi, yönetim şekli, yönetim kadrosu, temettü politikası, araştırma geliştirme faaliyetleri, satış hacmi, lehine ve aleyhine açılan davalar gibi niteliksel ve niceliksel birçok faktörün değerlendirilmesi gerekmektedir (Karabıyık, Anbar, 2010, s.209).

Şirket değerlemesi için yapılan finansal analiz; şirketin faaliyetlerinin başarısını ölçmek, şirketin hedeflerine ulaşp ulaşmadığını saptamak, hedefe ulaşmamışsa nedenlerini araştırmak, geleceğe ilişkin planlar yapmak, şirketin faaliyetlerini kontrol etme ve değerlendirmek, şirketin yükümlülüklerini yerine getirme gücü olup olmadığını belirlemek gibi konular itibarıyla önem taşımaktadır (Gürbüz, Ergincan, 2004, s.90- 91).

Temel analizin en önemli kısmı firma analizidir. İzlenmesi gereken çok sayıda şirket vardır. Bu şirketlerle ilgili çok sayıda rapor, bilgi, haber ve finansal tablo vardır. Bu tabloları iyi bir şekilde yorumlamak gerekmektedir. Bu nedenle yatırım uzmanları firma analizlerine özel bir önem vermek zorundadır (Karan, 2004, s.461).

Firmanın analizi finansal analiz teknikleri kullanılarak yapılır. En çok kullanılan analiz tekniği finansal tablolardan elde edilen verilere uygulanan finansal oran analizidir. Bu analiz yöntemi şirketin finansal yapısının sağlamlığı hakkında yorum yapabilmek için kullanılır.

3.2. FİNANSAL ANALİZİN TANIMI AMACI VE ÖNEMİ

Finansal analiz bilanço ve gelir tablolarından oluşan temel mali tablolar üzerinden gerçekleştirilir. Bütün işletmeler her hesap dönemi sonunda bilanço ve gelir tablosu düzenlemek zorundadırlar. İşletmenin dönem sonundaki kaynaklarını ve bunların kullanım yerlerini gösteren bilanço ile döneme ait gelir ve giderlerin karşılaştırılarak sonucun bulunduğu gelir tablosu, ülkemizde yasal açıdan da düzenlenmesi zorunlu temel mali tablolardır (Gücenme, 2000, s.4).

Finansal analiz (mali tablolar analizi) bir işletmenin mali durumunu faaliyet sonuçlarını, finansal performansını, finansal yönden gelişmesini değerlendirebilmek, gelişme yönlerini saptayabilmek ve o işletme ile ilgili geleceğe dönük tahminlerde bulunabilmek için finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesidir (Akgüç, 2011, s.1).

Finansal analiz firmanın faaliyetlerinde etkinlik ve başarı derecesini ölçmede, firmanın ana ve ikincil hedeflerine ulaşp ulaşamadığını saptamada, hedefe ulaşlamamışsa nedenlerini araştırmada, geleceğe yönelik planlar hazırlamada, üretilecek mal ve hizmetler, üretim miktarı, üretim bileşimi ve izlenecek fiyat politikası konusunda karar almada, firmanın varlığını tehlikeye düşürmeden yükümlülüklerini yerine getirme gücü olup olmadığını belirlemede, firma faaliyetlerini denetim ve değerlendirmede, firma faaliyetinin her evresinde doğru ve düzeltici kararlar almada büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998, s.19).

Belirli bir döneme ait bilanço ve gelir tablosu işletmenin sadece o döneme ilişkin mali durumu hakkında genel hatlarıyla bilgi sağlar. Bunun yanında işletme sahipleri başta olmak üzere işletme yöneticileri, yatırımcılar, kredi verenler vb. ilgili taraflar işletmenin şimdiki mali durumunun yanında işletmenin geleceğiyle ilgili çeşitli öngörülerde bulunmayı amaçlarlar. Bu öngörülerin yapılabilmesi de mali tablolarda yer alan kalemler arasında karşılaştırmalar, tutarlar, yüzdeler ve oranlar vasıtası ile elde edilecek analiz verileri ile mümkündür (Karasioğlu, Eren, 2012, s.129).

Finansal analizin amacı, firmalarla ilgili olarak aşağıdaki bilgileri sağlamaktır;

- ✓ İşletmenin likidite durumu,
- ✓ İşletmenin kârlılık durumu,
- ✓ İşletmenin sermaye yapısı,
- ✓ İşletmenin aktiflerini kullanma durumu,

- ✓ İşletme hakkında önemli trendlerin elde edilmesi (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.41).

3.2.1. Finansal Analiz Bilgilerini Kullananlar

İşletme sahipleri koydukları sermayenin korunup korunmadığı ile yatırımlarının kârlılığını; yöneticiler de işletmeyi çeşitli yönlerden hangi başarı noktasına getirdiklerini ve bundan sonrası için gelişmelerin nasıl olacağını görmek isterler. Kredi kurumları, satıcı ve müşteriler, potansiyel yatırımcılar, devlet ve kamu gibi işletme dışından olanlar da kendi çıkarlarının gerektirdiği noktalarda işletmeyi tüm ayrıntısıyla tanımak ihtiyacındadır. Bu nedenlerle her bir taraf kendi bakış açısına göre finansal analiz yapmak ister (Poyraz, 2008, s.125).

Firmalara ilişkin yapılan mali analiz çalışmaları değişik grupları ilgilendirmektedir. Bu gruplar;

- 1- *İşletme yöneticileri, sahipleri veya ortakları, işletmede çalışanlar*: İşletmenin içinde bulunduğu durumu değerlendirmek ve gelişmeleri kontrol etmek için mali analiz ile ilgilendirilir.
- 2- *Yerli ve yabancı kredi kuruluşları*: İşletmeye verilen krediler ile ne yapılmıştır, yeni kredi ile ne yapılacaktır, alınan krediler nasıl ödenecektir gibi konularda bilgi edinmek için mali analiz ile ilgilendirilir.
- 3- *Yatırımcılar*: Yatırım yapmaya niyetlenenler, işletmenin kazancı ve büyüme hızı ile ilgili olarak mali analiz ile ilgilendirilir.
- 4- *Devlet*: Vergiler konusunda işletmenin sonucu ve işleyişi ile ilgili bilgiler açısından mali analiz ile ilgilendirilir.
- 5- *Halk*: Araştırmacılar, öğrenciler hazırlayacakları araştırma raporları ve tezlerle ilgili olarak mali analiz ile ilgilendirilir (Çetiner, 2008, s.11-12).

Tablo 3. 1 Finansal Analizin Amaç ve Araçları

Analizle İlgili Taraflar	Analizin Amacı	İlgi Alanı
Kısa vadeli borç veren	Kredi Güveni	Likidite, döner sermaye ve firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme kapasitesi
Uzun Vadeli Borç Veren	Kredi Güveni	Firmanın borcunu ödeyebilme yeterliliği
Yatırımcı	Yatırım Verimi	Firmanın karlılığı, Pay başına kazanç, Pay başına kar payı tutarı,
Yönetim	Verimlilik Karlılık Oranı İç Kontrol Oranı Finansal Sağlık Büyüme	Toplam aktiflerin verimlilik oranı, özsermayenin verimlilik oranı
Devlet	Gelir Vergisi Verimlilik	Katma Değer, Pay Başına Kazanç, Muhasebe Düzenine Uyum

Kaynak: Türko, 2002, s. 98

3.2.2. Finansal Analiz Türleri

Finansal analiz genel olarak analizin yapılaş amacına, kapsamına ve finansal analizi yapan kişinin durumuna göre türlere ayrılmaktadır.

3.2.2.1. Yapılış Amacına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz yapılaş amacına göre; yönetim analizi, kredi analizi ve yatırım analizi olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.

3.2.2.1.1. Yönetim Analizi

Yönetim analizi, yöneticilerin kararlarına, izleyecekleri politikalara esas teşkil etmek üzere yapılan bir analizdir (Çabuk, Lazol, 2004, s.144).

Yönetim analizinin amacı bir bütün olarak işletmenin faaliyet sonuçlarını ölçmek, çeşitli bölüm ve mamulleriyle ilgili kâr ve verimlilik ilişkisini belirlemek, likidite ve finansal yapısı ile ilgili bilgiler elde ederek geçmiş yıllarıyla mevcut durumunu karşılaştırarak değerlendirme yapmaktır (Şamiloğlu, Akgün, 2010, s.225).

3.2.2.1.2. Kredi Analizi

Kredi analizleri bir işletmenin borç ödeme gücü ve likiditesi hakkında bilgi sahibi olmak amacıyla yapılan ayrıntılı analizlerdir. Bu analizler işletmenin kendi borçlanma kapasitesi ve finanslama seçeneklerini değerlendirmesi açısından önemli olduğu gibi işletmeye kredi verecek veya tahvil satın alma yoluyla yatırım yapacak üçüncü kişiler açısından da önemlidir (Karapınar, Zaif, 2012, s.141).

3.2.2.1.3. Yatırım Analizi

Yatırım analizleri işletmenin hâlihazırdaki ortakları, gelecekte işletmeye yatırım yapmayı düşünenler, işletmeye uzun vadeli fon sağlayanlar veya sağlamayı düşünenler tarafından yapılan analiz türüdür. Bu analizin yapılmasındaki amaç işletmenin kazanç sağlama gücünü ve bunun sürekliliğini ortaya koymak, dağıtılacak kâr paylarını hesaplamak, pay senetlerinin değerini ve gelecekte pay senetlerinin değerindeki değişimleri ortaya koymaktır (Karasioğlu, Eren, 2012, s.131).

3.2.2.2. Analizi Yapan Kişiyeye Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz yapan kişiyeye göre; iç analiz ve dış analiz olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

3.2.2.2.1. İç Analiz

İşletmenin içinden olan kimselerin (yönetici, muhasebeci, iç denetçi vb.) kendi işletmelerine ait mali tablolar üzerinden yaptıkları analizdir. İç analizde, analizi yapacak olan kişi işletmenin dış kullanıma da açık olan bilanço ve gelir tablosunun yanında işletmede mevcut olan diğer bütün belge ve bilgilerden yararlanır. Bu nedenle iç analiz işletmenin kârlılığı, verimliliği, ekonomik ve finansal yapısı ile ilgili detaylı bilgilere dayanılarak ortaya konulabilir (Savsar, 2012, s.9).

3.2.2.2.2. Dış Analiz

Analizi yapan mali analist eğer işletme dışından bir kişiyse yapılan analize dış analiz denir. Dış analizde mali analist işletme yönetiminin üçüncü kişilerin kullanımı amacıyla yayınlamış olduğu mali tablolar ve bunların dipnotlarında yer alan bilgilerden yararlanmak suretiyle analiz yapar. Dış analizi, işletmeyle ilgisi bulunan satıcılar, kredi kurumları, işletmeye yatırımda bulunmak isteyenler yapar (Çabuk, Lazo1, 2004, s.147).

3.2.2.3. Kapsamına Göre Finansal Analiz Çeşitleri

Finansal analiz yapılan çalışmanın içerdiği dönemler temel alınarak dinamik ve statik analiz olarak ikiye ayrılmaktadır.

3.2.2.3.1. Statik Analiz

İşletmenin belirli bir döneme veya belirli bir tarihe ait finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkileri incelemek ve değerlendirmek için yapılan analize statik analiz denir.

3.2.2.3.2. Dinamik Analiz

Dinamik analiz, işletmenin birden fazla dönemine ait, yani cari dönemle birbirini izleyen diğer dönemlere ait mali tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin karşılıklı olarak incelenmesidir (Çetiner, 2008, s.13).

3.2.3. Finansal Analiz Teknikleri

İşletmelerin mali yapısı incelenirken, temel mali tablolar olan bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemlerin cari dönem, geçmiş dönem ve sektörde yer alan diğer firmalarla karşılaştırılmasında çeşitli mali analiz tekniklerinden faydalanılmaktadır.

Finansal tablolar analizinde kullanılan teknikler şöyledir:

Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi, Eğilim (Trend) Yüzdeleri Analizi, Yüzde Yöntemiyle Analizi, Oran (Rasyo) Analizi

3.2.3.1. Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi

Karşılaştırmalı tablolar analizi bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ilişkin finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişikliklerin incelenerek değerlendirilmesidir. Bu yöntem dinamik bir analiz türü olup, bu yöntemde finansal tablolardaki kalemler ve hesap grupları yıllar itibariyle karşılaştırılmaktadır ve öngörülen değişiklikler incelenmektedir (Akdoğan, Tenker, 2007, s.553).

Bu yöntemde bilanço ve gelir tablosu kalemlerinde meydana gelen değişimler hem mutlak hem de yüzde olarak tespit edilir. İki'den fazla dönemin karşılaştırılması durumunda her yıl bir önceki dönemle karşılaştırılarak veya en önceki yıl baz alınarak tespit edilir (Karasioğlu, Eren, 2012, s.132).

3.2.3.2. Eğilim (Trend) Yüzdeleri Analizi

Bu yöntemde finansal tablolarda incelenecek dönemlere ait bir yıl esas alınır. Bu yıla ait tutarlar 100'e eşit kabul edilerek, diğer dönemlere ait değerler, esas alınan yılın aynı değerleri ile karşılaştırılarak yüzde yöntemine göre oranlanır. Bu şekilde, finansal tablolarda yer alan kalemlerin dönemler arasında göstermiş olduğu artış veya azalışlar tespit edilerek, bu değişikliklerin esas alınan yıla göre oransal önemleri ortaya konulur (Çaldağ, 2005, s.260).

Analizin anlamlı olabilmesi için temel olarak seçilen yılın her bakımdan işletme faaliyetlerini yansıtacak normal bir yıl olması ve incelemeye alınan dönemin oldukça uzun olması gerekir (Çabuk, Lazol, 2004, s.159; Akgüç, 1998, s.106).

3.2.3.3. Dikey Yüzdeler Yöntemiyle Analizi

Dikey yüzdeler yönteminde finansal tablolarda yer alan kalemin ait olduğu grup içerisindeki yüzdesi, hem grup toplamına, hem de genel toplama göre ayrı ayrı kolonlarda gösterilir. Bunun için her kalemin ait olduğu grup toplamı 100 kabul edilerek kalemin gruptaki payı tespit edilir (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.76).

Dikey yüzdeler aynı zamanda aktif ve pasif kalemlerin firmanın finansal tablolarında nasıl dağıldığının tespitine imkân tanıyan önemli bir analiz yöntemidir. Ancak bu yöntem örnek dağılımın kesin bir şekilde iyi veya kötü olduğu ve bu dağılımın sonucunun firmaya sağladığı avantajlar veya dezavantajların ne olduğu konusunda bir karara varmada yardımcı olamaz (Türko, 2002, s.121).

Dikey yüzdeler yönteminin en önemli iki üstünlüğü;

- ✓ Diğer yöntemlerin aksine finansal tablolardaki hesapların ana veya ara tali toplam içindeki nispi önemini göstermesi,
- ✓ Bir işletmenin mali durum ve sonuçlarını rakip işletmelerle veya sektörlerle karşılaştırma olanağı vermesidir (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.77).

3.2.3.4. Oran Analizi

Oran analizi yönteminde hesap veya hesap grupları arasındaki matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile kârlılık, çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşılmaya çalışılır (Akdoğan, Tenker, 2007, s.640).

Mali tablolar analiz edilirken tablolardaki mutlak rakamlardan ziyade, birbiriyle ilişkili olan kalemlerin oranlamasıyla anlamlı bilgiler elde edilebilir ve bu nedenle oranlar mali analizde çok yaygın olarak kullanılır (Gücenme, 2000, s.106).

Hesaplanan oranları işletmenin önceki yıllardaki oranları ile karşılaştırmak suretiyle yıllar itibari değişimleri ortaya koyacak bir analiz yapılabileceği gibi, aynı zamanda sektör oranları veya genel kabul görmüş oranlarla da karşılaştırma yapılmak suretiyle de bir analiz yapılabilir (Karasioğlu, Eren, 2012, s.163).

Finansal analiz sonucunda elde edilen oranlar değerlendirilirken, geçmiş yıllara ilişkin oranlar, rakip firmalara ait oranlar, faaliyet gösterilen sektöre ait oranlar ve firmanın ulaşmayı hedeflediği oranlar gibi bir takım ölçüler göz önünde bulundurulmalıdır.

Oran analizini diğer analizlerden ayıran yanlar belirli başlıklar altında şöyle sıralanabilir:

- ✓ Birbirleriyle ilişkili kalemleri standart hale getirmektedir.
- ✓ Elde edilen sonuçların geçmişle, hedefle sektörle karşılaştırılmasını kolaylaştırmaktadır.
- ✓ Oranları gruplandırarak belirli sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır (Karapınar, Zaif, 2012, s.166).

Oran analizi yönteminde kullanılan oranlar kullanım amaçlarına göre *likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları, piyasa performans oranları* olmak üzere beş başlık altında toplanabilir.

3.2.3.4.1. Likidite Oranları

İşletmenin cari durumunun diğer bir deyişle likidite durumunun analizinde likidite oranlarından yararlanılmaktadır. Likidite oranları, işletmenin parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların, ödenme olanaklarını saptamaya yardım eder. Başka bir anlatımla bu oranlar, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılır (Akdoğan, Tenker, 2007 s.644).

3.2.3.4.2. Mali Yapı Oranları

İşletmenin finansmanında yabancı kaynaklardan ne derece yararlandığını ortaya koyan oranlardır. Yabancı kaynakları ile öz kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösteren bu oranlar işletmenin olumlu bir şekilde finanse edilip edilmediği, kredi verenlerin emniyet payının yeterli olup olmadığı sorularına cevap verir (Gücenme, 2000, s.110).

Mali yapı analizinde kullanılan oranlar, işletmenin normal faaliyetleri sonucunda zarar etmesi, varlıklarının değerinin düşmesi veya gelecek yıllar için tahmin edilen nakit akımının gerçekleşmemesi halinde söz konusu işletmenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda bilgi veren oranlardır (Akgüç, 2011, s.447).

3.2.3.4.3. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları grubunda yer alan oranlar bilanço kalemleri ile gelir tablosu kalemleri-genellikle satışlar arasındaki ilişkiye dayanır ve çeşitli varlıkların geri dönme çabukluğunu ortaya koyarlar. Faaliyet oranlarının incelenmesi ile müşterilerin kendilerine tanınan ödeme sürelerine uyup uymadıkları, yatırım kapasitesinden yeterince yararlanıp yararlanılmadığı ve stoklara yapılan yatırımın uygunluğu gibi durumlara açıklık getirilmektedir (Berk, 2010, s.473).

3.2.3.4.4. Kârlılık Oranları

İşletmelerin emrine verilmiş bulunan öz ve yabancı kaynakların, verimlendirme derecesinin ölçümünde kullanılan oranlar bu grupta toplanmaktadır. İşletmelerin bir bütün olarak tüm faaliyetlerinde kârlı çalışıp çalışmadığının belirlenmesinde bu oranlardan yararlanır. Kârlılık oranlarıyla işletmenin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesi değerlendirilir (Akdoğan, Tenker, 2007, s.668).

Bir firmanın elde ettiği kârın, ölçülü ve yeterli olup olmadığını belirlemek için aşağıdaki etmenlerin göz önünde tutulması gerekir:

- ✓ Sermayenin alternatif kullanım alanlarında sağlayabileceği gelir,
- ✓ Genel ekonomik koşullar,
- ✓ Aynı endüstri kolunda benzer firmaların kâr oranları,
- ✓ Geçmiş yıllarda kârın göstermiş olduğu eğilim,
- ✓ İşletmenin planladığı kâr hedefleri (Akgüç, 2011, s.482-483).

3.2.3.4.5. Borsa Performans Oranları

Borsa performans oranları, firmanın borsada göstermiş olduğu performansını ölçmek amacıyla kullanılırlar. Bu oranlar potansiyel yatırımcılar tarafından dikkatle izlenir ve şirket pay senetlerinin gerçek değerinin belirlenmesini sağlar ve yatırımlara yön verir (Bakır, Şahin, 2009, s.148).

Yatırım amaçlı yapılan bu analizde, işletmenin yeterli kâr sağlamanın yanında pay senetlerinin finansal ve teorik değerlerinin analizi de yapılmalıdır. Pay başına düşen kâr payı ve kâr dağıtım yüzdesi gibi birçok oranın bilinmesi, mevcut ve potansiyel yatırımcıların işletme ile ilgili daha rasyonel değerlendirme yapabilmeleri için gereklidir (Arat, 2005'den aktaran Şamiloğlu, Akgün, 2010, s.263).

Borsa performans oranları, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, pay başına kazanç oranı ve kâr payı verim oranı olarak ifade edilebilir.

3.2.3.4.5.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat/kazanç oranı, borsada işlem gören pay senedinin piyasadaki değerinin pay başına elde edilen kazanç bölünmesiyle hesaplanır. Bu oranın hesaplanabilmesi için önce dönem net kârının toplam pay senedi sayısına bölünmesi gerekmektedir.

$$\text{Pay Başına Kazanç} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Toplam Pay Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Pay Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Pay Başına Elde Edilen Kazanç}}$$

Bu oran mevcut ve potansiyel hissedarlar tarafından çok kullanılan bir orandır. Hissedarlar borsadan satın aldıkları pay senedine yatırdıkları paraya karşılık ne kadar kazanç elde ettiklerini görmek isterler. Oranın düşük olması arzu edilir. Oranın aynı sektör içerisindeki diğer işletmelere ait oranlarla karşılaştırılması suretiyle değerlendirilmesi anlamlı olmaktadır (Bakır, Şahin, 2009, s.148).

3.2.3.4.5.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

PD/DD oranı işletmenin piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Başka bir ifadeyle, pay senedinin 1 TL'lik defter değerine karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir. Bu oran sektör ortalamasının üzerinde olduğunda pay senedinin değerli olduğu ve bu pay senetlerinin satılması gerektiği; sektör ortalamasının altında olması durumunda ise, söz konusu pay senedinin ucuz olduğu ve satın alınması gerektiği şeklinde yorumlanabilir (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.74).

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı pay senedinin borsa fiyatının pay senedinin defter değerine bölünmesiyle bulunmaktadır. Pay senedine ait defter değeri ise işletmenin öz sermaye toplamının dolaşımdaki pay senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Bu oran aşağıda gösterildiği gibi hesaplanabilir.

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Özsermaye Toplamı}}{\text{Toplam Pay Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Pay Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Pay Senedinin Defter Değeri}}$$

3.2.3.4.5.3. Pay Başına Kazanç Oranı

Pay başına kazanç firmanın net kârının firmanın toplam pay senedi sayısına bölünmesi ile elde edilir (Ercan, Ban, 2005, s.48). Bu oran işletme ortaklarının yaptıkları yatırım karşılığında ne kadar gelir sağladıklarının ölçülmesine yardımcı olmaktadır (Hacıoğlu, Dinçer, 2009, s.128).

Bu oran, işletmenin ve finansman politikalarının uygulama sonuçlarının ölçülmesinde temel göstergelerden birisidir (Ercan, Ban, 2005, s.48). Bu oran aşağıda yer alan formüldeki gibi hesaplanır:

$$\text{Pay Başına Kazanç} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Toplam Pay Senedi Sayısı}}$$

3.2.3.4.5.4. Kâr Payı Verim Oranı

Kâr payı veya temettü verim oranı, pay senedine ödenen bedelin karşılığında elde edilen verimliliğin bir göstergesidir. Kâr payı verim oranı, pay senedi başına dağıtılan kâr payının pay senedinin piyasa fiyatına bölünmesiyle bulunur (Ceylan, Korkmaz, 2010, s.75).

$$\text{Pay Senedi Başına Kâr Payı} = \frac{\text{Dağıtılan Toplam Kâr Tutarı}}{\text{Toplam Pay Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Kâr Payı Verim Oranı} = \frac{\text{Pay Senedi Başına Kâr Payı}}{\text{Pay Senedinin Borsa Fiyatı}}$$

3.4. TEKNİK ANALİZ YÖNTEMİ

Teknik analiz kuramının temelinde insanların çeşitli olaylar karşısında ki ekonomik ve psikolojik eğilimleri yatar. İnsanların piyasalarda ki bir takım benzer olaylar karşısında benzer davranışlar sergilediğini kabul eden bu metot, aynı zamanda piyasada oluşan fiyat eğilimlerinin arz ve talepten kaynaklandığını savunur (Ceylan, Korkmaz, 2004, s.253).

Teknik analiz pay senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerinin gelecekte de tekrarlanacağı varsayılarak, fiyatların gelecekteki düzeyinin, geçmiş hareketler incelenerek analiz ve tahmin edilmesidir (Karabıyık, Anbar, 2010, s.211).

Teknik analiz yayınlanmış piyasa verilerini baz alır zamanlama ve fiyat değişiklikleri üzerinde önemle durur, piyasa ve/veya pay senedindeki hareketleri analiz ederek iç faktörler üzerine odaklanır, daha çok kısa dönemli fiyat hareketlerini tahmin etmek üzere dizayn edilmiştir (Ergül, 2004, s.193).

Teknik analizcinin amacı fiyatlardaki trend değişimini inceleyerek yatırım kararı vermektir. Çünkü arz ve talebe göre belirlenen pay senedi fiyatları piyasanın yönünü yani fiyat hareketlerinin doğrultusunu göstermektedir. Teknik analizcinin bu amaç için kullandığı veriler; endeks ya da varlığın en düşük fiyatı, en yüksek fiyatı, kapanış fiyatı, işlem miktarı, karşılanmamış satım emirleri, sözleşme sayıları gibi değerleri içerir (Başoğlu vd., 2009, s.461).

Teknik analizin temel varsayımları üç noktada özetlenebilir:

- ✓ Tarih tekerrürden ibarettir; yani geçmişte ortaya çıkan fiyat hareketleri benzer yeni hareketler üretir.
- ✓ Piyasada var olan bütün bilgi fiyatın içinde konsantre olmuştur ve fiyat piyasada var olan tüm bilgiyi yansıtır.
- ✓ Fiyatlar en azından belirli ve anlamlı bir süre boyunca, belirli bir trend üzerinde hareket eder (Erdoğan, 2004, s.53).

Teknik analizciler genel ekonomideki ya da endüstri kolundaki temel değişkenleri takip etmenin gerekli olmadığını, çünkü pay senetleri fiyatlarının bu değişkenlere verdikleri tepkinin aniden olmayıp, yavaş yavaş olduğunu kabul ederler. Dolayısıyla piyasadaki bu fiyat düzenlemesi sırasındaki trendin izlenmesinin mümkün olabileceğini savunurlar (Konuralp, 2001, s.115).

Teknik analiz ve temel analiz arasındaki bazı farklar aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

- ✓ Temel analizle pay senedinin gerçek değeri hesaplanmaya çalışılırken teknik analizde gerçek değerle ilgilenilmez ve fiyatların hareketleriyle alım satım zamanı ve noktaları tespit edilmeye çalışılır.
- ✓ Teknik analizin en büyük avantajı, temel analiz için bir firma hakkında ana bilgi kaynağı olan finansal tablolara gereksinim duymamasıdır. Temel analizi kullananların ileriye dönük tahminlerinde dayandığı bu finansal tablolar bazen bir takım eksik ve hatalı bilgiler içerebilmektedir.
- ✓ Temel analizci pay senedinin gerçek değerini belirlese bile, bu pay senedinin alım ve satım zamanını belirleyemeyecektir. Böylece zamanlama faktörünü dikkate alan teknik analiz daha üstün olmaktadır (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.554).
- ✓ Temel analiz piyasada az değerlendirilmiş pay senetlerinin belirlenmesine ve bunlara yatırım yapılmasına yönelik bir tekniktir. Yapılacak yatırımın verimli olması; bütün yatırımcıların söz konusu pay senetlerinin az değerlendirilmiş olduğunu fark etmelerine ve talebi artırarak fiyatın yükselmesini sağlamalarına bağlıdır (Başoğlu vd., 2009, s.462).
- ✓ Gerçekte teknik analiz kurallarının mekaniksel, kolay uygulanabilir kurallar olmayıp yorumlamanın işin odak noktasını oluşturması, objektif kararlarla birlikte, bir takım subjektif yargıların da işin içine girmesine yol açmaktadır. Böylece grafiği analiz eden iki ayrı teknik analist farklı yorumlarla farklı yatırım kararlarına varabilmektedir (Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.555).
- ✓ Teknik analiz, öğrenmesi uygulanması ve aynı tekniği çok sayıda pay senedi için kullanabilme kolaylığı açısından temel analize göre çok daha az zahmetli olduğundan kendisine geniş bir uygulama alanı da bulmuştur (Konuralp, 2001, s.117).
- ✓ Teknik analizcilerin fiyat trendlerindeki belli formasyonları zaman içinde tekrarladığı varsayımdır. Temel analizciler ise pay senedi fiyatlarında bu şekilde kendini tekrarlayan fiyat hareketlerinin olmadığı olsa da tamamen tesadüfi olduğu, dolayısıyla buna bakarak gelecekteki fiyatları belirlemenin mümkün olmayacağını savunurlar (Konuralp, 2001, s.117).
- ✓ Teknik analiz piyasada genelde uzmanlar tarafından kullanılmakla beraber, öğrenildiği zaman herkes tarafından rahatlıkla kullanılacak bir uygulamadır.

Teknik analiz konusundaki tek eleştiri ise, teknik analizin sadece bir disiplin sistemi olup bilimsel bir yargı taşımasıdır. Çünkü analizciler aynı grafikleri kendi bilgi ve deneyimleri doğrultusunda farklı yorumlayabilmektedirler (Ceylan, Korkmaz, 2004, s.254).

- ✓ Teknik analizci bilmesi gerekenlerin yalnızca sonuçlar olduğuna inanır ve bu sonuçları ortaya çıkaran nedenleri bilmesinin gereksiz olduğuna inanır. Temel analizci ise her zaman nedenleri bilmek zorundadır. Bu yüzden teknik analiz bu konuda bilgisi olan herkes tarafından kolay bir şekilde kullanılabilirken, temel analiz ekonomi, finans, politika vb. gibi birçok alanda uzmanlık düzeyinde bilgi gerektirir (Coşkun, 2010, s.313; Ceylan, Korkmaz, 2004, s.260).

Teknik analiz ve temel analiz genellikle birlikte kullanılan ve birbirini destekleyen yöntemlerdir. Gelişmiş piyasalarda yatırımcıların büyük çoğunluğu, önce temel analizi kullanarak pay senedi seçimi yapmakta daha sonra alım-satım zamanlamasını belirlemek için teknik analiz yöntemlerini kullanmaktadır (Karabıyık, Anbar, 2010, s.213).

Temel ve teknik analizin birbiriyle ayrı düşünülmemeleri ve birlikte etkin bir biçimde kullanılmaları gerekir. Temel analiz pay seçiminde çok önemli bir fonksiyonu yerine getirirken, daha doğrusu mali yapısı güçlü, geleceği parlak ve olması gereken piyasa fiyatının altında pay senedinin bulunmasını sağlarken, teknik analiz payın alım ya da satım zamanının belirlenmesinde çok daha etkin karar verilmesini sağlamaktadır (Erdinç, 2004, s.47).

3.5. RASSAL YÜRÜYÜŞ TEORİSİ VE ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Rassal yürüyüş teorisi fiyat değişikliklerinin rassal olduğunu ve önceden tahmin edilemeyeceğini öne sürmektedir. Bu teoriye göre pay senedi fiyat değişimlerinin, geçmiş fiyat değişimleri ile ilişkisi yoktur. Geçmiş fiyat değişikliklerine bakarak, gelecekteki fiyatlar tahmin edilemez, çünkü fiyat hareketleri kısa dönemde bir sarhoşun adımlarına benzemektedir (Karabıyık, Anbar, 2010, s.253).

Rassal yürüyüş kuramını savunanlar, teknik analize karşıdır; fiyat hareketlerinin hafızasının olmadığını, geleceğin tahmin edilmesi için geçmişin kullanılmayacağını ileri sürerler. Ayrıca bu kuram temel analizin aksine, bir pay senedinin tek bir değerinin olamayacağını ileri sürer (Canbaş, Doğanlı, 2007, s.576).

Piyasadaki menkul kıymet fiyatlarının tesadüfi olarak hareket ettiğine ilişkin elde edilen bulgular, çalışmacıların ilgisini çekmiş ve bu çalışmaların sonucu olarak etkin piyasalar hipotezi ortaya çıkmıştır.

Etkin piyasa, çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu ve piyasadaki menkul kıymetler hakkında elde edilen bilgilerin karşılıklı etkileşim sonucu, fiyatlara tam olarak yansıdığı ve menkul kıymetler hakkında yeni bilgiler geldiğinde fiyatların bu bilgilere göre değiştiği piyasalardır (Apak, Demirel, 2013: I, 330).

Etkin piyasa hipotezine göre piyasada oluşan pay senedi fiyatları şirket ve pay senetleri ile ilgili tüm bilgileri yansıtırlar; böylece herhangi bir yatırımcının, şirketle ilgili bir bilgiyi kullanarak piyasada oluşan fiyatlardan alım-satım yoluyla diğer yatırımcılara göre aşırı bir kazanç sağlaması olanaksızdır (Berk, 2010, s.397). Etkin piyasa teorisi piyasalarda katılımcılar arasındaki bilgi alışverişinin anında, ücretsiz, eşit şekilde ulaştırılmasını, piyasayı yönlendirecek sayıda katılımcı olmamasını, piyasanın manipülatif hareketlere meydan vermeyecek şekilde işlemlerini, hukuki düzenlemelerin de tamamlanmış olmasını zorunlu tutar (Ergül, 2004, s.197).

Etkin piyasalar hipotezini temel alan yatırımcılara göre temel analiz yöntemlerinden yararlanarak, pay senetlerinin gerçek değerini hesaplamaya ve piyasada düşük ya da yüksek değerlenmiş pay senetlerini bulmaya çalışmanın bir anlamı kalmamaktadır. Yani fiyatlar gerçek değerleri yansıtacağına göre, piyasada yanlış fiyatlanmış pay senedi bulunmayacaktır (Bolak, 1991, s.149'den aktaran Barak, 2008, s.61).

Aslında önemli olan nokta, piyasanın üzerinde sürekli ve istikrarlı bir getiri sağlamaktır. Bunun için sistemler geliştirilmiştir. Hem temel analiz hem de teknik analiz bu konuda yöntem ve sistemlere sahiptir. Fakat gerçek hayata baktığımızda uzun vadede gerçekten de etkin pazar hipotezi daha gerçeğe yakın sonuçlar vermiştir (Erdinç, 2004, s.46).

Son dönemlerde akademik çevrelerde bu hipotezin geçerliliği konusunda kuşku oluşmaya başlamıştır. Araştırma raporlarında pay senetleri getirilerinde anomilerin olduğu işlenmektedir. Uygulamacılar gibi birçok akademisyen de yatırım kararlarında duyguların ve diğer faktörlerin rol oynadığını ileri sürmektedir. Yatırım kararlarında bu bakış açısı davranışsal finans olarak adlandırılmaktadır (Coşkun, 2010, s.319).

Türkiye'de menkul kıymet piyasasının zayıf türden etkin piyasa olduğu ileri sürülmektedir. Bu nedenle pay senedi fiyat değişimlerinin belirli bir trende sahip

olduğu söylenebilir. Türk sermaye piyasasının etkinlik araştırması sonuçları, sermaye piyasasının tam olarak gelişmediğini ve bazı Avrupa ve Afrika ülkeleri sonuçları ile benzerlik gösterdiği şeklindedir (Apak, Demirel, 2013: I, 332).

Piyasa etkinliği üç bölüme ayrılabilir. Bu etkinlik türlerinden ilki *faaliyet etkinliğidir*. Bu piyasada fon arz ve talep edenler minimum maliyette işlemlerini gerçekleştirir. İkinci piyasa etkinlik türü ise *kaynak dağıtım etkinliğidir*. Bu piyasada kaynakların optimum dağıtımını hedeflenir. Üçüncü piyasa etkinlik türü ise fiyatların mevcut tüm bilgiyi yansıttığını kabul eden *bilgi etkinliğidir*. Etkin piyasalar hipotezinde etkin kavramı bilgisel etkinliği ifade etmektedir (Karan, 2004, s.272).

Finans literatüründe bilgi etkinliği de kendi içerisinde üç formda incelenmektedir. Fama'nın 1970 yılındaki çalışmasında ortaya koyduğu bu formlar; zayıf formda piyasa etkinliği, yarı güçlü formda piyasa etkinliği ve güçlü formda piyasa etkinliğidir (Balaban, 1995, s.4'den aktaran Canbaş, Doğukanlı, 2007, s.579).

- **Zayıf Formda Etkinlik:** Zayıf formda etkinlik, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatların tarihçesinde yer alan tüm bilgileri hızla yansıttığı durumdur. Yani pay senedi fiyatlarındaki herhangi bir bilgi, bugünün fiyatlarına yansıtılmıştır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı yoktur. Ayrıca rassal yürüyüş zayıf formda piyasa hipotezinin test edilmesinde kullanılmaktadır (Başoğlu vd., 2009, s.495; Karan, 2004, s.273-274).
- **Yarı Güçlü Formda Etkinlik:** Pay senedi fiyatlarının halka açıklanmış tüm bilgileri yansıttığı durumdur. Yarı güçlü etkin bir piyasada, yatırımcıların geçmiş fiyatlara ek olarak kamuya açıklanmış bilgileri kullanarak normalin üzerinde getiri sağlayamayacakları varsayılmaktadır. Yarı güçlü formda etkinliğe sahip bir piyasada, kamuya açıklanan bilginin pay senedi fiyatlarına yansması için söz konusu bilginin beklenenden farklı olması gerekmektedir (Dixon, Holmes, 1995, s.15'den aktaran Karabıyık, Anbar, 2010, s.255).
- **Güçlü Formda Etkinlik:** Fiyatların gerçek değerleri belirlemede kullanılabilecek tüm bilgileri yansıttığı durumdur. Bu durumda fiyatlar sadece kamuya açıklanmış bilgileri değil işlletmenin ve ekonominin tüm bilgilerini de yansıtır. İceridekilerin sahip olduğu bilgi eşzamanlı olarak tüm yatırımcılara ulaşmaktadır. Böyle bir piyasada hiçbir yatırımcı pay senedi fiyatlarını diğerine göre daha doğru olarak tahmin edemez. Dolayısıyla, teknik ve temel analiz yapılarak fazladan bir kazanç sağlamak mümkün değildir (Ceylan, Korkmaz, 2004, s.222).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SİGORTA SEKTÖRÜ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR, SİGORTA TÜRLERİ VE SEKTÖRDE KULLANILAN FİNANSAL ORANLAR

4.1. SİGORTA İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde sigorta ile ilgili temel kavramların açıklaması yapılacaktır. Açıklaması yapılacak olan temel kavramlar; sigorta, risk, sigorta primi, sigorta aracılığı, sigorta poliçesi, tazminat ve hasar ve reasürans' dır.

4.1.1. Risk Kavramı

Risk kavramı ile ilgili tek, bir tanım bulunmamaktadır. Ekonomistler, davranış bilimciler, risk teorisyenleri, istatistikçiler ve aktüerler risk ile ilgili farklı tanımlar yapmaktadırlar. Bununla birlikte, risk kavramı geleneksel olarak belirsizlik kavramına dayanarak tanımlanmaktadır. Bu durumda, risk, bir hasarın ortaya çıkışına ilişkin belirsizlik olarak ifade edilebilir (Rejda, 2005, s.3' den aktaran Yurtseven, 2007, s.90).

Ülkemizde “risk”, “riziko” ve “tehlike” kavramları aynı anlamda kullanılmaktadır (Özbolet, 2014, s.75). Türk Dil Kurumu riski; “zarara uğrama tehlikesi” olarak tanımlamaktadır (tdk.gov.tr).

Risk kavramı, tarafların iradeleri dışında oluşan, maddi veya manevi zarara uğrama tehlikesi yaratan, belirsiz ve gelecekte ortaya çıkabilecek olayları ifade etmektedir (Yaslıdağ, 2014, s.53).

Hasarın belirsizliği anlamında riziko, evrensel bir olgudur. Bireylere ve şirketlere yaşamın her aşamasında problem çıkarabilir. Bireyler ve şirketler belirsizlik nedeniyle zararın ne olacağını önceden bilemez. Riziko bu belirsizliklerle birlikte vardır. Bu nedenle herkes rizikoyu göğüslemek ve hesaba katmak zorundadır (Güvel, Güvel, 2008, s.73).

Sigortacılık açısından riskin taşınması gereken bazı özellikler bulunmaktadır:

- ✓ Risk tarafların iradeleri dışında oluşmalıdır.
- ✓ Riskin gelecekte ne zaman gerçekleşeceği belirsiz olmalıdır.

- ✓ Riskin gelecekte olma olasılığı bulunmakta fakat ne zaman oluşacağı belirsizdir.
- ✓ Risk yasalara uygun yani yasal olmalıdır, aksi takdirde sigorta gerekli olan tazminat ödemesini yapmamaktadır (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.4).

Sigortacılık bir risk işidir, bu yüzden de risk yönetimi sigortacılığın odak noktasını oluşturmalıdır. Sigorta şirketleri karşılaştıkları riskleri ölçecek ve sayısallaştıracak sistemleri kullanarak ne kadar sermayeye ihtiyaçları olduğunu belirlemek durumundadır. Ancak sigortayı tanımlayabilmek için sadece riski tanımlamak yeterli değildir (Berk, s.25'den aktaran Dönmez, 2008, s.4).

4.1.2. Sigorta Kavramı

Toplum içerisinde insanların, tüzel kişilerin ve organizasyonların hayatı ve mali sayılmayacak kadar çeşitli tehlikelerle karşı karşıyadır. İnsanlar ve kurumlar kazançlarının bir bölümünü tasarruf ederek bu gibi olayların oluşturacağı zararları gidermeye çalışabilirler. Ancak mevcut tasarruflar her zaman zararı karşılamakta yeterli olmayabilir. İnsanlar zararları tek başlarına karşılamak yerine, birleşerek aralarında bölüşebilirler. İşte sigorta, insanların bu zararlarını birlikte karşılama ihtiyacından doğmuştur (Alpay, 2001, s.35). Doğabilecek riske karşı birlikte hareket edilmesi kişi başına ayrılacak ihtiyat fonu tutarını büyük ölçüde düşürmekte, kişi başına şiddetin hasarını azaltmaktadır. Katılımcıların sayısı arttıkça risk daha çok bölünmekte, hasar yükü daha çok parçalara ayrılmaktadır. Bu duruma Büyük Sayılar Yasası denilmektedir (Güvel, Güvel, 2008, s.26).

Türk Ticaret Kanunu'na göre sigorta; sigortacının bir prim karşılığında, kişinin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan tehlikenin, rizikonun, meydana gelmesi hâlinde bunu tazmin etmeyi ya da bir veya birkaç kişinin hayat süreleri sebebiyle ya da hayatlarında gerçekleşen bazı olaylar dolayısıyla bir para ödemeyi veya diğer edimlerde bulunmayı yükümlendiği sözleşmedir (TTK, 2011, madde 1401).

Sigorta, bireylerin belli koşullar altında karşılaşılabilecekleri, zarar ve masrafa nedene olabilecek olayların ekonomik sonuçlarından kendilerini korumak için oluşacak ihtiyacın belli bir prim karşılığında giderilmesine yönelik olarak bağımsız bir hukuki talebe bağlı olarak yapılan sözleşmeler olarak da ifade edilebilmektedir (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.1-2).

Sigorta, risk yönetiminin temel aracıdır ve vazgeçilemeyecek bir türüdür. Uluslararası işlemler olduğu için bütün ülkelerin ekonomik, sosyal ve politik yaşamında

önemli bir rolü vardır. Sigorta endüstrisi ile ekonomik büyüme ve ticaretin yaygınlaşması, tarihsel olarak, iç içe görülmektedir. Denizde, karada, her ne şekilde olursa olsun tarihte ticaretin olduğu her yerde her şekilde sigortacılığa benzer bir risk yönetim türü ile karşılaşılmaktadır. Dünya çapındaki ekonomik büyüme, sigortanın rolünü de büyütüştür. Haziran 1964' de Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı' (UNCTAD) nın ilk oturumunda, ekonomik kalkınmada sigortanın rolü resmi olarak kabul edilmiştir (Uralcan, 2011, s.4).

Sigorta, meydana gelebilecek olan tüm rizikoların yaratacak olduğu zararları azaltma konusunda sigortalılara ekonomik ve sosyal anlamda güvence sağlayan bir sistemdir (Yaslıdağ, 2014, s.52). Sigortanın işlevleri ekonomik ve sosyal işlevler olmak üzere iki başlık altında toplanabilir.

Sigortanın ekonomik işlevleri kısaca şu şekilde sıralanabilir:

- ✓ Sigortalılardan toplanan primlerin yarattığı fonlar ile o ülkenin sermaye piyasalarının gelişmesine yardımcı olur (Alpay, 2001, s.35).
- ✓ Reasürans anlaşmaları ile risklerin tüm dünyaya yayılabilmesini ve uluslararası ilişkilerin geliştirilmesini sağlar (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.2).
- ✓ Sigorta kredi işlemlerinin gelişmesini sağlar (Güvel, Güvel, 2008, s.33).
- ✓ Sigorta sektörü kendi içinde hem de yarattığı yeni yatırımlarla farklı sektörlerde yeni iş alanları ve istihdam kaynakları oluşturur (Yaslıdağ, 2014, s.52).

Sigortanın sosyal işlevleri kısaca şu şekilde sıralanabilir:

- ✓ Sosyal refah düzeyini, yaşam standardını yükseltir. Sigorta faaliyetlerinin toplanan tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ile ekonomik gelişme ve büyümede önemli bir katkısı vardır (Yaslıdağ, 2014, s.52).
- ✓ Sigorta öyle bir birleşmedir ki aynı tür tehlikeye maruz bulunan kişiler belirli bir miktar para ödeyerek, toplanan miktar ile yalnızca o tehlikeye maruz kalanların zararlarını gidermek için kullanırlar. Bunun sonucunda sigortanın finansmanının, bizzat sigortalıların kendi aralarında yaptığı dayanışma olduğu anlaşılmaktadır (Özolat, 2014, s.28).
- ✓ Fertlere ve kurumlara ekonomik ve sosyal hayatta öngörülebilirlik ve emniyet sağlar. Sigorta, geleceğin getireceği risklerden korkmadan yaşama, çalışma ve yeni teşebbüslere girebilme olanağı sağlar (Sigortacılık Eğitim Merkezi [SEGEM], s.11).

4.1.3. Sigorta Primi

Prim sigortalının ödediği ücrettir. Sigorta edilen rizikonun gerçekleşmesi halinde sigortacının ödeyeceği meblağların esasını teşkil eden ve sigorta ettiren tarafından sigortacıya bir defada veya taksitle ödenen bir paradır (Özolat, 2014, s.97).

Sigorta primi brüt sigorta primi ve net sigorta primi olmak üzere ikiye ayrılır:

Brüt sigorta primi; güvence altına alınan bir riske ilişkin, sigortacının vermiş olduğu teminata karşılık, sigorta ettiren tarafından para olarak ödenen bedeldir. Net prime üretim, satış ve yönetim giderleri gibi giderlerin eklenmesi gerekir. Giderlerin dışında, katastrofik³ payı ve amaçlanan faaliyet kârını içermektedir. Yasalara göre brüt primin para olarak ödenmesi gerekir (Uralcan, 2011, s.103).

Net sigorta primi; sigortacının temel amacı, gerçekleşme olasılığı bulunan hasarları tazmin edebilmektir. Bu nedenle prim gelirlerinin gerçekleşmesi olası tazminat giderlerine eşit olması gerekir. Buna uygunluk prensibi denir. Bu eşitliği gerçekleştirecek prim oranına net sigorta primi ya da riziko primi denir. Yani teorik olarak net prim doğrudan doğruya rizikoya karşılık gelir (Güvel, Güvel, 2008, s.81).

Ayrıca bu prim türlerinin dışında; bir sigorta şirketinin belli bir dönem içinde yazmış olduğu tüm primler toplamı olarak ifade edilen prime de yazılan primler denilmektedir. Bu kavram içine, kazanılmış ve kazanılmamış, tüm poliçelere ilişkin primler ve reasürans yoluyla yazılan primler girmektedir (Uralcan, 2011, s.103).

4.1.4. Sigorta Araçları

Sigorta şirketi, sigorta üretimini yani topladığı primlerin tutarını artırabilmek amacıyla sigortalanan kişilere ulaşmada çeşitli yollar izler. Sigorta işlemlerinin yapılması büyük ölçüde halkla görüşmeye ve onu sigortanın faydasına inandırmaya bağlıdır. Bunu, tahsilât ve hasar işlemlerini izlemek ve sonuçlandırmak işlemleri izler. Bütün bu amaçlar geniş bir örgütlenme gerektirir. Sigorta şirketi, bu üç çeşit hizmeti dış organları aracılığıyla yürütür. Dış organlar, sigorta işletmelerinin daha çok kişiye ulaşabilmek için örgütledikleri ve sigorta işletmesi ile toplum arasında yer alan aracı kuruluşlardır (Güvel, Güvel, 2008, s.190).

³Türk Dil Kurumu (tdk.gov.tr)'na göre yıkım, felaket anlamlarına gelmektedir.

Dış organizasyonu iki grup halinde incelemek mümkündür. Birincisi doğrudan şirketin prim üretimiyle ilgili olan bölümler; acente, broker, prodüktör gibi. İkincisi ise prim üretimi ile ilgisi olmayıp, şirketin işlerinin sağlıklı yürüyebilmesi için gerekli eksper, aktüer gibi yardımcı birimlerdir (Özbolet, 2014, s.145).

4.1.4.1. Üretim Bölümünü İlgilendiren Bölümler

- **Acente:** Sigorta acentesi Sigortacılık Kanunu'nda şu şekilde tanımlanmaktadır; “Ticarî mümessil, ticarî vekil, satış memuru veya müstahdem gibi tâbi bir sıfatı olmaksızın bir sözleşmeye dayanarak muayyen bir yer veya bölge içinde daimî bir surette sigorta şirketlerinin nam ve hesabına sigorta sözleşmelerine aracılık etmeyi veya bunları sigorta şirketleri adına yapmayı meslek edinen, sözleşmenin akdinden önce hazırlık çalışmalarını yürüten ve sözleşmenin uygulanması ile tazminatın ödenmesinde yardımcı olan kişiyi ifade eder” (Sigortacılık Kanunu, 2007, madde 2). Acentenin sigortacılıkta özellik gösteren birtakım görev ve yetkileri bulunmaktadır. Acente her şeyden önce aracılık yaptığı sigorta şirketinin menfaatlerini korumakla görevlidir. Temsil ettiği sigorta şirketini sigorta ettirene karşı sözleşme yapılmasında gerekli yardımı gösterme, risk teminatları konusunda da bilgilendirmek zorundadır. Acenteler gerçekleştirdikleri sigorta sözleşmesi üzerinden komisyon alarak faaliyetlerini devam ettirirler (Özbolet, 2014, s.147).
- **Broker:** Broker Sigortacılık Kanunu'nda şu şekilde tanımlanmaktadır; “Sigorta veya reasürans sözleşmesi yaptırmak isteyenleri temsil ederek, bu sözleşmelerin yaptırılacağı şirketlerin seçiminde tamamen tarafsız ve bağımsız davranarak ve teminat almak isteyen kişilerin hak ve menfaatlerini gözeterek sözleşmelerin akdinden önceki hazırlık çalışmalarını yürütmeyi ve gerektiğinde sözleşmelerin uygulanmasında veya tazminatın tahsilinde yardımcı olmayı meslek edinen kişiyi ifade eder” (Sigortacılık Kanunu, 2007, madde 2). Sigortalının menfaatini korumak amacıyla, sigorta şirketi ile sigortalı arasındaki ilişkileri yürüten brokera sigorta brokeri, reasürans şirketi ile sigorta şirketi arasındaki ilişkileri yürüten brokera ise reasürans brokeri denir. Brokerler, bu hizmetlerine karşılık komisyon ya da ücret olarak adlandırılan gelirler elde ederler (Uralcan, 2011, s.106).

- **Prodüktör:** Belli bir sigorta şirketine bağlı olmayan, çeşitli sigorta branşlarında sigorta olmak isteyen kişileri bilgilendirerek poliçelerin düzenlenmesinde aracılık eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Acente işin sigortacı tarafında, prodüktör ise sigortalı kısmında yer almaktadır (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.24).

4.1.4.2. Üretim Bölümünü İlgilendirmeyen Yardımcı Bölümler

- **Aktüer:** Aktüer Sigortacılık Kanunu'nda şu şekilde tanımlanmaktadır; “Sigortacılık tekniği ile buna ilişkin yatırım, finansman ve demografi konularında olasılık ve istatistik teorilerini uygulayarak, yasal düzenlemelere uygun prim, karşılık ve kâr paylarını hesaplayan, tarife ve teknik esasları hazırlayan kişiyi ifade eder” (Sigortacılık Kanunu, 2007, madde 2). İnsan yaşamını etkileyebilecek doğum, ölüm, sakatlık, hastalık, emeklilik gibi olaylarla; maddi varlığı etkileyebilecek hırsızlık, sel, kaza, yangın, deprem gibi doğal ve/veya insan eliyle meydana gelebilecek afetlerin hayatın her aşamasında oluşması kaçınılmazdır. Bu olası riskleri ölçmek, değerlendirmek ve en etkin biçimde yönetmek koşuluyla aktüer, bireysel ve toplumsal refahın devamına katkıda bulunur (www.segem.org.tr).
- **Eksper:** “Sigorta eksperisi sigorta konusu risklerin gerçekleşmesi sonucunda ortaya çıkan kayıp ve hasarların miktarını, nedenlerini ve niteliklerini belirleyen ve mutabakatlı kıymet tespiti, ön ekspertiz ve hasar gözetimi gibi işleri mutabakat meslek olarak yapan tarafsız ve bağımsız kişiyi ifade eder” (Sigortacılık Kanunu, 2007, madde 2). Eksperlerin asıl görevleri, sigorta edilen risklerin gerçekleşmesi sonucu ortaya çıkan kayıp veya hasarın neden ve niteliği ile miktarını bizzat inceleyip belirlemektir. Eksperler, konusu sigorta olmak kaydıyla, sözleşme öncesinde mutabakatlı kıymet ve ön ekspertiz raporlarının hazırlanması; hasar öncesinde ise hasar riski konusunda gözetim faaliyetlerinde bulunabilir (Sigorta Eksperleri Yönetmeliği, 2008, madde 15).

4.1.5. Sigorta Poliçesi

Poliçe; belirli bir sürenin sonunda belirli bir parayı kendi adına veya bir başkasının emrine ödemesi için alacaklının borçluya yazdığı bildiridir (tdk.gov.tr) Sigorta poliçesi sigortalı ile sigortacı arasında düzenlenen yasal bir sözleşmedir. Güvence alım satımının temelidir. Sigorta üretimi bu sözleşme ile yapılabilir. Akit adı verilen bu yasal belge her iki tarafın hak ve yükümlülüklerini üzerinde barındıran yazılı bir belgedir (Uralcan, 2011, s.91).

Türk Ticaret Kanunu'nun altıncı kitabı olan Sigorta Hukuku'nda şu şekilde tanımı yapılmıştır; Sigorta sözleşmesi, sigortacının bir prim karşılığında, kişinin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan tehlikenin, rizikonun, meydana gelmesi hâlinde bunu tazmin etmeyi ya da bir veya birkaç kişinin hayat süreleri sebebiyle ya da hayatlarında gerçekleşen bazı olaylar dolayısıyla bir para ödemeyi veya diğer edimlerde bulunmayı yükümlendiği sözleşmedir (TTK, 2011, madde 1401).

Sigorta poliçesinin bazı özellikleri şöyle sıralanabilir:

- ✓ Sigorta konusu ve teminatları açıkça belirtilmek zorundadır.
- ✓ Sigorta poliçesinde ödenecek prim ve ödeme şekli belirtilmelidir.
- ✓ Sigorta şirketleri tarafından yürürlükteki mevzuat çerçevesinde hazırladıkları formlar şeklindedir.
- ✓ Sigorta türlerine göre genel şartları zorunlu, özel şartları karşılıklı anlaşmaya göre düzenlenebilmektedir.
- ✓ Sigorta poliçesinde hasar durumunda sigortacının sorumluluğu, yani ödeyeceği tazminat miktarı da belirtilmelidir (Özboğat, 2014, s.126-127).

4.1.6. Tazminat ve Hasar

Sigorta tazminatı, sigorta sözleşmesi ile güvence altına alınan bir rizikonun gerçekleşmesi halinde, meydana gelen zararın giderilmesi için sigortacı tarafından sigortalıya ödenmesi gereken tutardır (muhasabeturk.org). Sigorta sözleşmesi ile teminat altına alınmış olan bir rizikonun gerçekleşmesi durumunda meydana gelen kayıp veya zarar da hasar olarak ifade edilmektedir (Yaslıdağ, 2014, s.104).

Gerçekleşen hasar için tazminatın ödenmesi rizikonun poliçe kapsamında olması ve poliçe yürürlük tarihi içinde meydana gelmiş olması gerekmektedir. Sigorta poliçesi

ile güvenceye alınan rizikonun gerçekleşmesi, sigortanın tazminat ödeme yükümlülüğünü doğurur (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.319). Uygulamada tazminat ödemeleri iki tarafın anlaşmasıyla mümkün olmaktadır. Tazminat miktarının tespiti sigorta eksperleri tarafından yapılmaktadır. Tespiti yapılan tazminat miktarı sigortalı ve sigortacı tarafından kabul edilmesi itiraz edilmemesi durumunda ödeme yapılmaktadır (Özbolet, 2014, s.116).

4.1.7. Reasürans Kavramı

Reasürans, sigorta edilmiş riskin, belli bir kısmının veya tamamının yeniden sigorta edilmesidir. Sigorta şirketleri, teminat verdikleri rizikolarda büyük hasarların aynı zamana gelme ihtimaline karşı, hasar ödemelerinde zorlanmamak için reasürans yaptırır. Reasürans, sigorta şirketlerine, tek başlarına yüklenmeleri kendi sermayeleri, ihtiyatları, özvarlıkları bakımından kısaca mali yönden mümkün olmayan riskleri, sigortalayabilme imkânı verir (www.tsb.org.tr).

Reasüransa duyulan gereksinimin nedenleri şu şekilde sırlanabilir:

- ✓ Rizikonun yayılması,
- ✓ Sigortacının iş kabul kapasitesinin artması,
- ✓ Sigortacının iş kabul esnekliğinin artması,
- ✓ Sigorta şirketinin mali yapısının desteklenmesi,
- ✓ Birikim fazlasının yol açabileceği doğal afet hasarlarının kontrolü,
- ✓ Reasürörden sigortacıya teknik bilgi aktarımıdır (www.tsb.org.tr).

Reasürans işlemlerinde riski bu şekilde devreden şirkete sedan, devir alan şirkete reasürör adı verilir (Yaslıdağ, 2014, s.112).

4.2. SİGORTA TÜRLERİ

Sigorta branşları risk türlerinin artmasına bağlı olarak çeşitliliğini artırmıştır. Ayrıca ihtiyaçtan doğan, sisteme düzen getiren ya da yasalarla gelen veya uluslararası istatistik bilgi derleyen, bunları işleyen ve sonrada yayımlayan kurumlarca kabul gören branşlaşmalar olmuştur. Örneğin, “Hayat ve Hayat Dışı” branş ayrımı, gerekli olduğu için yapılan ve yasalarla desteklenen, istatistik kurumlarınca kabul gören bir branş ayrımıdır (Uralcan, 2011, s.61).

Türk Ticaret Kanunu'na göre sigorta türleri aşağıdaki şekilde başlıklar halinde sınıflandırılmıştır.

- ✓ *Zarar Sigortaları*: Mal Sigortaları ve Sorumluluk Sigortaları
- ✓ *Can Sigortaları*: Hayat Sigortaları, Kaza Sigortaları, Hastalık ve Sağlık Sigortaları

Dünya üzerinde genel kabul görmüş sigorta türleri iki grup altında sınıflandırılmıştır. Sigorta türleri hayat sigortaları ve hayat dışı (elementer) sigortalar diye gruplanabilmektedir (Özbolet, 2014, s.239).

4.2.1. Hayat Sigortaları

Sigortalı aday, hayat sigortası poliçesi ve hayat poliçesinden bağımsız veya ona ek olarak yaptırılabilen ferdi kaza poliçesini düzenletirken, yaşamı sırasında rastlantısal olarak gelişecek ve canını, bedenini ilgilendiren risklerin, kendisine ve ailesine getireceği mali yüklerden kurtulmak ister. Gerçekleştiklerinde, geleceği önemli ölçüde etkileyen bu riskleri kontrol altında almak hayat branşı üretimi içinde yer alan poliçe türleri ile sağlanır (Uralcan, 2011, s.63). Hayat sigortaları, sigortalıya genel olarak hayatta kalma, ölüm veya her ikisine bağlı teminatlar konularında güvence sağlayan poliçelerdir (Tükel, 2010, s.6).

4.2.2. Hayat Dışı Sigortalar

Hayat dışı sigortalar, hayat branşı dışında, sigortalının varlığında, çeşitli risklerin sebep olacağı hasarlar ile meydana gelecek kayıpları sigorta teminatı altına almaktadır. Bu yolla işletme ve şahısların maddi varlıklarını tehdit eden para ile ölçülebilen riskler sigorta güvencesi içine alınmaktadır (Karacan, 1994, s.152'den aktaran Tükel, 2010, s.4). Bu sigortalarda temel kural, sigortaya konu olan malın değerinin sigorta değerine eşit olmasıdır (Yaslıdağ, 2014, s.114).

4.3 SİGORTA SEKTÖRÜNDE KULLANILAN FİNANSAL ORANLAR

Sigorta sektöründe son yıllarda yaşanan değişimler, Avrupa Birliği kapsamında bankacılık, sigortacılık ve menkul kıymetler piyasalarındaki mevzuat ve uygulamalarının uyumlaştırılması ve piyasalardaki denetim modellerinin

yakınlaştırılması amacıyla poliçe sahiplerini güvenceye almaya yönelik Finansal Yeterlilik Sistemini ortaya çıkarmıştır (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.372). Finansal yeterlilik, sigorta şirketleri için hasarlarını ve giderlerini karşılayabilecek durumda olma anlamı taşır. Dar anlamda, sermayenin yapısı, finansal yeterlik seviyesini belirler ve o nedenle, sermaye yeterliliği Solvency olarak anılmaktadır (Uralcan, 2011, s.333). Sigorta sektöründe finansal analiz yeterlilik düzenlemeleri; yükümlülük karşılama yeterliliği, teknik karşılıklar, konservasyon oranları, finansal analiz oranları gibi çeşitli kontrol mekanizmalarını kapsamaktadır (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.367).

Sigorta şirketlerinin finansal tabloları, ticari ve sınai faaliyet gösteren şirketlerin finansal tablolarından farklıdır. Sektördeki şirketler, öteki işletmelerden farklı olarak, hizmetin özelliklerinden türeyen ayrıntıları da içerecek şekilde hesaplar düzenlemek zorundadırlar. Sigorta işletmelerinin gösterdiği özellikler, finansal tablolarına da yansıtacaktır (Karasu,1996, s.20-24'den aktaran Başpınar, 2005, s.6). Bu durumdan dolayı sigorta şirketlerinin finansal analizinde kullanılan oranlar da farklılık göstermektedir. Sigorta şirketlerinin finansal analizinde kullanılan oranlar Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenmiştir. Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan “Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik” 27 Ocak 2004 Tarih ve 25359 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmeliğin uygulanmasına ilişkin olarak yayımlanan 20 Ekim 2004 Tarih ve 65069 Sayılı “Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge⁴” de yer alan sigorta ve reasürans şirketlerinin finansal analizinde kullanılan oranlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

⁴ 20 Ekim 2004 Tarih ve 65069 Sayılı “Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge” ve genelgenin eki tezin EKLER kısmında yer almaktadır.

Tablo 4. 1 Sigorta Sektöründe Kullanılan Finansal Oranlar

A- SERMAYE YETERLİĞİNE İLİŞKİN ORANLAR
1- Alınan Primler (Brüt) / Özkaynaklar
2- Özkaynaklar / Aktif Toplamı
3- Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar (Net)
B- AKTİF KALİTESİNE VE LİKİDİTEYE İLİŞKİN ORANLAR
1- Likit Aktifler / Aktif Toplamı
2- Likidite Oranı
3- Cari Oran
4- Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı
5- Acente Alacakları / Özkaynaklar
C- FAALİYET ORANLARI
1- Konservasyon Oranı
2- Tazminat Tediye Oranı
D- KARLILIK ORANLARI
1- Hasar Prim Oranı
2- Hasar Prim Oranı (Net)
3- Masraf Oranı
4- Bileşik Rasyo
5- VÖK / Alınan Primler
6- Mali Kâr (Brüt) / Alınan Primler
7- Teknik Kâr / Alınan Primler

BEŞİNCİ BÖLÜM

TEMEL ANALİZ YÖNTEMİYLE 2008-2013 YILLARI ARASINDA BİST’TE İŞLEM GÖREN SİGORTA ŞİRKETLERİNİN İNCELENMESİ

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmada 2008 ile 2013 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören sigorta şirketlerinin pay senetlerinin temel analiz yöntemiyle değerlemelerini gerçekleştirip pay senedi fiyatlarının piyasa fiyatlarından pahalı veya piyasa fiyatlarına göre ıskontolu olduğunu belirleyerek hangi pay senetlerine yatırım yapmanın uygun olabileceğini ortaya koymak amaçlanmaktadır. Araştırmada incelenen dönem küresel finansal kriz dönemini ve sonrası yılları içermektedir. Bu dönemlerde diğer şirketlerin olduğu gibi sigorta şirketlerinin de finansal durumunun incelenmesi, sigorta sektörünün ülke ve dünya genelindeki durumunun ortaya konulması yatırımcılar açısından önemlidir ve gereklidir. Bu araştırmanın bir alt amacı da ilerleyen yıllarda küresel ölçekte karşılaşılabilecek bir finansal kriz ve sonrası dönemde yatırımcıların sigorta sektörünün durumuna ilişkin geçmiş dönemleri inceleyerek fikir edinebilmelerini sağlamaktır.

5.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI ve KISITLARI

Araştırmanın kapsamına giren şirketler 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul Pay Piyasası’nda işlem gören sigorta şirketleridir. İncelenen dönemde borsada işlem gören sigorta şirketi sayısı yedidir ve bu şirketlerden altı tanesi hayat dışı sigorta şirketi, bir tanesi de hayat sigortası şirkettir. Hayat ve hayat dışı sigorta şirketlerinin faaliyet gösterdiği alanların farklı olması bu şirketlerin finansal analizlerinden elde edilen bulguların kıyaslanmasındaki yorumlamaları anlamlı kılmamaktadır. Araştırmaya hayat dışı sigorta şirketleri olan; Aksigorta A.Ş., Anadolu Anonim Türk Sigorta A.Ş., Aviva Sigorta A.Ş., Güneş Sigorta A.Ş., Ray Sigorta A.Ş., ve Yapı Kredi Sigorta A.Ş. şirketleri dâhil edilmiştir. Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş sigorta şirketi hayat dışı alanda faaliyet gösterdiği için araştırmaya dâhil edilmemiştir. Bu altı yıllık dönem içerisinde

ekonomide, sigorta sektöründe ve incelenen şirketlerin finansal durumlarında meydana gelen gelişmeler de bu araştırmanın kapsamındadır.

5.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada kullanılacak olan verilerin analizinde kullanılan ana yöntem temel analiz yöntemidir ve temel analiz yöntemi içerisinde ekonomi analizi, sektör analizi ve firma analizleri yer almaktadır. Dönemin ekonomisini analiz edebilmek için gerekli öncü göstergelere ait veriler Türkiye İstatistik Kurumu, Hazine Müsteşarlığı ve Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı'nın resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. Toplanan istatistikî bilgiler yıllar itibariyle tablolar halinde sunulmuş ve rakamlar üzerinden ekonomik yorumlamalar gerçekleştirilmiştir. Sektör analizinde ise sigorta sektörünün altı yıllık dönemde dünya genelindeki durumunu ortaya koymak için Türkiye Sigorta, Reasürans ve Emeklilik Şirketleri Birliğinin internet sitesinde yıl bazında sunulan dünya sigorta sektörü verileri kullanılmıştır. Sektörün Türkiye'deki durumunu ortaya koymak için ise veriler Hazine Müsteşarlığı'nın resmi internet sitesinden sağlanmıştır. Yıllar itibariyle karşılaştırmalar yapılabilmesi için veriler tablolar halinde sunulmuş ve sektör için açıklamalar yapılmıştır. Araştırma kapsamına giren sigorta şirketleri Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda işlem görmüş şirketlerdir. Bu şirketlere ait 2008-2013 dönemini içine alan yıllık finansal tablo verileri Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun resmi internet sitelerinden elde edilmiştir. Bilanço ve gelir tablolarından alınan bu verilere oran analizi yöntemi uygulanmıştır. Oran analizi yöntemi uygulanırken Hazine Müsteşarlığı tarafından 2004 yılında yayınlanan "Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge" de yer alan Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerinin Değerlendirilmesinde kullanılan finansal oranlar kullanılmıştır. Hesaplanan finansal oran değerleri, genelgede belirtilen değerlerle, ilgili şirketlerin altı yıllık değerleriyle ve sigorta sektöründe hayat dışı branşta faaliyet gösteren şirketlere ait sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmış ve yorumlanmıştır. Pay senetlerinin pay başına değerlerini hesaplayabilmek için ise piyasa performans oranları Borsa İstanbul'un resmi internet sitesinden elde edilen yıl sonu kapanış fiyatları baz alınarak hesaplanmıştır ve paylara piyasa çarpanları yöntemiyle değer biçilmiştir.

5.4. ARAŞTIRMA BULGULARI

Araştırma sonucunda elde edilen bulgular temel analiz yönteminin aşamalarına göre alt başlıklar halinde bu bölümde yer almaktadır.

5.4.1. 2008 - 2013 Yılları Arası Ekonomi Analizi

Pay senetlerine yatırım kararı almadan önce temel analizin ilk aşaması olan ekonomi analizinin yapılması gerekmektedir. Bu bölümde önce dünya ekonomisinin analizi daha sonra da Türkiye ekonomisinin analizi yapılmıştır.

5.4.1.1. 2008 - 2013 Yılları Arası Dünya Ekonomisi

2007 yılı ortalarında ABD konut piyasasında başlayan krizin ardından dünya ekonomisinde belirsizlik giderek artmış, piyasalara istikrarsızlık ve ekonomik durgunluk hâkim olmuştur. Finans piyasalarında başlayan ve ardı ardına banka batmaları ile hız bulan kriz, zaman içinde reel piyasalara da sıçramış; özellikle gelişmiş ülkelerde durgunluk belirtileri baş göstermiştir. Bu dönemde petrol ve gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğilimi, enflasyonist baskıların tüm dünyada artmasına neden olmuştur. Finansal krizin beraberinde getirdiği resesyona endişeleri, ciddi boyutlara ulaşan enflasyonla birleşince dünya ekonomisinde stagflasyon endişeleri artmıştır (Maliye Bakanlığı, 2008, s.189). 2008 yılında ise, finansal piyasalarda yaşanan sorunların, reel ekonomiye etkisi artmış; bankaların kredi imkânlarını kısıması, yatırım ve tüketim faaliyetlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Böylece birçok ülkede büyüme önemli ölçüde düşmüş, yılın ikinci yarısından itibaren ise büyümeye yönelik endişeler, özellikle Avrupa ülkelerine yönelmiştir. Gelişmiş ülkelerde gözlenen bu durum, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarında da bir miktar yavaşlamaya neden olmuştur. Yavaşlayan yurt dışı talep, tüm gelişmekte olan ülkelerde ihracat performansını tehdit etmeye başlamış, azalan sermaye girişleri bu ülkelerde ekonomik canlılığın devamını riske sokmuştur. Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler karşısında uluslararası kuruluşlar da büyümeye ilişkin beklentilerini düşürmüştür (Maliye Bakanlığı, 2008, s.199).

Gelişmiş ülke ekonomilerinde 2009 yılında % 3,2 oranında küçülme meydana gelirken, gelişmekte olan ülkelerde ise % 2,4 oranında büyüme meydana gelmesi sonucunda dünya hâsılasında toplam küçülme % 0,6 olarak tahmin edilmiştir (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, [TOBB], 2010, s.3). Gelişmiş ülkeler için 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla % 2,3 ve % 2,4 oranında, gelişmekte olan ülkelerde ise sırasıyla % 6,3 ve % 6,5 oranında büyüme öngörülmüştür. Küresel krize karşı finansal açıdan alınan önlemler işsiz sayısındaki artışın önüne geçmeye yetmemiştir. Çoğu önemli ekonomide, iş piyasasındaki durumun kötüye gitmesi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan işsizlik sorunu toplumsal açıdan bu ülkeleri olumsuz yönde etkilemiştir. ILO'ya göre, krizden önce 2007 yılında dünyadaki işsizlik oranı % 5,7 olarak ölçülürken, bu oran 2009 yılında % 6,6'ya yükselmiştir (TOBB, 2010, s.4). Mal piyasalarında küresel kriz ile beraber yaşanan olumsuz tablonun 2010 yılında toparlanma sürecine gireceği beklenmektedir (TOBB, 2010, s.10).

2010, beklenildiği üzere ekonomik toparlanma hareketlerinin görüldüğü bir yıl olmuştur. Ekonomik canlanma 2010 yılının ilk yarısında, küresel aktivitelerin hızlanması doğrultusunda dünya üretiminde %5,0'lık bir büyüme oranıyla kendisini göstermiştir. Buna karşın çoğu gelişmiş ülke, önemli problemler ile karşı karşıya kalmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ise 2010 yılında yüksek bir büyüme oranı gerçekleşmiştir. 2010 yılının önemli ekonomik gelişmelerinden birisi de AB ülkelerinden birisi olan Yunanistan'da ortaya çıkan ekonomik krizdir. 2008 küresel ekonomik krizin ağır olumsuz etkileri henüz tam anlamıyla sonlanmamışken, Yunanistan'ın iç yönetimi tarafından kontrol edilmeksizin gerçekleştirilen harcamalar, ülke ekonomisini ciddi krize doğru sürüklemiştir. Yunanistan'ı etkileyen bu borç krizi, Euro Bölgesi'nde de ekonomik sorunlara yol açmıştır. Euro Bölgesi'nin yaşamış olduğu kriz nedeniyle, para piyasaları hareketli geçmiştir (TOBB, 2011, s.3-4). Genel olarak bakıldığında, 2010 yılında küresel ekonomideki büyüme, başta Asya olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerdeki kuvvetli büyümeden, genel çerçevede ise özel talepteki umut verici artış sinyallerinden kaynaklanmıştır. Tüm bu risklere rağmen küresel büyümenin yavaş da olsa devam etmesi beklenmektedir (Maliye Bakanlığı, 2010, s.15)

Dünya genelinde büyüme oranı 2011 yılında %3,9 olurken, bu oran gelişmiş ülkelerde % 1,6 gelişmekte olan ülkelerde ise %6,2 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılındaki toparlanmanın ardından 2011 yılında da gelişmekte olan ekonomiler güçlü ekonomik performanslarını devam ettirmiş, bununla birlikte küresel risk algılamasının artması sonucunda gelişmekte olan ülkelerde de 2011 yılının ikinci yarısında yavaşlama

işaretleri görülmüştür (İstanbul Ticaret Odası, [İTO], 2012, s.17). 2011 yılında, Euro Bölgesi başta olmak üzere dünya genelinde yaşanan ekonomik düzensizlik ve kriz ortamları nedeniyle gerekli istihdam ortamı yaratılamamış, bunun sonucunda da işsizlik oranları önemli artış göstermiştir. Ekonomik ve toplumsal bir sorun olarak göze çarpan işsizlik 2011 yılında Euro Bölgesi'nde %9,9, gelişmiş ülkelerde ise %7,9 düzeyindedir (TOBB, 2012, s.10).

2011 yılı sonlarında küresel ekonomide gözlemlenmekte olan kırılmalıkların, Euro bölgesindeki krizin daha da derinleşmesi ve piyasa ekonomilerinin birçoğunda beklentilerin üzerinde derinlikte karşı karşıya kalınan yavaşlamanın etkisiyle derinleşmesi 2012 yılında küresel büyümenin önceki yıla göre daha da yavaşlaması sonucunu doğurmuştur (TÜRMOB, 2013, s.1). Avro Bölgesi'nde kriz derinleşerek ekonomik resesyona dönüşmüştür. 2012 yılının ikinci yarısında, öncelikle jeopolitik riskler nedeniyle artan petrol ve diğer emtia fiyatları, ardından da İspanya'da patlak veren bankacılık ve borç krizi makroekonomik ortamın tekrar bozulmasına neden olmuştur. Bu dönemde Avro Bölgesi'nde çevre ülkelerin yanı sıra çekirdek ülkelerden olan Almanya'da dahi ekonomik faaliyet yavaşlamıştır. (Maliye Bakanlığı, 2013, s.10). ABD ekonomisi ise 2012 yılında Avro Bölgesi'ne kıyasla daha iyi bir performans sergilemiş olmakla birlikte istenen ivmeyi yakalayamamıştır. Yılın ilk çeyreğinde, ABD'den gelen büyüme ve istihdam verileri olumlu bir hava yaratmış olsa da bu toparlanma sinyalleri kalıcı olamamıştır. ABD ekonomisinde 2012 yılının ilk çeyreğinde yüzde 2 oranında büyüme gerçekleşmiş ve işsizlik son üç yılın en düşük seviyesine gerilemiştir Gelişmiş ülkelere kıyasla ekonomik görünümün daha güçlü olduğu gelişmekte olan birçok ekonomide ise 2012 yılında da büyüme bakımından ayrışma devam etmiş; ancak ılımlı bir büyüme gözlenmiştir. Bu ekonomilerde gelişmiş ülkelerdeki sorunlara bağlı olarak 2012 yılının ilk yarısının sonlarına doğru yavaşlama işaretleri görülmeye başlamıştır. (Maliye Bakanlığı, 2013, s.11-12).

2013 küreselleşmenin genişlemesi ve derinleşmesinin hem önemli bir nedeni hem de önemli bir sonucu olan sermaye hareketlerinin de yön değiştirmeye başladığı bir yıl olmuştur. ABD'nin parasal genişletmeyi yavaşlatmasına ilişkin söylentiler, beklentiler ve sonunda da uygulamalar çerçevesinde gelişen piyasalardan başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelere doğru sermaye yönelimi olmuştur. Bunun sonucunda gelişmiş ülkeler görece olarak canlanma sürecine girerken gelişmekte olan ülkelerde kırılmalıklar artmış, büyüme hızları yavaşlamıştır (Uysal, 2014, s.3). Avro Bölgesi, 2013 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 0,3 oranında büyümüş, son altı çeyrektir devam

eden daralma sona ermiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde ise pozitif büyüme devam etmiş fakat beklentilerin altında yüzde 0,1 oranında gerçekleşmiştir. Büyümenin beklentilerin altında gerçekleşmesinin nedeni merkez ekonomilerdeki zayıf ekonomik performanstır (Kalkınma Bakanlığı, 2013, s.3). Diğer taraftan 2013 yılı da işsizlikle mücadele açısından dünya geneli itibariyle başarısız bir yıl olmuştur. İspanya, Yunanistan ve Güney Afrika ise çalışmak isteyen her dört kişiden yaklaşık olarak biri işsiz kalmıştır. 2014 yılında işsizlik konusunda iyileşme olacağına ilişkin pek fazla sinyalin olmaması ise bu sorun ve sonuçlarının tüm ülkeleri olumsuz etkilemeye devam edeceğini ortaya koymaktadır. (Ünsal, 2014, s.11-12). ABD ekonomisindeki toparlanma eğilimi küresel ekonomik büyüme açısından değerlendirildiğinde olumlu bir görünüme işaret etmekte ancak Fed'in varlık alım programını azaltmaya başlayacağı yönündeki beklentileri desteklemesi nedeniyle gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algısını artırmaktadır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde küresel finans piyasalarının söz konusu politika kararlarına bağlı olarak dalgalı seyrini sürdürmesi beklenmektedir (Türkiye İş Bankası, 2013, s.13). Birleşmiş Milletler tarafından 2013 yılı Aralık ayında yayınlanan Küresel Ekonomik Görünüm ve Beklentiler 2014 Raporuna göre, başta ABD ekonomisinde yaşanan reel ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler neticesinde küresel ekonomik görünümün iyileşmeye başladığı ve 2014 yılında küresel büyümenin geçen yıla göre daha güçlü olacağı beklenmektedir (Kalkınma Bakanlığı, 2014, s.1).

5.4.1.2. 2008 - 2013 Yılları Arası Türkiye Ekonomisi

Bu bölümün ilerleyen kısımlarında 2008-2013 yılları arası Türkiye ekonomisine ait göstergelere yıllar itibariyle tablolarda yer verilmiştir.

Tablo 5. 1 2008-2013 Yılları Arası Temel Ekonomik Göstergeler

Yıllar	GSYİH (Milyon ₺)	Büyüme %	İşsizlik %	Enflasyon %	Faiz Oranları %
2008	950.534	0,7	10,0	10,06	19,3
2009	952.559	-4,8	13,1	6,53	12,7
2010	1.098.799	9,2	11,1	6,40	8,5
2011	1.297.713	8,8	9,1	10,45	8,7
2012	1.416.798	2,1	8,4	6,16	8,8
2013	1.567.289	4,2	9,0	7,40	7,7
ORTALAMA		3,3	10,1	7,80	10,9

Kaynak (www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist;www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGostergerler).

Türkiye'nin 2008-2013 yılları arası dönemde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'sı 2008 yılında 950.534 milyar TL, 2009 yılında 952.559 milyar TL, 2010 yılında 1.098.799 milyar TL, 2011 yılında 1.297.713 milyar TL, 2012 yılında 1.416.798 milyar TL ve 2013 yılında ise 1.567.289 milyar TL olmuştur. Cari fiyatlarla hesaplanmış GSYİH' de yıllar itibariyle artıştan söz etmek mümkündür ancak büyüme hakkında kesin bir yorum yapmak mümkün değildir. Ekonomik büyüme hakkında fikir sahibi olabilmek için sabit fiyatlarla hesaplanmış olan GSYİH' daki değişimi incelemek gereklidir.

Ekonominin durumu hakkında bilgi veren en önemli gösterge büyüme rakamlarıdır. Türkiye ekonomisi 2008 yılında küresel krizde etkisiyle % 0,7'lik oranda düşük düzeyde bir büyüme göstermiş, 2009 yılında krizin etkisi kendini göstermiş ve ekonomi % -4,8 oranında küçülmüştür. Ekonomi 2010 ve 2011 yıllarında güçlü bir toparlanmayla sırasıyla % 9,2 ve % 8,8 oranlarında büyüme kaydetmiştir. 2012 yılında büyüme gerilemiş ve % 2,1'e düşmüş, 2013 yılında ise bir miktar artışla % 4,2 oranında seyretmiştir. Altı yıllık dönemin büyüme ortalamasına bakıldığında bu oranın % 3,3 olduğu görülmektedir.

Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışı ifade eden enflasyon, incelenen altı yıllık dönemde önemli yükselişler kaydetmemiş, aksine zaman zaman tek haneli rakamlara düşmüştür. 2008 yılında enflasyon oranı % 10,06 oranında iken, 2009 yılında krizin talebi azaltan etkisiyle % 6,53'e, 2010 yılında da % 6,40'a gerilemiştir. 2011 yılında çift haneli rakamlara ulaşan enflasyon yılı % 10,45 oranında tamamlamış ve 2012 ve 2013 yıllarında tekrardan tek haneli rakamlara düşmüş ve sırasıyla % 6,16 ve % 7,40 şeklinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde ortalama enflasyon oranı % 7,80 oranındadır.

Türkiye'de işsizlik oranları incelendiğinde 2008 yılında bu oranın % 10,00 olduğu, 2009 yılında krizin de etkisiyle %13,1'e yükseldiği görülmektedir. 2010, 2011 ve 2012 yıllarında sırasıyla % 11,1 % 9,1 ve % 8,4 oranlarıyla düşüş eğilimine giren işsizlik rakamları 2013 yılında % 9,'a yükselmiştir. Dönemde ortalama işsizlik oranı % 10,1'dir.

Faiz oranları incelenen dönemde düşüş içerisindedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen ve devletin borçlanma gereksinimini karşıladığı Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranları 2008 yılında % 19,3, 2009 yılında % 12,7'dir. Daha sonraki yıllarda tek haneli rakamlara düşen faiz oranları 2010 yılında %8,5, 2011 yılında % 8,7, 2012 yılında % 8,8 ve 2013 yılında % 7,7 olmuştur. Altı yıllık dönemde DİBS' lerin ortalama faiz oranı % 10,9' dur.

Tablo 5. 2 2008-2013 Yılları Arası Bütçe-Dış Ticaret-Cari Denge

Yıllar	İhracat (Milyon \$)	İthalat (Milyon \$)	Dış Ticaret Açığı (Milyon \$)	Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)	Bütçe Dengesi (Milyon ₺)	Bütçe Açığı/GSYİH %
2008	132.027	201.963	-69.936	-40.192	-17.432	-1,83
2009	102.142	140.928	-38.786	-12.010	-52.761	-5,54
2010	113.883	185.544	-71.661	-45.312	-40.081	-3,65
2011	134.906	240.841	-105.935	-75.008	-17.783	-1,37
2012	152.461	236.545	-84.084	-48.535	-29.412	-2,08
2013	151.802	251.661	-99.859	-64.658	-18.543	-1,18

Kaynak(www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist; www.kalkinma.gov.tr/Pages/Te melEkonomikGostergerler.aspx).

2008-2013 yılları arası dönemde Türkiye ekonomisi ithalatını karşılayabilecek bir ihracat hacmine sahip olamamıştır. Bu dönemde içerisinde dış ticaret açığı 2009 yılı dışında ihracatın neredeyse yarısına yaklaşmıştır. 2008 yılında dış ticaret açığı 70 milyar dolar, 2009 yılında 38,8 milyar dolar, 2010 yılında 71,7 milyar dolar, 2011 yılında 105,9 milyar dolar, 2012 yılında 84,1 milyar dolar ve 2013 yılında 99,9 milyar dolar olmuştur.

Cari denge olarak da ifade edilen cari işlemler dengesi dış ticaret dengesini de içine alan hizmetler, yatırım ve transfer dengelerinin toplamından oluşmaktadır. İncelenen altı yıllık dönemin tamamında cari işlemler dengesi açık vermiştir. Buna göre yıllar itibariyle cari açık şu şekilde gerçekleşmiştir; 2008 yılında 40,2 milyar dolar, 2009 yılında 12 milyar dolar, 2010 yılında 45,3 milyar dolar, 2011 yılında 75 milyar dolar, 2012 yılında 48,5 milyar dolar ve 2013 yılında 64,7 milyar dolardır.

Devletin gelir ve giderleri arasında ki denge incelendiğinde incelenen dönemde kamu bütçesinin açık verdiği görülmektedir. 2008 yılında 17,4 milyar lira olan bütçe açığı küresel krizinde etkisiyle büyümüş ve 2009 yılında 52,8 milyar lira ve 2010 yılında 40,1 milyar lira olarak gerçekleşmiştir. Daha sonraki yıllarda bütçe açığı önceki yıllara göre küçülmeye başlamış ve 2011 yılında 17,8 milyar lira, 2012 yılında 29,4 milyar lira ve 2013 yılında 18,5 milyar lira olmuştur.

Bütçe açığının GSYİH' ye oranı yıllar itibariyle şu şekildedir; 2008 yılında % - 1,83, 2009 yılında % - 5,54, 2010 yılında % - 3,65, 2011 yılında % -1,37, 2012 yılında % -2,08 ve 2013 yılında ise % - 1,18'dir.

Tablo 5. 3 2008-2013 Yılları Arası Kamu ve Özel Sektör Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları

Sektörler (Milyon TL)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Özel	152.970	124.600	164.326	233.382	231.235	244.463
GSYİH Payı	16,1	13,1	15,0	18,0	16,3	15,6
Kamu	39.123	39.342	47.003	53.247	60.108	78.165
GSYİH Payı	4,1	4,1	4,3	4,1	4,2	5,0

Kaynak: (Devlet Planlama Teşkilatı, 2010, s.4; Kalkınma Bakanlığı, 2012, s.4; Kalkınma Bakanlığı, 2014, s.4).

Yukarıdaki tabloda özel sektör ve kamunun sabit yatırım harcamaları yer almaktadır. 2008- 2013 yılları arası dönemde kamu kesiminin sabit sermaye yatırım harcamaları toplamda artış gösterirken, bu harcamaların GSYİH’ deki payında önemli değişimler yaşanmamıştır. Özel sektör sabit sermaye yatırım harcamaları 2009 yılından sonra hem toplamda artış göstermiş hem de GSYİH payını zaman zaman artırmıştır.

Tablo 5. 4 2008-2013 Yılları Arası M1 ve M2 Para Arzında Önceki Yıla Göre Değişim

Para Arzı	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M1	7,3	28,4	25,1	1,8	11,5	27,2
M2	25,8	13,8	19,0	11,5	10,3	21,3

Kaynak(www.kalkinma.gov.tr/Lists/Ekonomik%20Gstergeler/Attachments/133/Ek2%20Temel%20Ekonomik%20G%C3%B6stergeler.xlsx).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın para politikası uygulamaları çerçevesinde piyasaya müdahale araçlarından olan para arzı M1 ve M2’nin incelenen dönemde ki yıllık değişimleri yukarıda ki tabloda yer almaktadır. 2008 yılında yani ekonomik krizden önce M1 para arzının M2’ye göre düşük düzeyde olduğu, M2 para arzının daha yüksek olduğu görülürken krizin etkisiyle 2009 ve 2010 yıllarında bu durum tersine dönmüştür. 2011 yılında M1 arzında önemli bir değişim yokken M2 arzında ki değişim % 11,5 şeklindedir. 2012 ve 2013 yıllarında M1 arzındaki değişim tekrardan M2 arzının üzerinde gerçekleşmiştir.

Ekonomi faaliyetlerini ve pay senedi piyasalarını önemli ölçüde etkileyen ve bu nedenle ekonomiyi analiz ederken göz önünde bulundurulması gereken önemli bir konuda döviz kuru. İncelenen dönemde yıllık ortalama döviz kuru (TL/\$) 2008

yılında 1,29 lira, 2009 yılında 1,55 lira, 2010 yılında 1,50 lira, 2011 yılında 1,67 lira, 2012 yılında 1,79 lira ve 2013 yılında 1,90 liradır (hmvds.hazine.gov.tr).

2008 yılının sonlarına doğru Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan ekonomik kriz Asya ve Avrupa ekonomilerini etkisi altına almış, tüm dünyayla birlikte ülkemizde de talep ve büyümede daralma ile kendisini göstermiştir. Amerika'da başlayan kriz küreselleşmenin etkisiyle çarpan etkisi yaratmış ve Türkiye'nin ihracat rakamları başta olmak üzere diğer önemli ekonomik göstergelerin değişiminde önemli ölçüde etkili olmuştur. Ekonomik kriz dokuzuncu kalkınma planında belirtilen dönem sonunda işsizlik oranının % 7,7'ye düşeceği ve yıllık ortalama büyümenin de % 7 olacağı hedeflerinde sapmalara neden olmuştur (Dokuzuncu Kalkınma Planı, 2006). Bu sapmalara rağmen Türkiye ekonomisine ait veriler ekonominin kriz sonrası iyiye doğru gideceğini göstermektedir. İstihdam verileri bu dönemde Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarından ve işsizlik oranları yüksek düzeyde seyretmiştir. Enflasyon oranları % 6'ya kadar gerilemiş ve yüksek enflasyon tehdidi yaşanmamıştır. Yine bu dönemde Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol altında tutmak için uyguladığı politikalarda başarılı olmuş ve faiz oranlarıyla enflasyon oranları dengede gitmiştir. Faiz oranlarının genel olarak istikrarlı düzeyde devam etmesi pay senedi piyasalarında da olumlu karşılanana bir durumdur. İthalat ve ihracat arasındaki eksi yönlü fark yıllar itibariyle önemli bir sorun haline gelmiştir. Cari işlemler dengesindeki açıkların sürdürülebilir bir seviyeye getirilip getirilemeyeceği gündemde sürekli yer alan bir konu olmuştur. Bütçe açıkları hem cari açıklara göre hem de geçmiş yıllara göre nispeten daha iyi durumdadır ve bu dönemde bütçe açıklarının GSYİH' ya oranları genel anlamda makul düzeyde seyretmiştir. Ortalama döviz kuru krizin başlangıcında ve sonrasında TL karşısında düşük düzeydedir ve bu düşük düzey Türk lirasını değerlendirmiş ve bu durum borsanın hızlı yükselmesine, enflasyonun gerilemesine ve enflasyonun gerilemesi de faizlerin gerilemesine neden olmuştur. Ekonomik krizin etkilerinin atlatılmaya başlamasıyla birlikte Amerikan Doları Türk Lirası karşısında değer kazanmaya devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinin, 2014 yılında yüzde 4 oranında büyümesi hedeflenmektedir. Türkiye ekonomisinin kısa vadeli büyüme görünümü küresel ekonomideki kırılmalardan olumsuz etkilenmektedir. OVP (2014-2016) döneminde yapısal politikaların yanı sıra büyümenin potansiyel seviyelerine doğru yükseltilmesi için gerekli kısa vadeli politikalar da uygulanacaktır. İstihdam yaratma kapasitesi, düşük bütçe açığı, düşük kamu borç yükü, sağlam bankacılık sektörü, risklilik seviyesi düşük

hanehalkı ve özel sektör bilançoları, ihracat piyasalarının çeşitlendirilmesi ve esnek kur sistemi kısa ve orta vadeli perspektifte büyümeyi destekleyici ve dış şoklara karşı Türkiye ekonomisini daha dirençli kılan faktörler olarak göze çarpmaktadır (Maliye Bakanlığı, 2013, s.4).

5.4.2. 2008-2013 Yılları Arası Sigorta Sektörü Analizi

Ekonomi analizi yapıldıktan sonra ikinci aşamada sektör analizinin incelenmesi yapılacaktır. Araştırmanın bu bölümünde sigorta sektörünün dünya genelindeki ve Türkiye'deki durumu incelenmiştir.

5.4.2.1 2008 - 2013 Yılları Arası Dünyada Sigorta Sektörü

2008 yılı sonu itibarıyla dünyada toplam prim büyüklüğü küresel krizin etkisiyle reel bazda % 3,7 azalarak 4.21 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam prim üretiminin 3,7 trilyon dolarlık kısmı gelişmiş ülkelerde oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelere bu miktar 512 milyar dolarda kalmıştır. Ancak, primler bir önceki yıla göre gelişmiş ülkelerde % 5,3 azalırken, gelişmekte olan ülkelere artış oranı % 11'e varmaktadır. 2008 yılında dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 621 dolardan 625 dolara yükselmiştir. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 3.602 dolar iken, gelişmekte olan ülkelere 89 dolarda kalmaktadır. 2008 yılında dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin Gayri Safi Yurtiçi Hâsılaya oranı % 6,95 iken, gelişmiş ülkelere bu oran % 8,6'yı bulmakta, aralarında Türkiye, Latin Amerika, Orta ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Asya, Orta Doğu, Orta Asya ve Afrika'nın yer aldığı gelişmekte olan ülkelere ise % 2,7'de kalmaktadır (www.tsb.org.tr).

2009 yılı sonu itibarıyla dünyada toplam prim büyüklüğü küresel krizin etkisiyle reel bazda % 1,1 azalarak 4.07 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam prim üretiminin 3,5 trilyon dolarlık kısmı gelişmiş ülkelere oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelere bu miktar 533 milyar dolarda kalmıştır. Ancak, primler bir önceki yıla göre gelişmiş ülkelere % 1,8 azalırken, gelişmekte olan ülkelere % 3,5 oranında artmıştır. Toplam prim büyüklüğünde, bir önceki yıla göre payı gerilemekle birlikte dünya prim üretiminin yaklaşık % 40'ını gerçekleştiren Avrupa kıtası ilk sırada yer almaya devam ederken,

bunu % 33 ile Amerika ve % 24 ile Asya takip etmektedir. Geçen senelerde olduğu gibi, hayat dışı branşlarda prim üretim liderliğini Amerika elinde tutarken, hayat branşında Avrupa en büyük yüzdeye sahip kıtadır. 2009 yılında dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 625 dolardan 595 dolara düşmüştür. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 3.405 dolar iken, gelişmekte olan ülkelerde 83 dolarda kalmaktadır. 2009 yılında dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin GSYİH' ye oranı % 6,98 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran % 8,61'i bulmakta, aralarında Türkiye, Latin Amerika, Orta ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Asya, Orta Doğu, Orta Asya ve Afrika'nın yer aldığı gelişmekte olan ülkelerde ise % 2,89'da kalmaktadır (www.tsb.org.tr).

2010 yılı sonu itibarıyla dünyada toplam prim büyüklüğü, reel bazda % 2,7 oranında artarak 4,3 trilyon dolar olmuştur. Dünyada toplam prim üretiminin 3,7 trilyon dolarlık kısmı gelişmiş ülkelerde oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelerde bu miktar 650 milyar dolarda kalmıştır. Toplam prim büyüklüğünde, son yıllarda payı sürekli gerilemekle birlikte dünya prim üretiminin % 37'sini gerçekleştiren Avrupa kıtası ilk sırada yer almaya devam ederken, bunu % 32 ile Amerika ve % 27 ile Asya takip etmektedir. 2010 yılında dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 627 dolardır. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 3.527 dolar iken, gelişmekte olan ülkelerde 110 dolarda kalmaktadır. Dünyada kişi başına en yüksek prim üreten ülke 6.634 dolarla İsviçre'dir. Dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranı 2010 yılında % 6,9 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran % 8,7 ve gelişmekte olan ülkelerde % 2,9'dur (www.tsb.org.tr).

2011 yılı sonu itibarıyla dünyada toplam prim büyüklüğü, reel bazda % 0,8 azalarak 4,6 trilyon dolar olmuştur. Dünyada toplam prim üretiminin 3,9 trilyon dolarlık kısmı gelişmiş ülkelerde oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelerde bu miktar 697 milyar dolarda kalmıştır. Ancak, primler gelişmiş ülkelerde bir önceki yıla göre % 1,1 azalırken, gelişmekte olan ülkelerde artış oranı % 1,3 olmuştur. Bu veriler özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşüşler nedeniyle dünya sigorta piyasasının 2011 yılında da küçülmeye devam ettiğini göstermektedir. Toplam prim büyüklüğünde, son yıllarda payı sürekli gerilemekle birlikte Dünya prim üretiminin % 36'sını gerçekleştiren Avrupa kıtası ilk sırada yer almaya devam ederken, bunu % 32 ile Amerika ve % 28 ile Asya takip etmektedir. Geçen senelerde olduğu gibi, hayat dışı branşlarda prim üretim liderliğini Amerika elinde tutarken, hayat branşında Asya kıtası Avrupa'yı geçerek en büyük paya sahip olan kıta olmuştur. 2011 yılında Dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 661 dolardır. Bu miktar gelişmiş

ülkelerde 3.712 dolar iken, gelişmekte olan ülkelerde 118 dolarda kalmaktadır. Dünyada sigorta sektörünün ekonomideki yerini gösteren primlerin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranı 2011 yılında % 6,6 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran %8,6 ve gelişmekte olan ülkelerde % 2,7'dir (www.tsb.org.tr).

Dünya prim üretimi 2012 yılında bir önceki yıla göre % 2,4 oranında artmıştır. Toplam 4,6 trilyon ABD doları olan prim üretiminin 2,6 trilyon ABD doları hayat, 2 trilyon ABD doları ise hayat dışı branşlarda gerçekleştirilmiştir. Prim üretimi hayat branşında % 2,3 oranında, hayat dışı branşlarda ise % 2,6 oranında artmıştır. Dünya toplam prim üretiminde 2012 yılında sanayileşmiş ülkeler % 84, gelişmekte olan ülkeler ise % 16 oranında bir paya sahiptir. Kişi başına prim üretimi dünyada 655 ABD Doları'dır. Direkt primin GSYİH' ya oranı ise dünyada % 6,5'dir (Hazine Müsteşarlığı, 2013, s.10-11).

Dünya prim üretimi reel olarak 2013 yılında bir önceki yıla göre % 1,4 oranında artmıştır. Toplam 4,6 trilyon ABD doları olan prim üretiminin 2,6 trilyon ABD doları hayat, 2 trilyon ABD doları ise hayat dışı branşlarda gerçekleştirilmiştir. 2013 yılı prim üretimi hayat branşında % 0,7 oranında, hayat dışı branşlarda ise % 2,3 oranında yükselmiştir. Dünya toplam prim üretiminde 2013 yılında gelişmiş piyasalar % 83, gelişmekte olan piyasalar ise % 17 oranında bir paya sahiptir. 2013 yılında dünyada kişi başına prim üretimi 652 ABD Doları'dır. Direkt primin GSYİH' ya oranı ise dünyada % 6,28 düzeyindedir (Hazine Müsteşarlığı, 2014, s.10-11).

5.4.2.2. 2008 - 2013 Yılları Arası Türkiye'de Sigorta Sektörü

Araştırmanın bu bölümünde sigortacılık sektörünün ele alınan dönemde Türkiye'deki durumu, tablolara aktarılan sayısal veriler aracılığıyla açıklanmıştır.

Tablo 5. 5 Türk Sigorta Sektöründeki Şirket Sayısı

Faal Şirketler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hayat Dışı Sigorta Şirketi	30	33	34	35	35	36
Hayat Sigorta Şirketi	11	10	10	9	6	6
Emeklilik Şirketi	12	13	13	14	17	18
Reasürans Şirketi	1	1	1	1	1	1
Toplam	54	57	58	59	59	61

Kaynak: (Hazine Müsteşarlığı, 2013; Hazine Müsteşarlığı, 2014)

2008 yılında sigorta sektöründe 53 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 54 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 30'u hayat dışı, 11'i hayat, 12'si emeklilik branşında faaliyet göstermiştir. 2009 yılında sigorta sektöründe 56 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 57 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 33'u hayat dışı, 10'u hayat, 13'ü emeklilik branşlarında faaliyet göstermiştir. 2010 yılında sigorta sektöründe 57 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 58 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 34'u hayat dışı, 10'u hayat, 13'ü emeklilik branşlarında faaliyet göstermiştir. 2011 yılında sigorta sektöründe 58 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 59 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 35'u hayat dışı, 9'u hayat, 14'ü emeklilik branşlarında faaliyet göstermiştir. 2012 yılında sigorta sektöründe 58 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 59 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 35'i hayat dışı, 6'sı hayat, 17'si emeklilik branşlarında faaliyet göstermiştir. 2013 yılında sigorta sektöründe 60 tane sigorta ve emeklilik, 1 tane reasürans olmak üzere toplam 61 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden 36'sı hayat dışı, 6'sı hayat, 18'i emeklilik branşlarında faaliyet göstermiştir.

Tablo 5. 6 Türk Sigorta Sektörü Toplam Prim Üretimi, Teminat ve Tazminat Tutarları

Prim Üretimi (Milyar ₺)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hayat Dışı	10,2	10,6	11,9	14,5	17,1	20,8
Hayat	1,6	1,8	2,2	2,7	2,2	3,4
Toplam	11,8	12,4	14,1	17,2	19,8	24,2
Hayat Dışı Payı (%)	86,62	85,35	84,57	84,36	86,33	85,99
Hayat Payı (%)	13,38	14,65	15,43	15,64	13,67	14,01
Direkt Prim Üretimi (Milyar ₺)	11,6	12,2	13,8	16,8	19,5	23,7
Hayat Dışı	10,0	10,4	11,7	14,2	16,8	20,4
Hayat	1,6	1,8	2,1	2,6	2,7	3,3
Direkt Prim Reel Artış Oranı (%)	-3,55	0,17	7,27	11,88	8,49	14,99
Direkt Prim Üretimi/GS YİH	1,22	1,28	1,26	1,29	1,37	1,52
Verilen Toplam Teminat (Milyar ₺)	22,7	24,9	30,7	39,2	49,7	62,8

Kaynak: (Hazine Müsteşarlığı, 2013; Hazine Müsteşarlığı, 2014)

Türk sigortacılık sektöründe 2008 yılında hayat dışı branşlarda 10,2 milyar TL ve hayat grubunda 1,6 milyar TL olmak üzere toplam 11,8 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminin 11,6 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimidir. 200 milyon TL'lik kısmı ise sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. 2009 yılında hayat dışı branşlarda 10,6 milyar TL ve hayat grubunda 1,8 milyar TL olmak üzere toplam 12,4 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminin 12,2 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimidir ve yaklaşık 200 milyon TL'lik kısım sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. 2010 yılında hayat dışı branşlarda 11,9 milyar TL ve hayat grubunda 2,2 milyar TL olmak üzere toplam 14,1 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminin 13,8 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimidir. Yaklaşık 300 milyon TL'lik kısmı ise sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. 2011 yılında hayat dışı branşlarda 14,5 milyar TL ve hayat grubunda 2,7 milyar TL olmak üzere toplam 17,2 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminin 16,8 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimi iken yaklaşık 400 milyon TL'lik kısmı sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. 2012 yılında hayat dışı branşlarda 17,1 milyar TL ve hayat grubunda 2,7 milyar TL olmak üzere toplam 19,8 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam prim üretiminin 19,5 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimidir. Yaklaşık 350 milyon TL'lik kısmı sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. Türk sigortacılık sektöründe 2013 yılında hayat dışı branşlarda 20,8 milyar TL ve hayat grubunda 3,4 milyar TL olmak üzere toplam 24,2 milyar TL prim üretimi gerçekleştirilmiştir. Toplam üretimin 23,7 milyar TL'lik kısmı direkt prim üretimi olup, kalan yaklaşık 500 milyon TL'lik kısmı sigorta şirketleri tarafından reasürans yoluyla sağlanmıştır. Yıllar itibariyle hayat dışı branşların toplam prim üretimindeki payı hayat gruplarına göre belirgin bir şekilde farklıdır ve dönem içerisinde bu farkta önemli bir değişiklik görülmemiştir. Sigortacılık sektöründe üretilen primlere karşılık firmalar tarafından verilen toplam teminat miktarı dönem içerisinde sürekli artış göstermiştir. Bu artışlar GSYİH'nin yaklaşık 40 katına kadar da ulaşmıştır.

Sigortacılık, yapısı gereği ekonomideki gelişmelerden hızlı ve yüksek oranda etkilenen finansal sektörlerin başında gelmektedir. GSYİH'nin arttığı dönemlerde sigortacılık sektörü GSYİH'den daha yüksek oranda büyümekte, tersi olduğunda ise daha fazla küçülmektedir. Ülkemizde sigortacılık sektörü 2008 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucu önemli oranda küçülmüş, ancak 2009 yılından itibaren toparlanmaya başlamış ve krizin etkilerinin azalmasıyla birlikte yüksek oranlı reel

büyüme sürecine girmiştir. Sektörde direkt prim üretimi 2013 yılında GSYİH'nın yaklaşık onbir puan üzerinde reel olarak %15 oranında artmıştır. 2013 yılında prim üretiminde meydana gelen artış son beş yılda kaydedilen en yüksek orandır (Hazine Müsteşarlığı, 2010, s.3; Hazine Müsteşarlığı, 2014, s.8).

Tablo 5. 7 Bireysel Emeklilik Sisteminde Katkı Payı ve Birikim Tutarı

Katkı Payı (Milyar ₺)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Yıllık Katkı Payı	1.7	1.7	2.4	4.3	5.8	8.9
Toplam Katkı Payı	5.6	7.0	9.5	12.2	16.2	23.0
Toplam Fon Tutarı	6.4	9.1	12.0	14.3	20.3	26.3

Kaynak: (Hazine Müsteşarlığı, 2013; Hazine Müsteşarlığı, 2014)

Bireysel emeklilik sisteminde yatırımcılardan tahsil edilen yıllık ve toplam katkı payı tutarları yıllar itibariyle artış göstermiştir. Tahsil edilen toplam katkı payı 2008 yılında 5,6 milyar TL, 2009 yılında 7 milyar TL, 2010 yılında 9,5 milyar TL ve 2011 yılında 12,2 milyar TL'dir. 2012 yılında 16,2 milyar TL olan toplam katkı payı devlet katkısı ile birlikte 2013 yılı sonunda yaklaşık % 42'lik bir artışla 23 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 5. 8 Türk Sigorta Sektöründe Prim Üretimi ve Ödenmiş Sermayede Uluslararası Sermayenin Payı

Ödenmiş Sermayede Uluslararası Sermayenin Payı %	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hayat Dışı Şirketler	51,20	55,04	58,15	64,49	66,28	73,19
Hayat/ Emeklilik Şirketleri	51,92	54,76	60,69	72,88	74,06	68,98
Toplam	51,37	54,98	58,78	67,16	68,93	71,94
Prim Üretiminde Uluslararası Sermayenin Payı %	53,03	53,17	53,31	55,58	56,01	63,46
Hayat Dışı Şirketler	52,94	53,75	57,23	59,66	59,14	66,94
Hayat/ Emeklilik Şirketleri	53,46	50,55	35,95	37,40	39,37	45,45

Kaynak: (Hazine Müsteşarlığı, 2013, s.20; Hazine Müsteşarlığı, 2014, s.20)

2008-2013 yılları arası dönemde sektörde faaliyet gösteren yabancı sermayeli şirketlerin ödenmiş sermayedeki ve prim üretimindeki payları incelendiğinde

yabancıların sektöre olan ilgilerinin yıllar itibariyle artış gösterdiği görülmektedir. 2008 yılında ödenmiş sermayede % 51,37 olan uluslararası sermaye payı 2013 yılı sonuna gelindiğinde % 71,94'e yükselmiştir. Prim üretiminde de buna yakın bir tablo görmek mümkündür. 2008 yılında üretilen toplam primde % 53,03 olan yabancı payı yaklaşık % 10 oranında artmış ve % 63,46 olmuştur.

Sektörde uluslararası sermayenin payında 2013 yılında meydana gelen artışın temel kaynağı, pazar payı yüksek iki sigorta ve emeklilik şirketinin yıl içinde uluslararası sermayeli bir grup tarafından satın alınmasıdır (Hazine Müsteşarlığı, 2014, s.14)

Sigortacılık sektörünün ülkemizdeki durumu yukarıda yer alan tablolar yardımıyla kısaca şu şekilde özetlenebilir. Yakın dönemde sektörde üretilen prim ve sigortalılara sağlanan teminat miktarlarında ki artışlar gözlemlendiğinde ülke ekonomisi ve istikrarlı bir büyüme açısından sigortacılığın ne derece önemli olduğu görmek mümkündür. Örneğin 2013 yılında sigorta şirketleri tarafından sigorta ettirenlere toplam 62,8 trilyon TL teminat verilmiştir ve bu tutar GSYİH' nın 40 katından yüksektir (Hazine Müsteşarlığı, 2014).

Sigortacılık sektörü bir tarafta hızlı büyüme sergilerken diğer tarafta mali sağlamlığını da korumaktadır. 2013 yılı sonu itibariyle şirketlerin özsermayelerinin gerekli özsermayeye oranı hayat dışı şirketlerde % 125, hayat/emeklilik şirketlerinde ise % 381'dir. Bu veriler, sektörün yükümlülüklerini karşılayabilecek yeterli özkaynağa sahip olduğunu göstermektedir. Sigortacılığa paralel olarak bireysel emeklilik sistemi de hızla büyümeye ve fon oluşturmaya devam etmektedir. 2013 yılında uygulamaya konulan % 25 oranında doğrudan devlet katkısı sistem açısından bir dönüm noktası oluşturmuş ve gelişimini önemli ölçüde hızlandırmıştır. Sistemdeki katılımcı sayısı yıl içinde % 33 oranında artarak 4,2 milyon kişiye yaklaşmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2014).

Sigorta ve emeklilik şirketlerinin toplam finansal piyasalar içindeki payı 2012 yılındaki % 3,02 seviyesinden 2013 yılı sonunda % 2,92'ye düşmüştür. Sigortacılık ve bireysel emeklilik sektörlerinin payı halen düşük olmasına rağmen, finansal sektörler içinde aktif büyüklüğü açısından TCMB ve bankacılık sektörünün ardından üçüncü sırada gelmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2013, s.3).

Ülkemizde sigortalılık oranı halen düşük olmakla birlikte, son yıllarda yaşanan gelişmeler sigortacılık ve bireysel emeklilik sektörlerinin hızlı bir gelişim sürecinde olduğunu ortaya koymaktadır. Ekonomik koşullardaki iyileşmeler ve uluslararası

sermayenin artan talebi de dikkate alındığında mevcut gelişim sürecinin devam etmesi beklenmektedir (Hazine Müsteşarlığı, 2014).

5.4.3. 2008 - 2013 Yılları Arası BİST'te İşlem Gören Sigorta Şirketlerinin Analizi

Araştırmanın bu bölümünde sigorta şirketlerinin konsolide olmayan bilanço ve gelir tablolarından ve hayat dışı branşlarda faaliyet gösteren şirketlerin oluşturduğu konsolide bilanço ve gelir tablolarından alınan veriler oran analizi yöntemiyle hesaplanmış ve elde edilen oranlar tablolarda gösterilmiştir.⁵ Oran analizi uygulanırken Hazine Müsteşarlığı'nın yayınladığı Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge'de yer alan ve toplamda dört gruptan oluşan 17 adet finansal orandan 12 adedi kullanılmıştır. Çalışmaya dâhil edilmeyen oranlar Acente Alacakları / Özkaynaklar, Konservasyon Oranı, Hasar Prim Oranı, Masraf Oranı, Bileşik Oran olmak üzere 5 tanedir. Acente Alacakları / Özkaynaklar ve Masraf oranları, acente alacakları ve komisyonlar kalemlerinin finansal tablolarda yer almamasından, Bileşik Oran ise Masraf Oranının hesaplanamamasından dolayı çalışmaya dâhil edilememiştir. Konservasyon Oranının hangi standarda göre değerlendirilmesi gerektiği genelgede belirtilmediğinden, Hasar Prim Oranı ise ülkemizde net esaslı Hasar Prim Oranı kullanılması nedeniyle çalışmaya dâhil edilemeyen diğer oranlardır.

5.4.3.1. Sermaye Yeterliliğine İlişkin Oranlar

Sermaye yeterliliğine ilişkin oranlar Alınan Primler/Özkaynaklar, Özkaynaklar/Aktif Toplamı ve Özkaynaklar/Teknik Karşılıklar oranlarıdır.

5.4.3.1.1. Alınan Primler / Özkaynaklar

Alınan Primler/Özkaynaklar oranı brüt yazılan primlerin özkaynaklara oranlanması şeklinde hesaplanan bu oranın sigorta şirketleri için 4 kattan büyük

⁵ Şirketlere ve sigorta sektörüne ait bilanço ve gelir tabloları <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>, <https://www.kap.gov.tr/default.aspx> ve <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunu m-Sayfasi?mid=247&cid=28&n m=43> adreslerinden alınmıştır.

olmaması gerekmektedir.⁶ Oranın 4 kattan büyük olması şirketlerin özkaynaklarının yetersiz olduğu anlamına gelebilmektedir.

Tablo 5. 9 Alınan Primler / Özkaynaklar

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,46	0,32	2,38	2,82	3,10	2,86
ANADOLU ANONİM TÜRK	1,91	1,54	1,67	2,73	2,95	3,01
AVİVA	2,13	2,66	3,71	3,95	4,25	3,93
GÜNEŞ	3,08	3,65	3,04	2,95	3,00	3,22
RAY	4,41	6,37	4,90	2,92	3,37	3,60
YAPI KREDİ	2,05	2,09	2,30	2,75	3,20	2,73

Şirketlerin Alınan Primler/Özkaynaklar oranları incelendiğinde; Aviva Sigortanın 2012 yılında kriter değerinin üzerinde, 2011 ve 2013 yıllarında da kriter değerine yakın seyrettiği, Ray Sigorta'nın 2008, 2009 ve 2010 yıllarında kriter değerinin üzerinde olduğu, diğer şirketlerin yıllar itibariyle kriter değerinin altında olduğu görülmektedir.

5.4.3.1.2. Özkaynaklar / Aktif Toplamı

Özkaynakların aktif toplamına oranlanmasıyla elde edilen bu oran şirket varlıklarının ne kadarının işletme sahipleri ve ortakları tarafından finanse edildiğini ortaya koyar. Bu oranın sektör ortalamasından büyük olması gerekir.⁷

Tablo 5. 10 Özkaynaklar / Aktif Toplamı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,75	0,81	0,36	0,33	0,33	0,34
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,40	0,46	0,43	0,32	0,30	0,28
AVİVA	0,35	0,29	0,20	0,17	0,16	0,16
GÜNEŞ	0,35	0,28	0,31	0,32	0,31	0,28
RAY	0,23	0,16	0,19	0,28	0,28	0,26
YAPI KREDİ	0,42	0,38	0,36	0,34	0,30	0,32
SEKTÖR ORTALAMASI	0,43	0,48	0,35	0,32	0,27	0,29

Aksigorta şirketi incelenen dönemin tamamında sektör ortalamasından yüksek Özkaynaklar/Aktif toplamı oranına sahip tek şirket olmuştur. Anadolu Anonim Türk ve Yapı Kredi Sigorta şirketlerine ait değerler genel olarak yıllar itibariyle ortalamaya yakın veya ortalamanın biraz üzerinde seyretmiştir. Aviva Sigorta değerlerinin tüm yıllarda ortalamanın altında kaldığı, Güneş Sigorta'nın sadece 2012 yılında ortalamanın

⁶ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

⁷ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

üzerine çıktığı, diğer yıllar altında kaldığı, Ray Sigorta'nın dönemin ilk üç yılında ortalamanın oldukça altında, daha sonraki üç yıl ise ortalamaya yakın oranlara sahip olduğu söylenebilir.

5.4.3.1.3. Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar

Özkaynakların net teknik karşılıklara oranlanmasıyla elde edilen bu oran özkaynakların, şirketlerin ayırmak zorunda oldukları teknik karşılıkların ne kadarlık kısmını oluşturduğunu gösterir. Bu oranın sektör ortalamasından büyük olması gerekir.⁸

Tablo 5. 11 Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSIGORTA	4,17	5,47	0,71	0,64	0,63	0,67
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,82	1,00	0,91	0,58	0,54	0,49
AVİVA	0,59	0,43	0,27	0,23	0,21	0,20
GÜNEŞ	0,75	0,54	0,58	0,77	0,66	0,53
RAY	0,46	0,26	0,32	0,56	0,55	0,51
YAPI KREDİ	0,97	0,83	0,76	0,68	0,59	0,61
SEKTÖR ORTALAMASI	0,95	1,12	0,66	0,59	0,46	0,50

Yukarıdaki tabloya göre Aksigorta incelenen dönemde tüm yıllarda sektör ortalamasının üzerinde Özkaynaklar/Teknik Karşılıklar oranına sahiptir. Anadolu Anonim Türk Sigorta 2010 ve 2012 yıllarında ortalama değer üzerinde, diğer yıllarda ise ortalamanın altında kalmıştır. Aviva Sigorta'ya ait oranlar tüm yıllarda ortalama değer üzerinde olmaktadır. Güneş Sigorta şirketinin değerleri 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sektör ortalamasının altında kalmış sonraki üç sene ortalamanın üzerine çıkabilmiştir. Ray Sigorta 2012 ve 2013 yılları dışındaki yıllarda ortalamanın altında değerlere sahip olmuştur. Yapı Kredi Sigorta şirketinin oranları 2009 yılı dışında diğer yıllarda ortalamanın üzerindedir.

5.4.3.2. Aktif Kalitesi ve Likiditeye İlişkin Oranlar

Likit Aktifler/Aktif Toplamı, Likidite Oranı, Cari Oran ile Prim ve Reasürans Alacakları/Aktif Toplamı oranları aktif kalitesi ve likiditeye ilişkin oranlardır.

⁸ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

5.4.3.2.1. Likit Aktifler / Aktif Toplamı

Likit Aktifler/Aktif toplamı oranı likit aktiflerin (Kasa + Banka + Finansal Varlıklar) aktif toplamına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Bu oran şirketlerin aktiflerinin ne derece likit olduğunu gösterir. Bu oranın sektör ortalamasından büyük olması gerekir.⁹

Tablo 5. 12 Likit Aktifler / Aktif Toplamı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,60	0,19	0,49	0,49	0,49	0,58
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,56	0,48	0,48	0,47	0,47	0,47
AVİVA	0,59	0,54	0,57	0,56	0,59	0,62
GÜNEŞ	0,25	0,19	0,19	0,22	0,16	0,16
RAY	0,35	0,33	0,46	0,40	0,38	0,42
YAPI KREDİ	0,43	0,42	0,44	0,43	0,45	0,58
SEKTÖR ORTALAMASI ¹⁰	0,50	0,42	0,50	0,50	0,48	0,54

Aksigorta şirketinin değerleri 2008, 2012 ve 2013 yıllarında sektör ortalamasının üzerinde, 2010 ve 2011 yıllarında ortalamanın hemen altında iken, 2009 yılında ortalamadan farklı şekilde düşüktür. Anadolu Anonim Türk Sigorta dönem boyunca sektör ortalamasına yakın oranlara sahiptir. Aviva Sigorta oranları tüm dönem boyunca sektörün üzerindedir. Güneş Sigorta oranları altı yıl boyunca sektör ortalamasının altında kalmıştır. Ray Sigorta'ya ait oranlar bu dönemde ortalamanın altında seyretmiştir. Yapı Kredi Sigorta oranları 2013 yılında ortalamanın üzerinde 2009 yılında ortalamaya eşit orana sahipken diğer yıllarda ortalamanın altında kalmıştır.

5.4.3.2.2. Likidite Oranı

Likidite Oranı = [Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar + Finansal Varlıklar ile Riskli Sigortalılara Ait Finansal Yatırımlar] / [Sigortacılık Teknik Karşılıkları - Hayat Matematik Karşılığı - Diğer Teknik Karşılıklar + Finansal Borçlar + Esas Faaliyetlerden Borçlar + İlişkili Taraplara Borçlar + Diğer Borçlar + Ödenecek Vergi ve Benzeri Diğer Yükümlülükler İle Karşılıkları + Diğer Risklere İlişkin Karşılıklar + Gelecek Aylara Ait

⁹ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

¹⁰ Sektör ortalaması hesaplanırken hayat dışı şirketlerin konsolide bilançosunda Kasa ve Bankalar hesap kalemlerine ulaşılmadığından yerlerine ana kalem olan Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar kalemi kullanılmıştır.

Gelirler Ve Gider Tahakkukları + Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler] biçiminde hesaplanmıştır. Likidite oranı şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü gösterir. Bu oran hayat dışı şirketler için 1'den düşük olmamalıdır.¹¹

Tablo 5. 13 Likidite Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	2,72	1,05	0,78	0,76	0,97	1,10
ANADOLU ANONİM TÜRK	1,01	1,03	0,99	0,86	0,79	0,79
AVİVA	1,02	0,94	0,90	0,87	0,85	0,90
GÜNEŞ	0,50	0,38	0,33	0,37	0,33	0,32
RAY	0,46	0,41	0,58	0,66	0,68	0,73
YAPI KREDİ	0,81	0,78	0,80	0,78	0,75	0,95

Yıllar itibariyle Güneş Sigorta'nın oranları standart değerinin altındadır. Aynı durum 2010 yılından itibaren yükselme görülse bile Ray Sigorta'da ve Yapı Kredi Sigorta'da da görülmektedir. Aksigorta, Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Aviva Sigorta 2008 ve 2009 yıllarında standart değerinin üzerinde veya hemen yakınında oranlara sahipken ilerleyen yıllarda oranlarda dalgalanmalar olmuştur.

5.4.3.2.3. Cari Oran

Cari Oran = [Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar + Finansal Varlıklar ile Riskli Sigortalılara Ait Finansal Yatırımlar + Esas Faaliyetlerden Alacaklar + İlişkili Taraflardan Alacaklar + Diğer Alacaklar] / [Sigortacılık Teknik Karşılıkları – Hayat Matematik Karşılığı – Diğer Teknik Karşılıklar + Finansal Borçlar + Esas Faaliyetlerden Borçlar + İlişkili Taraflara Borçlar + Diğer Borçlar + Ödenecek Vergi ve Benzeri Diğer Yükümlülükler İle Karşılıkları + Diğer Risklere İlişkin Karşılıklar + Gelecek Aylara Ait Gelirler Ve Gider Tahakkukları + Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler] biçiminde hesaplanmıştır. Bu oran, temel olarak sigorta şirketlerinin kaynak kullanım stratejileri hakkında önemli fikir verir. Aynı zamanda şirketin kısa dönemli ödemelerinin ne kadar çabuk karşılanabileceğini göstermektedir (Gupta, 1983, s.69'den aktaran Dumanoğlu, Gedikoğlu, 2004, s.128). Bu oran hayat dışı şirketler için 1,7'den düşük olmamalıdır.¹²

¹¹ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

¹² Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

Tablo 5. 14 Cari Oran

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	3,17	1,45	1,37	1,34	1,38	1,40
ANADOLU ANONİM TÜRK	1,50	1,52	1,42	1,25	1,18	1,13
AVİVA	1,44	1,33	1,18	1,13	1,10	1,14
GÜNEŞ	1,03	0,93	0,86	0,92	0,86	0,80
RAY	1,08	0,97	1,03	1,20	1,17	1,15
YAPI KREDİ	1,27	1,19	1,20	1,19	1,17	1,31

Dönem içerisinde tüm şirketler bir istisna durum dışında standart değer in altında kalmıştır. O istisnai durum dönem içinde en iyi performansa sahip Aksigorta'nın 2008 yılında standart değer in üzerine çıkmasıdır. Anadolu Anonim Türk Sigorta, Aviva Sigorta, Yapı Kredi Sigorta ve 2009 yılı dışında Ray Sigorta 1 değer inin altına inmemiştir. Güneş Sigorta ise 2008 yılı dışında 1 değer inin altında kalmıştır.

5.4.3.2.4. Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı

Prim ve Reasürans Alacakları/Aktif Toplamı oranı esas faaliyetlerden alacakların, aktif toplamına oranıyla hesaplanmıştır. Bu oranın sektör ortalamasından küçük olması gerekmektedir.¹³ Likidite açısından bakıldığında alacaklar grubu hesap kalemleri içerisinde likiditesi en düşük olandır. Bu yüzden toplam aktifler içerisinde alacakların sektör ortalamasından büyük olması şirketlerin likiditesinin güçsüz olduğunu gösterir.

Tablo 5. 15 Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,10	0,07	0,36	0,37	0,23	0,19
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,28	0,25	0,23	0,25	0,26	0,24
AVİVA	0,27	0,26	0,21	0,20	0,20	0,18
GÜNEŞ	0,33	0,38	0,33	0,36	0,35	0,33
RAY	0,44	0,44	0,35	0,36	0,33	0,30
YAPI KREDİ	0,25	0,24	0,24	0,26	0,28	0,23
SEKTÖR ORTALAMASI	0,23	0,21	0,23	0,25	0,23	0,20

2008-2013 yılları arası dönemde ortalamadan küçük değerlere sahip şirketler incelendiğinde Aksigorta şirketinin 2008, 2009 ve 2013 yıllarında, Aviva Sigorta şirketinin ise 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında ortalama değerden küçük oranlara sahip oldukları görülmektedir. Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Yapı Kredi Sigorta şirketleri incelenen dönem boyunca sektör ortalamasının üzerinde ancak ortalamaya çok

¹³ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

yakın değerlere sahiptirler. Güneş Sigorta ve Ray Sigorta şirketleri ise incelenen altı yıllık dönemin tüm yıllarında sektör ortalamasının üzerinde değerlere sahip olmuşlardır.

5.4.3.3. Faaliyet Oranları

Çalışmada incelenen faaliyet oranı tazminat tediye oranıdır.

5.4.3.3.1. Tazminat Tediye Oranı

Tazminat Tediye Oranı = Ödenen Hasarlar / [Ödenen Hasarlar + Muallak Hasar Karşılıkları] şeklinde hesaplanmıştır. Meydana gelen hasarlar dolayısıyla şirketin bu hasarların ne kadarını ödediğini gösteren bir kriterdir. Bu oranın %60 ile %80 arasında olması beklenir (Başpınar, 2005, s.20). Aynı zamanda bu oran sektör ortalamasından büyük olmalıdır.¹⁴

Tablo 5. 16 Tazminat Tediye Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,66	0,69	0,69	0,72	0,77	0,75
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,70	0,71	0,71	0,71	0,72	0,62
AVİVA	0,58	0,57	0,53	0,49	0,50	0,47
GÜNEŞ	0,69	0,67	0,63	0,68	0,65	0,57
RAY	0,65	0,61	0,57	0,57	0,59	0,53
YAPI KREDİ	0,83	0,83	0,79	0,80	0,79	0,73
SEKTÖR ORTALAMASI	0,71	0,74	0,70	0,72	0,69	0,59

Şirketlere ait tazminat tediye oranları incelendiğinde; 2008 yılında Yapı Kredi Sigorta'nın sektör ortalamasının üzerinde, Aviva Sigorta dışında kalan şirketlerin ise ortalamanın altında ancak ortalamaya yakın olduğu görülmektedir. 2009 yılında sadece Yapı Kredi Sigorta ortalama değeri geçerken, ortalama değer altındaki Anadolu Anonim Türk Sigorta, Güneş Sigorta ve Aksigorta şirketleri ortalamaya yakın, Aviva Sigorta ve Ray Sigorta ortalamadan uzak bir performans göstermiştir. 2010 yılında Yapı Kredi Sigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketlerinin oranları ortalama değer üzerinde, Aviva Sigorta, Güneş Sigorta ve Ray Sigorta şirketlerinin oranları ortalama değerden uzak, Aksigorta'nın oranı ise ortalama değere yakındır. 2011 yılında ortalama değer üzerinde orana sahip şirket Yapı Kredi Sigorta iken ortalama değer oldukça altında olan şirketler Aviva Sigorta ve Ray Sigorta şirketleridir. Aksigorta ortalamayla

¹⁴ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

aynı değere, Güneş Sigorta şirketi ise ortalamanın altında ancak sektör ortalamasına yakın değere sahiptir. 2012 yılında ortalamanın üzerindeki şirket sayısı Aksigorta, Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Yapı Kredi Sigorta olmak üzere üçe çıkmıştır ve bu yıl Güneş Sigorta ortalamanın altında ancak ortalamaya yakın, Ray Sigorta ve Aviva Sigorta şirketleri ortalamadan oldukça aşağıda oranlara sahiptir. 2013 yılında ortalama değerden en uzak olan şirket Aviva Sigorta iken, Güneş Sigorta ve Ray Sigorta şirketleri ortalamaya yakın, Aksigorta, Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Yapı Kredi Sigorta şirketleri ise ortalamanın üzerinde değerlere sahiptirler. Şirket oranlarının dönem içerisinde %60 ile %80 arasında olması durumu incelendiğinde; Aviva Sigorta'nın hiç bir yıl bu aralıkta orana ulaşamadığı, Ray Sigorta'nın 2008 ve 2009 yılları dışındaki yıllarda bu aralığın altında kaldığı, Güneş Sigorta'nın sadece 2013 yılında aralığın altında olduğu görülmektedir. Aksigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketleri tüm yıllarda bu aralıkta yer almış, Yapı Kredi Sigortaya ait oranlar ise bu aralığın üzerinde veya üst sınıra yakın bir şekilde oluşmuştur.

5.4.3.4. Kârlılık Oranları

Hasar Prim Oranı, VÖK/Alınan Primler, Mali Kâr/Alınan Primler ve Teknik Kâr/Alınan Primler oranları çalışmada incelenen kârlılık oranlarıdır.

5.4.3.4.1. Hasar Prim Oranı (Net)

Şirketler için önemli bir orandır ve prim gelirlerinin hasarları karşılayabilecek yeterlilikte olup olmadığını gösterir (Bölükbaşı, Pamukçu, 2009, s.369). Bu oran sektör ortalamasından küçük olmalıdır.¹⁵ Araştırmada hasar prim oranı şu şekilde hesaplanmıştır; [Ödenen Hasarlar + Muallâk Hasarlar Karşılığında Değişim] / [Yazılan Primler –Kazanılmamış Primler Karşılığında Değişim]

¹⁵ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

Tablo 5. 17 Hasar Prim Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,86	0,83	0,77	0,71	0,81	0,64
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,78	0,82	0,74	0,76	0,82	0,73
AVİVA	0,68	0,70	0,74	0,82	0,89	1,06
GÜNEŞ	0,78	0,81	0,83	0,72	0,77	0,84
RAY	0,77	0,95	0,97	0,80	0,72	0,76
YAPI KREDİ	0,76	0,86	0,79	0,75	0,74	0,76
SEKTÖR ORTALAMASI	0,79	0,76	0,76	0,75	0,79	0,74

2008 yılında Aksigorta dışında tüm şirketlerin oranları sektör ortalamasından küçüktür. 2009 yılında sadece Aviva Sigorta ortalamasının altında, diğer tüm şirketler ortalamasının üzerindedir ve Ray Sigorta ortalamadan oldukça yüksek bir değere sahiptir. 2010 yılında ortalamadan küçük değerlere sahip olan şirketler Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Aviva Sigorta olurken, diğer şirketler ortalamasının üzerindedir ve yine Ray Sigorta ortalamadan oldukça yüksektir. 2011 yılında Güneş Sigorta ve Aksigorta sektör ortalamasından düşük, Anadolu Anonim Türk Sigorta, Aviva Sigorta ve Ray Sigorta ortalamadan yüksek, Yapı Kredi Sigorta ise ortalamayla aynı değere sahiptir. 2012 yılı değerlerine göre; Güneş Sigorta, Yapı Kredi Sigorta ve Ray Sigorta ortalamadan düşük, Aviva Sigorta, Aksigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketlerinin oranları ortalamadan yüksektir. 2013 yılında Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Aksigorta ortalamadan düşük değerlere, diğer şirketler ise ortalamadan yüksek değerlere sahiptir ve ayrıca Aviva Sigorta'ya ait oran ortalamasının oldukça üzerindedir.

5.4.3.4.2.Vergi Öncesi Kâr / Alınan Primler

Vergi Öncesi Kâr/Alınan Primler oranı şirketin vergi öncesi kârının alınan primlere oranlanması şeklinde hesaplanmaktadır. Şirketin kârlılığı konusunda bilgi veren bu oran sektör ortalamasından büyük olmalıdır.¹⁶

Tablo 5. 18 VÖK / Alınan Primler

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,07	0,04	0,01	0,03	0,05	0,12
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,12	0,05	0,03	0,00	-0,03	0,02
AVİVA	0,10	0,00	-0,09	-0,12	-0,16	-0,04
GÜNEŞ	0,02	-0,02	-0,04	0,03	-0,02	-0,05
RAY	0,00	-0,17	-0,11	0,00	0,01	0,02
YAPI KREDİ	0,11	-0,02	0,06	0,06	0,07	0,08
SEKTÖR ORTALAMASI	0,08	0,02	-0,01	0,00	0,04	0,04

¹⁶ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

Anadolu Anonim Türk Sigorta oranları 2008, 2009 ve 2010 yıllarında sektör ortalamalarının üzerinde, 2011 yılında sektörle aynı, 2012 ve 2013 yıllarında ise sektör ortalamasının altında değerlere sahiptir. Aviva Sigorta şirketi sadece 2008 yılında kâr elde edebilmiş, diğer yıllar ortalamasının altında kârlılık elde etmiştir. Yapı Kredi Sigorta sadece 2009 yılında zarar etmiş, kâr elde ettiği diğer yıllarda ortalamasının üzerinde oranlara sahip olmuştur. Aksigorta tüm dönemlerde kâr elde etmeyi başarmış, sadece 2008 yılında ortalamasının çok az altında bir değere ulaşmıştır. Güneş Sigorta 2008 ve 2011 yıllarında kâr etmiş, sadece 2011 yılında ortalamasının üzerine çıkabilmiş ve diğer yıllarda da zarar açıklamıştır. Ray Sigorta 2011 yılında sektör ortalamasıyla aynı değere sahipken, zararla kapattığı 2009 ve 2010 yılları da olmak üzere diğer yıllarda sektör ortalamasının altında kalmıştır.

5.4.3.4.3. Mali Kâr / Alınan Primler

Mali kârın (brüt) alınan primlere oranlanmasıyla elde edilen oran şirketlerin yatırımlarının kârlılığı hakkında bilgi vermektedir. Bu oran sektör ortalamasından büyük olmalıdır.¹⁷

Tablo 5. 19 Mali Kâr / Alınan Primler

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,10	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,04	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
AVİVA	0,02	-0,01	-0,01	0,00	-0,02	-0,01
GÜNEŞ	0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	0,00
RAY	0,00	-0,01	-0,02	0,01	-0,01	0,01
YAPI KREDİ	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00	0,02
SEKTÖR ORTALAMASI	0,04	0,02	0,01	0,01	0,00	0,01

İncelenen dönemde şirketlerin mali kârlarının yüksek olmadığı hatta bazı şirketlerin bazı yıllarda mali zarar ettikleri yukarıdaki tabloda görülmektedir. Şirketlerin sektör ortalamalarının üzerinde değerlere sahip oldukları yıllar sınırlıdır. 2008 yılında Aksigorta şirketi, 2009 yılında Aksigorta, 2012 yılında Aksigorta ve 2013 yılında Yapı Kredi Sigorta şirketleri sektör ortalamasının üzerinde değerlere sahiptir. Diğer şirketler genel itibariyle ortalamalara yakın değerlere sahiptirler ancak ortalamayı değeri geçememişlerdir.

¹⁷ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

5.4.3.4.4. Teknik Kâr / Alınan Primler

Teknik kâr rakamı sigorta şirketlerinin sigortacılık faaliyetlerinden sağlamış oldukları kârlılık rakamını ifade etmektedir. Bu kârın bilanço içindeki payı şirketlerin kârlılığının ne kadarının asli sigortacılık faaliyetine dayandığı konusunda fikir verecektir (Dumanoğlu, Gedikoğlu, 2004, s.127). Bu oran sektör ortalamasından büyük olmalıdır.¹⁸

Tablo 5. 20 Teknik Kâr / Alınan Primler

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,00	0,02	0,03	0,03	0,04	0,07
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,08	0,04	0,03	-0,01	-0,03	0,04
AVIVA	0,09	0,00	-0,09	-0,14	-0,17	-0,04
GÜNEŞ	0,02	-0,02	-0,01	0,02	0,00	-0,03
RAY	0,01	-0,13	-0,08	0,01	0,03	0,04
YAPI KREDİ	0,08	-0,04	0,06	0,06	0,07	0,05
SEKTÖR ORTALAMASI	0,04	0,01	0,00	0,00	-0,04	0,04

Şirketlerin Teknik Kâr/Alınan Primler oranları incelendiğinde, Aksigorta'nın teknik kârlılığının yıllar itibariyle artış gösterdiği, 2008 yılı dışındaki yıllarda ortalamanın üzerinde değere sahip olmadığı görülmektedir. Anadolu Anonim Türk Sigorta 2008, 2009 ve 2010 yıllarında ortalama değer üzerinde, 2011 ve 2012 yıllarında ortalamanın altında 2013 yılında da ortalama değerle eşit değere sahiptir. Şirketin teknik kârlılığında 2009-2012 yılları arası düşüş yaşanmış 2013 yılında yükselişe geçilmiştir. Aviva Sigorta 2008 yılında en yüksek teknik kârlılığa sahipken 2010 yılında itibaren en düşük kârlılığa sahip olan şirket olmuştur ve 2008 yılı dışındaki yıllarda sektör ortalamasının oldukça altında kalmıştır. Dönem içerisinde Güneş Sigortanın teknik kârlılığında dalgalanmalar yaşanmış ve 2011 ile 2012 yılları dışında ortalamanın altında değerlere sahip olmuştur. Ray Sigorta 2008 yılında ortalama değer altında, teknik zarar elde ettiği 2009 ve 2010 yıllarında da yine ortalamanın altında, 2011 ve 2012 yıllarında ortalamanın üzerinde 2013 yılında ise ortalama ile aynı değere sahiptir. Yapı Kredi Sigorta teknik zarar elde ettiği 2009 yılı dışındaki yıllarda ortalama değer üzerinde yer almış ve en iyi teknik kârlılığa sahip şirket olmuştur.

¹⁸ Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge

5.4.3.5. Piyasa Performans Oranları

Araştırmanın bu bölümünde sigorta şirketlerinin 2008-2013 yılları arasındaki döneme ait özet finansal bilgilerini içeren şirket bazlı tablolar hazırlanmıştır ve bu tablolar tezin ekler kısmında sunulmuştur.¹⁹ Bu tablolarda yer alan bilgiler aracılığıyla şirketlerin piyasa performans oranları hesaplanmıştır. Hesaplaması yapılan bu oranlar Piyasa Değer/Defter Değeri Oranı, Fiyat Kazanç Oranı ve Pay Başına Kâr Oranlarıdır.

5.4.3.5.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı pay senedinin piyasa değerinin defter değerinin kaç katı olduğunun belirlenmesini sağlar. Bu oranın 1'in altında veya sektör ortalamasının altında olması durumlarına göre pay senedi fiyatının ıskontolu olduğu ifade edilmektedir.

Tablo 5. 21 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,49	0,60	1,89	1,24	1,57	1,53
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,54	0,71	0,80	0,56	0,76	0,73
AVİVA	3,38	4,98	10,67	8,85	7,68	8,38
GÜNEŞ	0,85	1,58	1,32	1,00	1,09	0,87
RAY	1,61	5,04	4,87	2,09	1,83	1,36
YAPI KREDİ	1,15	2,95	3,42	2,78	4,37	4,88
ORTALAMA	1,34	2,64	3,83	2,75	2,88	2,96

Şirketlerin yukarıdaki tabloda yer alan PD/DD oranları ortalamalar baz alınarak incelendiğinde; Aksigorta, Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Güneş Sigorta şirketlerinin bütün dönem boyunca ortalamadan daha küçük değerlere sahip oldukları söylenebilir. Aviva Sigorta şirketi yıllar boyunca diğer şirketlere göre oldukça büyük değerlere sahiptir. Ray Sigorta'nın 2008, 2009 ve 2010 yıllarında ortalamadan büyük, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında ise ortalamaya göre küçük ve ıskontolu değerlere sahip olduğu görülmektedir. Yapı Kredi Sigorta şirketinin PD/DD oranları 2008 ve 2010 yıllarında ortalamadan küçük, 2009, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında ortalama değerden büyüktür.

¹⁹ Özet finansal bilgileri içeren tablolarda yer alan hisse kapanış fiyatları <http://www.borsaisistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/hisse-senedi-bazinda-veriler> adresinden alınmıştır.

5.4.3.5.2. Pay Başına Kazanç Oranı

Pay başına kazanç oranı şirketin dönem net kârının şirketin toplam pay senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanan bu oranın yüksek çıkması arzu edilen bir durumdur.

Tablo 5. 22 Pay Başına Kazanç Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,170	0,114	0,005	0,105	0,159	0,522
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,336	0,113	0,075	0,008	-0,128	0,135
AVİVA	0,394	-0,028	-0,345	-0,468	-0,373	-0,066
GÜNEŞ	0,074	-0,112	-0,216	0,148	-0,133	-0,358
RAY	0,008	-0,439	-0,209	0,002	0,023	0,053
YAPI KREDİ	0,680	-0,149	0,532	0,690	0,743	0,863
ORTALAMA	0,277	-0,084	-0,026	0,081	0,049	0,192

Yıllar itibariyle şirketlerin pay başına kazanç oranları incelendiğinde 2008 yılında tüm şirketlerin kâr ettiği ve ortalamanın artı değerinde olduğu, 2009 yılında Aksigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta'nın dışındaki şirketlerin zarar ettiği ve ortalama değer ineksiye düştüğü görülmektedir. 2010 yılında da yine Aksigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta'nın dışındaki şirketler zarar etmiş ve ortalama değer ineksiye düşmüştür. 2011 yılında Aviva Sigorta dışındaki şirketlerin kâr elde etmesiyle ortalama değer tekrardan artıya geçmiştir. 2012 yılında üç şirket zarar üç şirket ise kâr elde ederken zarar eden şirketlerin ve Ray Sigorta'nın değeri ortalama değer in altında kalmıştır. 2013 yılı ise Aviva ve Güneş Sigorta'nın zarar diğer şirketlerin kâr açıkladığı, ve ortalama değer in pozitif olduğu bir yıl olmuştur.

5.4.3.5.3. Fiyat / Kazanç Oranı

Pay senedinin piyasa değerinin pay başına kazanç bölünmesiyle hesaplanan ve yatırım yapılan pay senedine karşılık ne oranda kazanç elde edilebileceği hakkında bilgi veren fiyat kazanç oranının düşük olması arzu edilir.

Tablo 5. 23 Fiyat / Kazanç Oranı

ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	16,84	45,51	474,75	15,57	13,71	5,11
ANADOLU ANONİM TÜRK	2,77	11,91	18,11	97,08	-----	9,86
AVİVA	19,69	-----	-----	-----	-----	-----
GÜNEŞ	17,60	-----	-----	12,49	-----	-----
RAY	155,30	-----	-----	531,79	44,07	15,61
YAPI KREDİ	6,50	-----	26,51	17,83	22,09	25,49

İncelenen dönemde zarar elde eden şirketlerin fiyat kazanç oranlarını hesaplamının anlam ifade etmemesinden dolayı bu oranlara yukarıdaki tabloda yer verilmemiştir. Zarar eden şirketler ve oranlar arasındaki farklar dikkate alındığında baz alınacak ortalama veya standart değerlerin olmaması nedeniyle şirketlerin fiyat kazanç oranlarının açıklanması anlamlı olmamaktadır.

5.4.4. Sigorta Şirketlerinin Piyasa Performans Oranlarıyla Değerlemesi

Araştırmanın bu bölümünde oran analizi yoluyla finansal durumu ortaya konulan sigorta şirketlerinin pay senetlerinin değerlendirilmesi borsa performans oranları olan piyasa değeri/defter değeri ve fiyat/kazanç çarpanları kullanılarak yapılmıştır.

Tablo 5. 24 Piyasa Değeri / Defter Değeri ve Fiyat / Kazanç Çarpanları

PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ ÇARPANLARI						
ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	0,49	0,60	1,89	1,24	1,57	1,53
ANADOLU ANONİM TÜRK	0,54	0,71	0,80	0,56	0,76	0,73
AVİVA	3,38	4,98	10,67	8,85	7,68	8,38
GÜNEŞ	0,85	1,58	1,32	1,00	1,09	0,87
RAY	1,61	5,04	4,87	2,09	1,83	1,36
YAPI KREDİ	1,15	2,95	3,42	2,78	4,37	4,88
MEDYAN	1,00	2,27	2,66	1,67	1,70	1,45
ORTALAMA	1,34	2,64	3,83	2,75	2,88	2,96
FİYAT / KAZANÇ ÇARPANLARI						
ŞİRKET ADI	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AKSİGORTA	16,84	45,51	474,75	15,57	13,71	5,11
ANADOLU ANONİM TÜRK	2,77	11,91	18,11	97,08	*	9,86
AVİVA	19,69	*	*	*	*	*
GÜNEŞ	17,60	*	*	12,49	*	*
RAY	155,30	*	*	531,78	44,07	15,61
YAPI KREDİ	6,50	*	26,51	17,83	22,09	25,49
MEDYAN	17,22	28,71	26,51	17,83	22,09	12,74
ORTALAMA	36,45	28,71	173,12	134,95	26,62	14,02

* Uygulanmaz

Borsa İstanbul'da işlem gören sigorta şirketlerinin piyasa performans oranları ve bu oranlarla oluşturulan sektöre ait medyan ve ortalama cinsinden değerler yukarıdaki

tabloda yer almaktadır. Şirketlerin zarar elde ettiği yıllarda fiyat/kazanç çarpanları hesaplanmamış ve tabloya dâhil edilmemiştir. Tablo incelendiğinde oranlar arasında uç değerler olduğu görülmektedir, bu uç değerler pay senetlerinin değerlemesinde kullanıldığında yanıltıcı olabilmektedir ve bu yüzden çalışmada pay senetlerini değerlemede medyan değerleri kullanılmıştır. Akgüç'e göre aynı endüstri kolunda birbiriyle karşılaştırılabilir işletmelerin oranlarının basit aritmetik ortalamasının alınması ile o endüstri için standart oranlar hesaplanabilir. İşletmelerin aynı nitelikteki oranlarından bir seri oluşturulur ve bu serinin aritmetik ortalaması alınır. Eğer alınan örnekte aşırı hallerin varlığı nedeniyle standart sapma büyükse, bu durumda alınacak aritmetik ortalama anlamını büyük ölçüde yitirir. Alınan örnekte ortalamaya kıyasla sapma oranı büyükse, aynı nitelikteki oranların aritmetik ortalaması yerine medyanın bulunması daha doğru olur (Akgüç, 2011, s.519). Ortalamalar uç değerlerin oluşturduğu farkın görülebilmesi için tabloya eklenmiştir. Medyan hesaplaması yapılırken oranlar küçükten büyüğe doğru sıralanmış ikinci ve üçüncü sıradaki rakamların aritmetik ortalaması alınmıştır. Örneğin 2013 yılı fiyat/kazanç oranı medyan hesaplaması; $5,11 - 9,86 - 15,61 - 25,49 = [(9,86+15,61)/2] = 12,74$ şeklinde yapılmıştır.

Tablo 5. 25 Aksigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	$0,170*17,22$ = 2,92	$0,114*28,71$ = 3,27	$0,005*26,51$ = 0,13	$0,105*17,83$ = 1,87	$0,159*22,09$ = 3,51	$0,522*12,74$ = 6,65
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	$5,87*1,00$ = 5,87	$8,72*2,27$ = 19,79	$1,21*2,66$ = 3,21	$1,32*1,67$ = 2,20	$1,38*1,70$ = 2,34	$1,74*1,45$ = 2,52
Ortalama Pay Değeri	4,39	11,53	1,67	2,03	2,92	4,58
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	2,86	5,20	2,29	1,63	2,18	2,67

Aksigorta şirketinin pay senedinin 2008 yılı kapanış fiyatı 2,86 TL'dir. Piyasa çarpanlarına göre değerlendirme yapıldığında ise pay senedinin değeri 4,39 olarak bulunmuştur. 2009 yılında şirketin ait pay senedi yılsonunda 5,20 TL'den kapanmış, değerlendirme sonucu ise fiyat 11,53 TL olarak tespit edilmiştir. 2010 yılında 2,29 TL'den kapanış yapan pay senedinin değeri 1,67 TL olarak bulunmuştur. Şirket pay senedi 2011 yılı kapanış fiyatı 1,63 TL iken değerlendirme sonucu pay değeri 2,03 TL olarak

bulunmuştur. Pay senedinin 2012 yılı kapanış fiyatı 2,18 TL ve değerlendirme sonucu tespit edilen fiyatı 2,92 TL'dir. Son olarak 2013 yılında kapanış fiyatı 2,67 TL olan Aksigorta şirketi pay senedinin değeri yapılan değerlendirme sonucu 4,58 TL olarak tespit edilmiştir.

Tablo 5. 26 Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	0,336*17,22 = 5,78	0,113*28,71 = 3,24	0,075*26,51 = 1,98	0,008*17,83 = 0,14	*	0,135*12,74 = 1,71
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	1,74*1,00 = 1,74	1,90*2,27 = 4,31	1,70*2,66 = 4,52	1,41*1,67 = 1,90	1,51*1,70 = 2,56	1,83*1,45 = 2,65
Ortalama Pay Değeri	3,76	3,77	3,25	1,02	*	2,18
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	0,93	1,35	1,36	0,79	1,15	1,33

* Uygulanmaz

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin yapılan değerlendirme sonucunda 2008 yılı pay değeri 3,76 TL bulunmuştur ve payın aynı yıl kapanış fiyatı ise 0,93 TL'dir. 2009 yılında 3,77 TL değer biçilen pay yılı 1,35 TL'den kapatmıştır. Şirketin 2010 yılında pay kapanış fiyatı 1,36 TL iken değerlendirmeyle paya biçilen değer 3,25 TL'dir. 2011 yılsonu kapanış fiyatı 0,79 TL olan şirket payının değeri 1,02 TL olarak bulunmuştur. 2012 yılında payın kapanış fiyatı 1,15 TL'dir ve şirket zarar elde ettiği için sadece PD/DD çarpanına göre değerlendirme yapılmış ve 2,56 TL'lik değer saptanmıştır. Şirketin 2013 yılında pay kapanış fiyatı 1,33 TL ve şirket payına biçilen değer 2,18 TL'dir.

Tablo 5. 27 Aviva Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	0,394*17,22 = 6,78	*	*	*	*	*
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	2,29*1,00 = 2,29	1,38*2,27 = 3,13	1,01*2,66 = 2,68	1,02*1,67 = 1,70	0,53*1,70 = 0,90	0,46*1,45 = 0,66
Ortalama Pay Değeri	4,53	*	*	*	*	*
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	7,75	6,85	10,80	8,98	4,09	3,85

* Uygulanmaz

Aviva Sigorta'nın pay senedi kapanış ve değerlendirme sonucu oluşan pay fiyatları yıllar itibariyle şöyledir; şirketin 2008 yılında pay kapanış fiyatı 7,75 TL iken değerlendirme ile bulunan fiyat 4,53 TL'dir. 2008 yılından sonraki yıllarda şirket zarar etmiştir ve bu nedenle sadece PD/DD çarpanına göre değerlendirme yapılmıştır. 2009 yılında kapanış fiyatı 6,85 TL olan şirket payının değerlendirme ile bulunan fiyatı 3,13 TL'dir. Yılsonu kapanış fiyatı 2010 yılında 10,80 TL olan payın değerlendirme sonucu fiyatı 2,68 TL olarak tespit edilmiştir. 2011 yılı değerlendirme fiyatı 1,70 TL olarak tespit edilen payın yılsonu kapanış fiyatı 8,98 TL'dir. 2012 yılında kapanış fiyatı 4,09 TL olan şirket payının değerlendirme sonucu bulunan değeri 0,90 TL olmuştur. 2013 yılı kapanış fiyatı 3,85 TL olan pay senedinin değerlendirmeyle tespit edilen değeri 0,66 TL'dir.

Tablo 5. 28 Güneş Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	0,074*17,22 = 1,27	*	*	0,148*17,83 = 2,63	*	*
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	1,53*1,00 = 1,53	1,33*2,27 = 3,55	1,62*2,66 = 4,30	1,86*1,67 = 3,10	2,05*1,70 = 3,48	2,23*1,45 = 3,23
Ortalama Pay Değeri	1,40	*	*	2,86	*	*
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	1,30	2,10	2,13	1,85	2,24	1,95

* Uygulanmaz

Güneş Sigorta şirketi 2009, 2010, 2012 ve 2013 yıllarında zarar açıkladığı için değerlendirme sonuçları bu yıllarda PD/DD çarpanı dikkate alınarak yukarıdaki tabloya dâhil edilmiştir. Güneş Sigorta şirket payının kapanış fiyatı 2008 yılında 1,40 TL iken değerlendirme sonucu pay senedine 1,30 TL fiyat biçilmiştir. 2009 yılında kapanış fiyatı 2,10 TL olan şirket payının değerlendirme sonunda bulunan fiyatı 3,55 TL'dir. 2010 yılında kapanış fiyatı 2,13 TL olan payın değerlendirme sonunda tespit edilen fiyatı 4,30 TL'dir. 2011 yılında payın yılsonu kapanış fiyatı 1,85 TL iken değerlendirmeyle tespit edilen fiyatı 2,86 TL olmuştur. Payın 2012 yılında kapanış fiyatı 2,24 TL iken değerlendirme sonucu fiyat 3,48 TL bulunmuştur. Güneş Sigorta şirketinin pay kapanış fiyatı 2013 yılı sonunda 1,95 TL iken değerlendirme sonunda bulunan fiyat 3,23 TL'dir.

Tablo 5. 29 Ray Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	0,008*17,22 = 0,13	*	*	0,002*17,83 = 0,03	0,023*22,09 = 0,50	0,053*12,74 = 0,67
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	0,81*1,00 = 0,81	0,41*2,27 = 0,93	0,38*2,66 = 1,01	0,53*1,67 = 0,88	0,55*1,70 = 0,93	0,60*1,45 = 0,87
Ortalama Pay Değeri	0,47	0,93	1,01	0,45	0,71	0,77
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	1,30	2,07	1,83	1,11	1,01	0,82

* Uygulanmaz

Ray Sigorta şirketi 2009 ve 2010 yıllarında zarar elde etmiştir. Bu nedenle şirkete ait değerlemeler bu yıllar için sadece PD/DD çarpanıyla yapılmıştır. Şirket payının 2008 yılı için yapılan değerlemesinde pay fiyatı 0,47 TL olarak tespit edilirken, bu yılki pay kapanış fiyatı 1,30 TL'dir. 2009 yılı için yapılan değerlemede pay fiyatı 0,93 TL olarak belirlenirken payın kapanış fiyatı 2,07 TL olmuştur. 2010 yılında değerlemeyle belirlenen pay fiyatı 1,01 TL iken, payın kapanış fiyatı 1,83 TL'dir. Pay senedinin 2011 yılında değerlendirme ile bulunan fiyatı 0,45 TL iken, kapanış fiyatı 1,11 TL olmuştur. 2012 yılın için yapılan değerlemede şirket payı için tespit edilen fiyat 0,71 TL iken, aynı yıl payın yılsonu kapanış fiyatı 1,01 TL olmuştur. 2013 yılında Ray Sigorta şirketinin pay senedi fiyatı yapılan değerlemede 0,77 TL olarak tespit edilirken yılsonu kapanış fiyatı 0,82 TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 5. 30 Yapı Kredi Sigorta Şirketi Pay Başına Değer Hesaplama Tablosu

F/K	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Çarpanına Göre Pay Değeri	0,680*17,22 = 11,70	*	0,532*26,51 = 14,10	0,690*17,83 = 12,30	0,743*22,09 = 16,41	0,863*12,74 = 10,99
PD/DD Çarpanına Göre Pay Değeri	3,84*1,00 = 3,84	3,62*2,27 = 8,21	4,13*2,66 = 10,98	4,42*1,67 = 7,38	3,76*1,70 = 6,39	4,51*1,45 = 6,53
Ortalama Pay Değeri	7,77	8,21	12,54	9,84	11,40	8,76
Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	4,42	10,70	14,10	12,30	16,40	22,00

* Uygulanmaz

Yapı Kredi Sigorta şirketinin pay senedinin 2008 yılında değerlendirme ile tespit edilen fiyatı 7,77 TL iken yılsonu kapanış fiyatı 4,42 TL'dir. 2009 yılında şirket zarar

elde etmiş olduğundan bu yıl değerlendirme PD/DD çarpanına göre yapılmıştır ve payın değerlendirme fiyatı 8,21 TL olarak tespit edilirken payın kapanış fiyatı 10,70 TL olmuştur. 2010 yılında pay senedinin değerlendirmeyle bulunan fiyatı 12,54 TL iken, kapanış fiyatı 14,10 TL'dir. Pay senedinin 2011 yılında kapanış fiyatı 12,30 TL, değerlendirme sonucu belirlenen fiyatı ise 9,84 TL olmuştur. 2012 yılında kapanış fiyatı 16,40 TL olarak gerçekleşen pay senedinin değerlendirme fiyatı 11,40 TL olarak belirlenirken, 2013 yılında payın kapanış fiyatı 22 TL, değerlendirme sonucu tespit edilen fiyatı ise 8,76 TL'dir.

5.4.5. Araştırma Sonuçları

Dünya ekonomisinin 2008-2013 yılları arasındaki dönemde gündemini küresel ekonomik krizin yarattığı belirsizlikler ve Avro bölgesinde meydana gelen sorunlar oluşturmuştur. 2007 yılı sonlarına doğru etkisi hissedilmeye başlayan ve 2008 yılında patlak veren krizin, 2009 yılı için yapılan ekonomik öngörülerin ülke ekonomilerinde durgunluk ve eksi büyüme yaşanacağı yönünde olmasına neden olmuştur. 2009 yılında dünya genelinde yaşanan olumsuz gelişmelerin 2010 yılında düzelmeye başlayacağı ve ülke ekonomilerinin toparlanmaya gireceği beklentileri hâkim olmuştur. 2010 yılı için ortaya konan öngörüler nispeten gerçekleşmiş ve piyasalarda toparlanma meydana gelmiştir. 2010 yılında Avrupa Birliği'ni ülkelerini etkileyen ve Yunanistan'da meydana gelen borç krizine rağmen 2011 yılı dünya geneli için beklentiler genel olarak büyümenin küçük de olsa olacağı yönündedir. 2011 yılında dünya genelinde oluşan risk algısı ekonomik büyümeyi yavaşlatmıştır ve bu durumun etkisiyle 2012 yılında ekonomik büyüme geçen yıla göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. 2013 yılı ABD ekonomisinde yaşanan gelişmelerin dünya genelinde büyümeye olumlu katkı sağlayacağı düşüncesinin olduğu ancak işsizliğin birçok ekonomide önemli bir sorun teşkil ettiği ve büyüme rakamlarının ve tahminlerin ve 2012 yılının gerisinde kalarak gerçekleştiği bir yıl olmuştur. 2014 yılına ilişkin beklentiler ekonominin 2013 yılından daha fazla büyüyeceği, ABD ekonomisinin kalıcı ve hızlı bir büyümeye kavuşacağı, doların daha güçlü bir konuma geleceği şeklindedir.

İncelenen dönemde ekonomik göstergeler üzerinden, Türkiye ekonomisini yıllar itibariyle değerlendirmek gerekirse; 2008 yılında ekonomide ortaya çıkan enflasyon, büyüme ve faiz oranlarına bakıldığında 2009 yılı için pay senetlerine yatırım yapmanın oldukça riskli olduğu görülmektedir. 2009 yılında derinleşen ekonomik kriz Türkiye ekonomisini önemli ölçüde etkilemiştir. Aynı yıl ihracat miktarı oldukça düşük

gerçekleşmiş, büyüme rakamları negatife dönmüş ve birçok firma zarar elde etmiştir. Ekonomik ortamın bu şekilde devam edebileceği varsayıldığında pay senetlerine yatırım yapmanın 2010 yılı için uygun olmayacağı sonucuna varılmasına rağmen piyasa ya 2010 yılı için olumlu büyüme beklentileri hâkim olmuştur. 2010 yılında yüksek oranda gerçekleşen ekonomik büyümeye gerileyen faiz ve enflasyon oranları eşlik etmiştir. 2010 yılında 2011 yılına ilişkin beklentiler; büyüme oranlarında gerileme olacağı ancak piyasalarda iyimser havanın süreceği yönündedir. Ekonomik göstergeler ve beklentiler 2011 yılında pay senetlerine yatırım yapmanın oldukça uygun olacağını göstermektedir. 2011 yılında büyüme oranları beklentilerin üzerinde ancak önceki yılın gerisinde kalmış, enflasyon oranı yükselirken işsizlik rakamlarında ve bütçe açıklarında düşüş yaşanmıştır. Pay senetlerine yatırım açısından 2011 yılı ekonomik göstergeleri ve 2012 yılına ilişkin beklentiler değerlendirildiğinde 2012 yılının yatırım yapmak için uygun bir yıl olabileceği söylenebilir. 2012 yılı için ekonomik beklentiler büyümenin düşeceği yönündedir ve 2012 yılında büyüme hızı sert bir şekilde düşüş göstermiş, enflasyon önemli ölçüde gerilemiştir. 2012 yılı ekonomik göstergeleri ve beklentilerine göre 2013 yılında pay senetlerine yatırım yapılabileceği söylenebilir. 2013 yılında büyüme rakamları beklentilerin ve geçen yılın üzerinde gerçekleşirken faiz oranında düşüş yaşanmış ve enflasyon artış göstermiştir. Türkiye’de yapılacak seçimler ile Amerikan Merkez Bankasının parasal genişlemeyi azaltma beklentisi 2014 yılında ekonominin dalgalı bir seyir izleyeceği beklentisi oluşturmaktadır. Bu ekonomik göstergelerin, beklentilerin ve seçimlerin pay senedi piyasalarına 2014 yılında nasıl yansıtacağı göz önünde bulundurularak yatırım kararı verilmelidir.

Temel analizin ikinci aşaması olan sektör analizinde, sigorta sektörünün dünyada ve Türkiye’de dönem içerisindeki durumunu ortaya koymak için sektörel verilere yer verilmiştir. Bu verilere dayalı olarak sigorta sektörü için oluşturulan değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

Dünya sigorta sektöründe üretilen prim miktarları incelendiğinde küresel krizin bu sektörü de önemli ölçüde etkilediği görülmektedir. 2008 ve 2009 yıllarında dünya toplam prim üretimi krizin etkisiyle negatif şekilde büyürken 2010 yılında prim üretiminde pozitif büyümeye dönmüş, 2011 yılında tekrardan negatif büyüme gerçekleşmiştir. 2012 ve 2013 yıllarında ise toplam prim üretiminde büyüme rakamları pozitif dönmüştür. Dünya sigorta sektöründe prim üretiminin büyük çoğunluğunu gelişmiş ülkeler gerçekleştirmektedir ve bu ülkelerin prim üretiminin GSYİH’ ya oranı diğer ülkelere göre oldukça yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde sigorta bilinci tam

anlamıyla gelişmemiştir ve sigorta şirketleri için bu durumdaki ülke piyasaları yatırım adına fırsatlar sunmaktadır. Dünya genelinde, gelişen ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru sigortacılık yatırımlarının ve sektöre olan ilginin arttığı görülmektedir. Dönem içerisindeki mevcut görünüme göre gelişmekte olan ülkelerde sigorta sektöründe faaliyet gösteren firmalara yatırım yapmak uygun olacaktır.

Türkiye’de sigorta sektörü yıllar itibariyle gelişme göstermektedir. Sektörde yaşanan gelişmeyi en iyi gösteren tablo ülkemizde üretilen toplam prim tutarlarıdır. 2008 yılından 2013 yılına kadar üretilen toplam prim miktarında cari olarak artış yaşanmıştır. Toplam prim üretiminden reasürans payının düşülmesiyle elde edilen direkt prim üretimi de aynı şekilde artmıştır. Sektördeki büyümeyi ifade eden direkt primin reel artış oranı 2008 yılında küresel finansal krizin etkisiyle negatif olmuş 2009 yılından 2012 yılına kadar büyüme artış göstermiş ve 2012 yılında önceki yıla göre bir miktar düşüş yaşanmıştır. 2013 yılında ise sektördeki prim üretiminde büyüme %15 ‘e yaklaşmıştır. Dönem içerisinde prim üretiminin GSYİH’ye oranı dünya geneliyle kıyaslandığında düşük düzeydedir ancak bu oranda da yıllar itibariyle artış yaşanmıştır. Türkiye’de sigorta sektörünün mali sağlamlığını ve ekonomiye olan katkısını verilen teminat miktarlarındaki artışlardan ve büyüklükten anlamak mümkündür. Yabancı sermayenin toplam sermaye içerisindeki payı 2008 yılında %50 civarındayken 2013 yılında %70’in üzerindedir. Yabancı sermaye payında meydana gelen bu önemli artış ülkemizde sektöre yatırım yapmanın cazip olduğunun bir göstergesi şeklinde yorumlanabilir.

Temel analizin üçüncü aşamasında şirketlerin finansal verileri oran analizi yöntemiyle incelenmiş ve elde edilen oranlar ait oldukları grup içerisinde şirket ve yıl bazında aşağıda değerlendirilmiştir.

Aksigorta şirketinin sermaye yeterliliğine ilişkin oranlar incelendiğinde mali yapısının iyi olduğu söylenebilir. Şirket varlıklarının finanse edilmesinde şirket sahiplerinin payı 2008 ve 2009 yıllarında oldukça yüksek iken, ileriki yıllarda sektör ortalamalarına yaklaşmıştır ve ayrıca şirket yıllar itibariyle uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanmayacaktır. Aktif kalitesi ve likiditeye ilişkin oranlar incelendiğinde şirketin 2009 yılı dışında ortalamaya yakın likit bir aktif yapısına sahip olduğu, cari oranlarının 2008 yılı dışında standart değerinin altında seyrettiği, likidite oranlarının ise 2008, 2009 ve 2013 yıllarında standart değerinin üstünde, diğer yıllarda ise altında olduğu görülmektedir. Prim ve reasürans alacaklarının aktif toplamı içerisindeki payı 2010 ve 2011 yıllarında ortalamasının oldukça üzerindedir ve bu durum

şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanabileceğini göstermektedir. Faaliyet oranlarına bakıldığında şirketin yıllar itibariyle meydana gelen hasarları ödemede iyi durumda olduğu söylenebilir. Kârlılık oranları incelendiğinde şirketin altı yıllık dönemde her yıl kâr elde eden tek şirket olduğu görülmektedir. Teknik kârlılık oranlarının 2008 yılında sektör ortalamasının altında, 2009 yılından itibaren her yıl ortalamanın üzerinde olduğu ve 2013 yılında şirketin en yüksek teknik kârlılığa sahip olan şirket olduğu görülmektedir. 2010 ve 2011 yıllarında mali kârlılığı ortalamaya eşit olan şirketin değerleri diğer yıllar ortalamasının üzerinde yer alarak mali kârlılığı iyi bir tablo çizmiştir.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin sermaye yapısı itibariyle herhangi bir finansal riskle karşılaşması beklenmemektedir. Şirket uzun vadeli yükümlülüklerini karşılamada zorluğa düşmeden yerine getirebilecek durumdadır. Şirketin likit aktiflerinin aktif toplamına oranı 2008 ve 2009 yıllarında sektörün üzerinde diğer yıllarda sektör ortalamasının altında olsa da likit bir aktif yapısına sahip olduğu söylenebilir. Dönem boyunca şirketin cari oran değerleri standardın altında, likidite oranları ise 2008 ve 2009 yılları dışında standart değerinin altındadır ve genel olarak şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada zorlanmayacağı söylenebilir. Şirket yıllar itibariyle meydana gelen hasarları ödemede sektör ortalamasının üzerinde oranlara sahiptir. 2008 yılında en yüksek kârlılığa sahip olan şirket sadece 2012 yılında zarar etmiştir. Kârlılık oranları 2008, 2009 ve 2010 yıllarında ortalamaların üzerinde iken, 2011 yılından itibaren düşmüştür. 2011 ve 2012 yıllarında teknik zarar açıklayan şirket diğer yıllarda teknik kâr açıklamış 2009 yılında en yüksek teknik kârlılığa sahip şirket olmuştur. Hasar prim oranı 2008 ve 2013 yıllarında ortalama değerinin altında yer alırken diğer yıllar ortalamasının üzerinde olmasına rağmen teknik kârlılığı önemli şekilde etkileyen bir durum söz konusu değildir.

Aviva Sigorta şirketinin bu dönem içerisinde sermaye yapısının güçlendirilmesi gerekmektedir. Özkaynakları varlıklarının oldukça düşük bir kısmını finanse edebilmiştir. Şirketin uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanacağı bir durumdan bahsedilebilir. Şirketin likit bir aktif yapısına sahip olduğu söylenebilir. Şirketin 2008 yılı dışında likidite oranları, tüm yıllarda da cari oranları standart değerinin altındadır ancak şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada zora düşeceği düşünülmemektedir. Şirketin meydana gelen hasarları ödeme oranı dönem boyunca ortalamasının altında kalmış ve hasarların ödemesi düşük miktarda gerçekleşmiştir. Bu durum ödemelerin gelecek yıllara devretmesi anlamına gelir ve bu şirket için olumsuz

bir duruma neden olur. Şirketin hasar prim oranı 2008, 2009 ve 2010 yıllarında ortalama değerin altında, 2011 ve 2012 yıllarında ortalamanın üzerinde, 2013 yılında ise oldukça üzerindedir. Hasar prim oranlarının yüksek olması teknik kârlılık üzerinde olumsuz etki yapmıştır. 2008 yılında en yüksek teknik kârlılığa sahip iken 2010, 2011 ve 2012 yıllarında en düşük teknik kârlılığa sahip şirket olmuştur.

Güneş Sigorta şirketinin sermaye yeterliliğine ilişkin oranlar incelendiğinde 2008 ve 2009 yıllarında hem özkaynaklar/aktif toplamı oranı hem de özkaynaklar/teknik karşılıklar oranları ortalama değerlerin oldukça altındadır ve şirket özkaynaklarını arttırmalıdır. Bu durum şirketin bu yıllarda sermaye yapısının oldukça zayıf olduğunu ve uzun vadeli yükümlülüklerini karşılamada zorlanabileceğini göstermektedir. Sonraki yıllarda şirketin sermaye yapısı oranları ortalamanın üzerinde veya yakınında seyretmeye başlamasıyla güçlenmeye başlamıştır. Şirketin aktif kalitesi ve likiditeye ilişkin oranları yıllar itibarıyla incelendiğinde oldukça düşük oranda bir likit yapısının olduğu, likidite oranlarının ve cari oranların standart değerlerin çok altında olduğu görülmektedir. Prim ve reasürans alacakları/aktif toplamı oranı da tüm yıllarda ortalama yüksek olan şirketin bu durumu kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada zorlanabileceği şeklinde yorumlanabilir. Şirketin oluşan hasarları ödeme oranı 2008 ve 2009 yılları dışındaki yıllarda ortalamanın altında kalmıştır. Kârlılık oranları incelendiğinde şirketin 2008 ve 2011 yıllarında kâr, diğer yıllarda ise zarar ettiği görülmektedir ve sadece 2011 yılı ortalamanın üzerinde kâr elde ettiği yıl olmuştur. 2010, 2012 ve 2013 yıllarında mali zarar açıklayan şirket sadece 2011 yılında ortalamanın üzerinde mali kârlılığa sahiptir. 2009, 2010 ve 2013 yıllarında teknik zarar açıklayan şirketin sadece 2011 yılında ortalama geçebildiği görülmektedir.

Ray Sigorta şirketinin alınan primler/özkaynaklar oranı 2008, 2009 ve 2010 yıllarında üst değerin oldukça üzerindedir ve bu durum şirketin finansal riskini arttırmıştır. Sonraki yıllarda oran üst değerin altına düşmüştür. Özkaynakların aktif toplamı içerisindeki oranı 2012 yılı dışında sektör ortalamalarının altında kalmıştır. 2008, 2009 ve yıllarında bu oran oldukça düşmüştür. Şirketin büyük oranda yabancı kaynak kullanımını tercih etmesi yeni yabancı kaynak bulmasını ve uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirmesini zorlaştırabilecektir. Şirketin likidite oranları tüm yıllarda standart değerin altında kalmıştır. 2011 yılına gelinceye kadar düşük olan likidite oranları bu yılla birlikte yükselmeye başlamıştır. Prim ve reasürans alacaklarının aktif toplamına oranı tüm yıllar boyunca ortalamalardan yüksek olmuştur. Bu durum şirketin alacaklarının aktif varlıkları içerisinde yüksek oranda olduğunu ve bu

alacakların tahsil edilememesi durumunda kısa vadeli yükümlülükleri yerine getirmede zorlanabileceğine işaret etmektedir. Meydana gelen hasarların ödenme durumunu gösteren tazminat tediye oranı tüm yıllarda ortalamaların altında kalmıştır. Kârlılık oranları incelendiğinde şirketin 2009 ve 2010 yıllarında zarar diğer yıllarda ise kâr elde ettiği görülmektedir. Bütün yıllarda mali zarar elde eden şirketin mali kârlılığı her yıl ortalamanın altında kalmıştır. Bu sonuca göre şirketin etkili bir portföy yönetimi gerçekleştiremediği söylenebilir. 2009 yılında teknik zarar eden ve şirketler arasında en düşük teknik kârlılığa sahip olan şirket 2010 yılında da teknik zarar etmiştir ve sadece 2011 yılında ortalamanın üzerindedir. Hasar prim oranı 2008 ve 2012 yıllarında ortalamanın altında olan şirket yüksek hasar ödemelerinden dolayı 2009 ve 2010 yıllarında şirketler arasında en büyük hasar prim oranlarına sahip olmuştur.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin sermaye yeterliliğine ilişkin oranları incelendiğinde sermaye yapısının güçlü olduğu görülmektedir. Alınan primler/özkaynaklar oranı 2009 yılı dışında dönem boyunca ortalama değer üzerinde, Şirketin özkaynaklar/aktif toplamı oranı 2008 ve 2009 yılları dışında sektör ortalamasının üzerinde olmuştur. Özkaynakların teknik karşılıklara oranı ise 2009 yılı dışında ortalamaların üzerindedir. Şirketin yapısının çok likit olduğu söylenemez. Likit aktiflerin toplam aktifler içindeki oranı sadece 2013 yılında ortalamanın üzerinde çıkabilirken, dönem boyunca likidite ve cari oranlar standart değerlerin altında kalmıştır. Şirketin cari ve likidite oranları incelenen dönemin son yılı olan 2013’de artış göstermiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanmayacağı düşünülen şirketin 2013 yılında aktif kalitesi ve likiditeye ilişkin oranlarında olumlu yönde artış görülmektedir. 2009, 2010 ve 2013 yıllarında sektör ortalamasının üzerinde hasar ödemesi yapan şirketin kârlılığına bu durum olumsuz etki yapmamıştır. Sadece 2009 yılında krizin de etkisiyle zarar açıklayan ve 2010, 2011 ve 2012 yıllarında şirketler arasında en yüksek kârlılığa sahip olan şirket dönem içerisinde mali zarar açıklamamış ve 2009 ve 2013 yıllarında ortalamanın üzerinde mali kârlılığa sahip olmuştur. 2009 yılında teknik zarar açıklayan şirketin diğer yıllarda teknik kârlılığı ortalama değerlerin üzerinde ve oldukça iyi durumda olduğu söylenebilir.

Finansal verilerin oran analizi ile incelenmesinin ardından araştırmanın son aşamasında piyasa çarpanları kullanılarak şirketlerin pay senetlerinin değerlemeleri sonucunda ortaya çıkan fiyatlar üzerinden yıl ve pay bazında aşağıda açıklamalar yapılmıştır.

2008 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerlendirme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 2,86 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 4,39 TL'dir. Pay senedinin %54'lük bir yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 0,93 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 3,76 TL'dir. Pay senedinin %304'lük gibi yüksek oranda yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Aviva Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 7,75 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 4,53 TL'dir ve pay senedinin yatırım yapmak için pahalı olduğu söylenebilir.

Güneş Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,30 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 1,40 TL'dir. Pay senedinin %8'lik bir yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Ray Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,30 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 0,47 TL'dir ve pay senedinin yatırım yapmak için pahalı olduğu söylenebilir.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 4,42 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 7,77 TL'dir. Pay senedinin %76'lık bir yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

2009 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerlendirme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 5,20 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 11,53 TL fiyat biçilmiştir. Pay senedinin %122 düzeyinde bir yükselme potansiyeli söz konusudur.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 1,35 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 3,77 TL fiyat biçilmiştir. Pay senedi %179'lük bir yükselme potansiyeline sahiptir.

Aviva Sigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 6,85 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 3,13 TL fiyat biçilmiştir. Şirketin pay senedine yatırımın pahalı olduğundan uygun olmadığı söylenebilir.

Güneş Sigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 2,10 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 3,55 TL fiyat biçilmiştir. Şirket payının %69 yükselme potansiyeli vardır.

Ray Sigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 2,07 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 0,93 TL fiyat biçilmiştir ve bu duruma göre pay senedinin pahalı olduğu söylenebilir.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin yılsonunda pay kapanış fiyatı 10,70 TL olurken şirket değerlemesinde pay senedine 8,21 TL fiyat biçilmiştir ve bu duruma göre pay senedinin pahalı olduğu söylenebilir.

2010 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerlendirme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 2,29 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 1,67 TL'dir. Pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu söylenebilir.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,36 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 3,25 TL'dir. Pay senedinin %139'luk bir yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Aviva Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 10,80 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 2,68 TL'dir. Pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu söylenebilir.

Güneş Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 2,13 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 4,30 TL'dir. Pay senedinin %102'lik bir yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Ray Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,83 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 1,01 TL'dir. Pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu söylenebilir.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 14,10 TL iken değerlendirme sonucunda bulunan fiyat 12,54 TL'dir. Pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu söylenebilir.

2011 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerlendirme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin değerlendirme ile tespit edilen pay fiyatı 2,03 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,63 TL olmuştur. Pay senedi %25 oranında yükselme potansiyeline sahiptir.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin değerlendirme ile tespit edilen pay fiyatı 1,02 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 0,79 TL olmuştur. Pay senedi %29 oranında yükselme potansiyeline sahiptir.

Aviva Sigorta şirketinin değerleme ile tespit edilen pay fiyatı 1,70 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 8,98 TL olmuştur. Bu durum pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu şeklinde ifade edilebilir.

Güneş Sigorta şirketinin değerleme ile tespit edilen pay fiyatı 2,86 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,85 TL olmuştur. Pay senedi %55 oranında yükselme potansiyeline sahiptir.

Ray Sigorta şirketinin değerleme ile tespit edilen pay fiyatı 0,45 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,11 TL olmuştur. Bu durum pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu şeklinde ifade edilebilir.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin değerleme ile tespit edilen pay fiyatı 9,84 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 12,30 TL olmuştur. Bu durum pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu şeklinde ifade edilebilir.

2012 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerleme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin pay kapanış ve değerleme fiyatları incelendiğinde pay senedi fiyatının %34'lük bir oranda yükselme potansiyelinin olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 2,18 TL değerlemeyle tespit edilen fiyatı ise 2,92 TL olmuştur.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin pay kapanış ve değerleme fiyatları incelendiğinde pay senedi fiyatının %123'lük bir oranda yükselme potansiyelinin olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 1,15 TL değerlemeyle tespit edilen fiyatı ise 2,56 TL olmuştur.

Aviva Sigorta şirketinin pay kapanış ve değerleme fiyatları incelendiğinde pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 4,09 TL değerlemeyle tespit edilen fiyatı ise 0,90 TL olmuştur.

Güneş Sigorta şirketinin pay kapanış ve değerleme fiyatları incelendiğinde pay senedi fiyatının %56'lık bir oranda yükselme potansiyelinin olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 2,24 TL değerlemeyle tespit edilen fiyatı ise 3,48 TL olmuştur.

Ray Sigorta şirketinin pay kapanış ve değerleme fiyatları incelendiğinde pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 1,01 TL değerlemeyle tespit edilen fiyatı ise 0,71 TL olmuştur.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin pay kapanış ve değerlendirme fiyatları incelendiğinde pay senedinin piyasa fiyatının pahalı olduğu görülmektedir. Bu yıl pay senedinin kapanış fiyatı 16,40 TL değerlendirmeyle tespit edilen fiyatı ise 11,40 TL olmuştur.

2013 yılında şirketlerin pay senetlerinin kapanış ve değerlendirme fiyatlarına ilişkin değerlendirmeler şirket bazında şöyledir;

Aksigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 4,58 TL iken, pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 2,67 TL olmuştur ve pay senedinin fiyatı %72'lik bir yükselme potansiyeline sahiptir.

Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 2,18 TL iken, pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,33 TL olmuştur ve pay senedinin fiyatı %64'lük bir yükselme potansiyeline sahiptir.

Aviva Sigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 0,66 TL iken, pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 3,85 TL olmuştur. Şirketin pay senedinin piyasa fiyatı pahalıdır.

Güneş Sigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 3,23 TL iken pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 1,95 TL olmuştur ve pay senedinin fiyatı %66'lık bir yükselme potansiyeline sahiptir.

Ray Sigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 0,77 TL iken, pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 0,82 TL olmuştur. Şirketin pay senedinin piyasa fiyatı pahalıdır.

Yapı Kredi Sigorta şirketinin değerlendirme ile belirlenen fiyatı 8,76 TL iken, pay senedi yılsonu kapanış fiyatı 22,00 TL olmuştur. Şirketin pay senedinin piyasa fiyatı pahalıdır

SONUÇ

Pay senedi piyasalarında yer almak isteyen yatırımcılar pay senetlerine yatırım yapmadan önce yatırım için en uygun pay senedini ve en uygun zamanı seçmek, yatırım yaptıktan sonrada pay senedinin ne zaman satılmasının doğru olacağını belirlemek adına karar alırlar. Bu karar alma sürecinde yatırımcıların finansal davranışlarında finansal bilgi düzeyi, psikolojik etmenler ve risk algısı gibi birçok kişisel faktörün etkisinin olduğu ifade edilebilir. Pay senetlerine uygulanan birtakım analizler aracılığıyla yatırım kararı alabilmeyi amaçlayan yöntemler, yatırımcıların finansal davranışlarına etki eden kişisel faktörler dışındaki faktörler olarak ifade edilebilir. Günümüzde yatırımcılar tarafından oldukça ilgi gören temel analiz ve teknik analiz yöntemleri bahsedilen karar alma süreçlerinde yatırımcılara yol gösterici nitelikte olabilmektedir. Yatırımcıların pay senedini ne zaman alıp ne zaman satması gerektiğine dair fikir veren teknik analiz yöntemi, yatırım için hangi pay senedini seçmenin uygun olacağı konusunda yatırımcıya aynı fikri vermemektedir.

Sigortacılık faaliyetlerinin yerine getirdiği temel işlev, sigortalanacak kişi veya kurumların sigorta sözleşmesinde belirlenen risklere maruz kalması durumunda bu risklerin üstlenilmesi veya yönetilmesidir. Sigorta şirketleri bireylerin gerek günlük hayatta karşılaşılabilecekleri ölüm, hırsızlık, trafik kazası gibi riskleri gerekse herhangi bir faaliyeti yerine getiren kurumların organizasyonlarına zarar verebilecek türden riskleri yönetirler. Sigorta şirketleri bireylerin veya kurumların meydana gelmesi halinde üstesinden gelemeyecekleri büyüklükte hasarları ve bir arada yaşayan toplumların genelini ilgilendirebilecek sosyal ve ekonomik yapıyı sarsıcı olayların etkisini azaltarak toplumsal dayanışmaya önyak oluşturup önemli sosyal faydalar sağlarlar. Sigortacılığın önemini ortaya koyan diğer bir unsurda sigorta şirketlerinin ticari faaliyette bulunanların faaliyetlerini gerçekleştirirken doğabilecek risklere karşılık sözleşmede ödemeyi kabul ettiği teminat miktarlarıdır. Taahhüt edilen teminat tutarlarının yani meydana gelecek hasarların sigortalılara ödenebilmesi için sigorta şirketlerinin sermaye yapılarının sağlamlığı son derece önemlidir. Taşındığı önem gereği sigortacılık sektörünün finansal yapısı kamu otoritesini de ilgilendiren bir konudur ve yetkili kurumlarca şirketlerin uyması gereken bazı düzenlemeler yapılmıştır. Üretilen prim miktarlarına bağlı olarak şirket bünyelerinde oluşan yüksek meblağdaki fonların

pay senedi piyasası aracılığıyla değerlendirilmesi çıkar gruplarına ve ülke ekonomisine önemli katkılar sağlayacaktır.

Bu çalışmada 2008-2013 yılları arasında sigorta sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden hangilerinin pay senedine yatırım yapmanın yıllar itibariyle uygun olduğunu belirlemek amacıyla temel analiz yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada, yatırım yapmak için uygun pay senedi belirlenirken incelenen dönemin ekonomik koşulları, pay senedi borsada işlem gören şirketlerin faaliyet gösterdiği sigorta sektörünün durumu, şirketlerin finansal yapıları incelenmiştir.

Küreselleşme olgusuna bağlı olarak ortaya çıkan finans piyasalarındaki entegrasyonun ne kadar hayati olduğu incelenen dönemin ilk yılında ABD'de baş gösteren küresel finansal krizle birlikte dünya genelinde tecrübe edilmiştir. Krizin yarattığı etki 2008 ve 2009 yıllarında Türkiye ekonomisinin önce sıfıra yakın daha sonrada negatif büyümesine sebep olmasıyla kendisini göstermiştir. Ekonomi 2010 yılında gösterdiği performansla toparlanmaya geçmiş ve göstergeler kriz öncesine dönmeye başlamıştır. Bu dönemde gelişmekte olan bir ekonomi olunması nedeniyle yapısal sorunlar devam etmekle birlikte sermaye piyasasına olumsuz bir etki oluşturmayacak düzeydedir. İncelenen dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler genel olarak değerlendirildiğinde 2009 yılında pay senetlerine yatırım yapmanın uygun olmadığı, 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında yatırımın uygun görüldüğü 2014 yılında ise ABD ekonomisinde ve içeride yaşanacak siyasi gelişmelerin iyice analiz edildikten sonra karar verilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Gelişmiş ülkelerin sigortacılık sektöründe üretilen prim üretimi ile Türkiye'de üretilen prim miktarları karşılaştırıldığında Türkiye'nin oldukça geri kaldığı görülmektedir. Buna rağmen son yıllarda sektörün büyüme hızı oldukça artmış ve 2011 yılından itibaren ülke ekonomisinden daha fazla büyümüştür. Sigorta şirketlerinin finansal yapılarının sağlam olması farklı sektörlerdeki sigorta yaptıran firmalara verilen teminat miktarlarını arttırmış ve güven içerisinde faaliyet göstermelerinde olanak sağlamıştır. Üretime ve ekonomiye sağladığı katkı ve uluslararası sermayenin piyasaya ilgisi göz önüne alındığında incelenen dönemde sigorta sektöründe yer alan pay senetlerine yatırımın cazip olduğu sonucuna varılmıştır.

Sigorta sektöründe yer alan şirketlerin pay senetlerinin hangilerine veya hangisine yatırım yapmanın en uygun olduğu şirketlerin oran analizi performansları ve pay senetlerinin fiyatlarının yükselme potansiyeli diğer bir ifadeyle iskontolu olmaları yıllar itibariyle dikkate alındığında;

2008 yılında ortaya çıkan ekonomik şartlara göre bir sonraki sene pay senetlerine yatırım yapmanın uygun olmayacağı görüşü yukarıda belirtilmiştir. Bu görüşe rağmen yatırımcı tarafından 2009 yılında pay senetlerine yatırım yapılmak istenirse Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Aksigorta şirketlerinin pay senetlerine,

2009 yılı finansal verilerine bağlı olarak finansal yapıları ve fiyatların yükselme potansiyelleri baz alındığında 2010 yılında Anadolu Anonim Türk Sigorta ve Aksigorta şirketlerinin pay senetlerine,

2010 yılı finansal verilerine bağlı olarak finansal yapıları ve fiyatların yükselme potansiyelleri baz alındığında 2011 yılında Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketinin pay senedine,

2011 yılı finansal verilerine bağlı olarak finansal yapıları ve fiyatların yükselme potansiyelleri baz alındığında 2012 yılında Güneş Sigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketlerinin pay senetlerine,

2012 yılı finansal verilerine bağlı olarak finansal yapıları ve fiyatların yükselme potansiyelleri baz alındığında 2013 yılında Aksigorta şirketinin pay senedine,

2013 yılı finansal verilerine bağlı olarak finansal yapıları ve fiyatların yükselme potansiyelleri baz alındığında 2014 yılında Aksigorta ve Anadolu Anonim Türk Sigorta şirketlerinin pay senetlerine yatırımın uygun olacağı önerilerinde bulunulabilir.

Temel analiz yöntemi yatırımcıların pay senetlerinin fiyat performanslarını değerlendirirken kullanabilecekleri yöntemlerden biridir. Bu yöntemin en önemli avantajı pay senedi performansına etki eden ekonomi, sektör ve firma analizini birlikte ele almasıdır. Temel analiz sayesinde finansal yapısı sağlam olan şirketlerin pay senetlerinin seçilmesi kolay hale gelmektedir. Bu yöntemin savunduğu anlayışa göre kısa vadede meydana gelen fiyat dalgalanmaları geçicidir ve pay senetleri için belirlenen fiyatlar orta veya uzun vadede oluşacaktır. Yani bu yöntemle seçilmiş pay senetlerine yatırım yapan yatırımcıların uzun veya orta vadede kâr elde etmesi olasıdır.

Temel analizle alımına karar verilen pay senedinin ne zaman alınması gerektiği önemli hale gelmektedir ve bu yüzden temel analiz yöntemi pay senetlerine yatırım kararı vermede tek ve kesin bir yöntem olarak düşünülmemelidir. Temel analizden daha fazla fayda sağlayabilmek için bu yöntemin diğer yöntemlerle birlikte kullanılması anlamlı olacaktır.

KAYNAKLAR

- Alpay, T. (2001). *Temel Sigortacılık Bilgileri ve Uygulamalı Hasar Yönetimi*. İstanbul: Yüce.
- Afşar, M. (2006). *Finansal Sistem ve İşleyişi*. Eskişehir: Gülen.
- Afşar, M., Afşar, A. (2010). *Finansal Ekonomi*. Ankara: Detay.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol.
- Akgüç, Ö. (2011). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Arayış.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi.
- Apak, S., Demirel, E. (2013). *Finansal Yönetim: Cilt1*. İstanbul: Papatya.
- Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M. (2006). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Aktüel.
- Akdoğan, N., Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi.
- Babuşcu, Ş., Hazar, A. (2012). *Banka Sınavlarına Hazırlık*. Ankara: Öz Baran.
- Babuşcu, Ş., Hazar, A., Yenice, S. (2012). *SPK Bağımsız Denetim Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*. Ankara: Akademi Consulting&Training.
- Babuşcu, Ş., Hazar, A. (2012). *Hisse Senedi Piyasaları*. Ankara: Öncü.
- Bakır, H., Şahin, C. (2009). *Yöneticiler İçin Finansal Tablolar Analizi*. Ankara: Detay.
- Banerjee, B. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. New Delhi: PHI Learning.
- Bastı, E., Yılmaz, T. (2013). İMKB’de İşlem Gören Yerli ve Yabancı İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 50, (578), 55-74.
- Başpınar, A. (2005). Finansal Analiz Tekniklerinin Sigorta Şirketi Mali Tablolarına Uygulanması. *Maliye Dergisi*, (149), 5-35.
- Başoğlu, U., Ceylan, A., Parasız, İ. (2009). *Finans Teori Kuram Uygulama*. Bursa: Ekin.
- Baştürk, F. H. (2004). *F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması Ve Bir Uygulama Örneği*. Yayınlanmış Doktora Tezi Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi.
- Barak, O. (2008). *Davranışsal Finans*. Ankara: Gazi.
- Berk, N. (2010). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen
- BİST (Borsa İstanbul). *Eğitim Kılavuzları*. <http://borsaistanbul.com/data/egitimklavuzlari/KLVZ10SPA.PDF> adresinden, 11.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- Bölükbaşı, A. G., Pamukçu, E. B. (2009). *Sigortanın Temel Prensipleri*. İstanbul: Türkmen.
- Chandra, P. (2009). *Financial Management Theory and Practice*. New Delhi: Tata McGraw- Hill Education.
- Canbaş, S., Doğanlı, H. (2007). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*. Adana: Karahan.
- Ceylan, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2010). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin.
- Ceylan, A., Korkmaz, T. (2004). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin.
- Ünsal, E. M. (2011). *İktisada Giriş*. Ankara: İmaj.
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Avcıol.

- Civan, M. (2007). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları: Kurumlar, Araçlar, Analiz*. Ankara: Detay.
- Çabuk, A., Lazol, İ. (2004). *Mali Tablolar Analizi*. Bursa: Vipaş.
- Çaldağ, Y. (2005). *Denetim ve Raporlama Finansal Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi.
- Çetiner, E. (2008). *İşletmelerde Mali Analiz*. Ankara: Gazi.
- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT). (2010). *Genel Ekonomik Hedefler ve Yatırımlar 2011*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/GenelEkonomikHedeflerveYatirimlar/Attachments/3/GenelEkonomikHedeflerveYat%20C4%B1r%C4%B1mlar2011.pdf> adresinden 23.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013). (2006). *T.C. Resmi Gazete*, 26215, 1 Temmuz 2006.
- Dönmez, E. (2008). *Sigorta Şirketlerinde Muhasebe Uygulamaları Ve Finansal Oranlarının Yıllar İtibariyle Karşılaştırmalı Analizi*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Dumlupınar Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.
- Dumanoglu, S., Gedikoğlu, H. (2004). *Türkiye Avrupa Birliği ve ABD'de Sigorta Uygulamaları Muhasebesi ve Yükümlülük Karşılama Yeterliliği*. İstanbul: Türkmen.
- Duygulu, E. (2008). *Sigorta İşletmeciliği*. Ankara: Seçkin.
- Ercan, M. K., Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi.
- Erdinç, Y. (2004). *Yatırımcı ve Teknik Analiz Sorgulanıyor*. Ankara: Siyasal.
- Erdoğan, M. (1990). *İşletme Finansmanı*. Diyarbakır: Dicle Üniversitesi.
- Ergül, N. (2004). *Herkes İçin Finans*. İstanbul: Literatür.
- Ertek, T. (2013). *Temel Ekonomi*. İstanbul: Beta.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F. (2003). *Capital Markets Institutions and Instruments*. New Jersey: Prentice Hall.
- Gücenme, Ü. (2000). *Mali Tablolar Analizi*. Bursa: Marmara.
- Güvel, E. A., Güvel, A. Ö. (2008). *Sigortacılık*. Ankara: Seçkin.
- Gökalp, N. K. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz*. İstanbul: Beta.
- Günel, M. (2012). *Para Banka ve Finansal Sistem*. Ankara: Berikan.
- Güner, K. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa.
- Gürbüz, A. O., Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür.
- Hatipoğlu, M., Yener, E. (2013). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 8, (3), 7- 29.
- Hacıoğlu, Ü., Dinçer, H. (2009). *Finansa Giriş*. İstanbul: Beta.
- Hacırüstemoğlu, R., Şakrak, M., Demir, V. (2002). Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı). Mali Çözüm Dergisi, (59).
- Hazine Müsteşarlığı. (2004). *Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Mali Bünyelerine ve Sermaye Yeterliliklerine İlişkin Genelge*. 20 Ekim 2004, 65069.
- Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu. (2010). *Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor 2009*. <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/RaporSunumSayfasi?mid=247&cid=28&nm=43#> adresinden, 28.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu. (2013). *Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor 2012*. <https://www.hazine.gov.tr/tr->

- TR/RaporSunumSayfasi?mid=247&cid=28&nm=43# adresinden, 28.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu. (2014). *Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor 2013*. <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/RaporSunumSayfasi?mid=247&cid=28&nm=43#> adresinden, 28.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası). (2006). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul: Tapak.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası). (2010). *İMKB Endeksleri*. <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/IMKB%20Endeksleri.pdf> adresinden 08.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- İnam, M. (2007). *Sermaye Piyasası: Borsalar, Kurumlar, Araçlar, İşlemler*. Ankara: Seçkin.
- İTO (İstanbul Ticaret Odası). (2012). *Ekonomik Rapor 2011 Yılında Türkiye ve Dünya Ekonomisi. 2012-15*. <http://www.ito.org.tr/itoyayin/0026596.pdf> adresinden 24.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Kalkınma Bakanlığı (2013). *Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSINDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/24/DEG-Aral%C4%B1k2013-171213.pdf> adresinden 25.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Kalkınma Bakanlığı (2014). *2015 Yılı Programı Genel Ekonomik Hedefler ve Yatırımlar*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/GenelEkonomikHedeflerveYatirimlar/Attachments/32/2015%20Y%C4%B1l%C4%B1%20Program%C4%B1%20Genel%20Ekonomik%20Hedefler%20ve%20Yat%C4%B1r%C4%B1mlar.pdf> adresinden, 23.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Kalkınma Bakanlığı (2014). *Dünya Ekonomisinde Son Gelişmeler Bülteni*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/DNYA%20EKONOMSINDEK%20SON%20GELMELER/Attachments/25/DEG%20Ocak%202014.pdf> adresinden 25.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Porföy Yönetimi*. Ankara: Gazi.
- Karşlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa.
- Karaşin, A. G. (1987). *Sermaye Piyasası Analizleri*. Ankara: Özkan.
- Karasioğlu, F., Eren, T. (2012). *Finansal Tablolar Analizi: Ders Notları*. Konya: Eğitim.
- Karabıyık, L., Anbar, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*. Bursa: Ekin.
- Karapınar, A., Zaif, F. A. (2012). *Finansal Analiz*. Ankara: Gazi.
- Karapınar, A., Bayırlı, R., Bal, H., Altay, A., Bal, E., Ç., Torun, S. (2009). *Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim*. Ankara: Gazi.
- Kocaman, Ç., B. (2004). *Finansal Piyasalar: Kurumlar Teknikler ve Araçlar*. Ankara: Siyasal.
- Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. Bursa: Alfa.
- Kuğu, T. D., Kırılı, M. (2013). *Ekonomik Katma Değer Ölçütünün Sermaye Yapısı İle İlişkilendirilmesi: İMKB'DE Bir Uygulama*. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3, (1), 171-180.
- Maliye Bakanlığı. (2008). *Yıllık Ekonomik Rapor 2008*. <http://www.maliye.gov.tr/YillikEkonomikRapor/Y%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor%202008.pdf> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.

- Maliye Bakanlığı. (2010). *Yıllık Ekonomik Rapor 2010*. <http://www.maliye.gov.tr/YillikEkonomikRapor/Y%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor%202010.pdf> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Maliye Bakanlığı. (2013). *Yıllık Ekonomik Rapor 2013*. <http://www.maliye.gov.tr/YillikEkonomikRapor/Y%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor%202013.pdf> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Marşap, A. (2009). *Buluşçu Yönetel Sistem Geleceği: Yönetel Sistem*. Ankara: Gazi.
- MEGEP (Meslekî Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi). (2007). *Finansal Yatırım Araçları*. http://hbo gm.meb.gov.tr/modulerprogramlar/kursprogramlari/muhasebe/moduller/finansal_yatirim_araclari.pdf adresinden, 08.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- Mishkin, F. S. (2007). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. New Jersey: Pearson.
- Okka, O. (2006). *Finansal Yönetime Giriş*. Ankara: Nobel.
- Önal, Y. B., Karadeniz, E. (2004). Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15, (12), 139-157.
- Özbolet, M. (2014). *Temel Sigortacılık*. Ankara: Seçkin.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen.
- Özkoş, E., Durukan, M. B., Yükçü, S. (1999). *Finansal Yönetim*. İzmir: Cem.
- Özyurt, H. (2003). *Para Teorisi ve Politikası*. Trabzon: Derya.
- Paya, M. (2013). *Makro İktisat*. İstanbul: Türkmen.
- Pekin, T. (2008). *Makro Ekonomi*. İzmir: Zeus.
- Poyraz, E. (2008). *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin.
- Resmi Gazete. (2004). *Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik*. 27 Ocak 2004, 25359.
- Resmi Gazete. (1996). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Teşkilat, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği*. 19 Şubat 2004, 22559.
- Sarıaslan, H., Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal.
- Sayılgan, G. (2004). *Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri*. Ankara: Turhan.
- Sayılgan, G. (2008). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan.
- Sarıkamış, C. (1995). *Sermaye Pazarları*. İstanbul: Alfa.
- Savsar, A. (2012). *Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Gaziosmanpaşa Üniversitesi /Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Şamiloğlu, F., Akgün, A., İ. (2010). *Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi*. Bursa: Ekin.
- SEGEM (Sigortacılık Eğitim Merkezi). *Banka ve Özel Kurumlar Teknik Personel Eğitim Programı Ders Notları* http://www.segem.org.tr/banka_ve_ozel_kurumlar_teknik_personel_egitim_notlari.doc adresinden, 27.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- Sermaye Piyasası Kanunu. (2012). *T.C. Resmi Gazete*, 28513, 30 Aralık 2012.
- Sigortacılık Kanunu. (2007). *T.C. Resmi Gazete*, 26552, 14 Haziran 2007.
- Sigorta Ekspertleri Yönetmeliği. (2008). *T.C. Resmi Gazete*, 26914, 28 Haziran 2008.
- TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği). (2010). *Ekonomik Rapor 2009*. <http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomikrapor2009.pdf> adresinden 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.

- TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği). (2011). *Ekonomik Rapor 2010*. <http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomikrapor2010.pdf> adresinden 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği). (2012). *Ekonomik Rapor 2011*. http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomik_rapor_2011.pdf adresinden, 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği). (2012). *Sermaye Piyasasında Gündem*. http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/0/AIM_Gundem/gundem_201203.pdf adresinden, 11.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- Tükel, A. (2010). *Sigortacılıkta Risk Yönetimi ve AB Uygulamaları*. Ankara: Nobel.
- Tükenmez, M., Susmuş, T., Özkan, S., Kutay, N., Evrim, P., Baklacı, H. F., Yücel, T., Taner, B., Akkaya, C. G. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*. Ankara: Detay.
- Türkiye İş Bankası. (2013). *Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Aralık 2013*. https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201312.pdf adresinden, 25.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Türko, M. (2002). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa.
- Türk Ticaret Kanunu. (2011). *T.C. Resmi Gazete*, 27846, 14 Şubat 2011.
- TÜRMOB (Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği). (2013). *Faaliyet Raporu Dünyada ve Türkiye’de Ekonomik Görünüm*. <http://www.turmob.org.tr/TurmobWeb/Attachment.aspx?param=+quFU/yYHWdhf/W5G3lkMfINIS7ga7OqQyXYe13RBryiu6+sR8N4GpuQjBw/dbEWcODPBmvKERI=> adresinden 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Uralcan, G. Ş. (2011). *Temel Sigorta Bilgileri ve Sigorta Sektörünün Yapısal Analizi*. İstanbul: HiperLink.
- Uysal, Y. (2014). *2013 Yılı Ekonomik Rapor*. <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/site/sonYaptiklarim/ekonomikrapor2013-bensel.pdf> adresinden, 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- Uzunoğlu, S. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları*. İstanbul: Literatür.
- Yasin, M. (2002). *Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri*. Ankara: Seçkin.
- Yaslıdağ, B. (2014). *Sigortacılık Sigorta Aracıları – Sigorta İşlemleri*. Ankara: Seçkin.
- Yay, G. G. (2012). *Para ve Finans Teori – Politika*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi.
- Yılmaz, M. K. (2002). *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*. İstanbul: Der
- Yurtseven, S. S. (2007). *Türkiye’ de Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcı Olarak Sigorta Şirketlerinin Faaliyet Etkinliğinin Veri Zarflama Analizi İle Ölçümü*. (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Yıldız Teknik Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

İNTERNET KAYNAKLARI

- <https://hmvds.hazine.gov.tr/> adresinden 20.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://muhasibeturk.org/ecopedia/403-s/27501-sigorta-tazminati-nedir-ne-demek.html> adresinden 04.06.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://paramveben.org/tr/Content/Details/86> adresinden 19.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://tdk.gov.tr>
- <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden 21.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/sehir-endeksleri> adresinden 21.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar> adresinden 21.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi> adresinden 21.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/hisse-senedi-bazinda-veriler> adresinden 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv> adresinden 24.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Rapor-Sunum-Sayfasi?mid=247&cid=28&nm=43> adresinden 26.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGosterger.asp> adresinden 21.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <https://www.kap.gov.tr/default.aspx> adresinden 24.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <https://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/endeksler.aspx> adresinden 22.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <https://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/pazarlar.aspx> adresinden 22.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.segem.org.tr/aktuer.asp> adresinden 04.06.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tsb.org.tr/dunya-sigorta-verileri.aspx?pageID=840#392> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tsb.org.tr/dunya-sigorta-verileri.aspx?pageID=840#393> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tsb.org.tr/dunya-sigorta-verileri.aspx?pageID=840#394> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tsb.org.tr/dunya-sigorta-verileri.aspx?pageID=840#395> adresinden 27.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tsb.org.tr/reasurans.aspx?pageID=440> adresinden 04.06.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist> adresinden 20.04.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/temel-bilgiler/sermaye-piyasas%C4%B1nda-faaliyet-goestermesine-izin-verilen-di%C4%9Fer-kurumlar.aspx> adresinden 19.05.2015 tarihinde alınmıştır.
- <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/temel-bilgiler/sermaye-piyasas%C4%B1-kurumlar%C4%B1.aspx> adresinden 19.05.2015 tarihinde alınmıştır.

EKLER

EK-1

SİGORTA VE REASÜRANS ŞİRKETLERİNİN MALİ BÜNYELERİNE VE SERMAYE YETERLİLİKLERİNE İLİŞKİN GENELGE

Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmeliğin 3 üncü maddesinin;

a) Birinci fıkrasının (a) bendi gereğince; sigorta ve reasürans şirketlerinin mali bünyesinin sigortalıların hak ve menfaatlerini tehlikeye düşürecek şekilde zayıfladığının, yapılan yerinde denetim sonucu düzenlenen raporla veya Müsteşarlıkça belirlenen finansal analiz oranlarına göre yapılan değerlendirmeler sonucunda tespit edilmesi, 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanununun 20 nci maddesinin birinci fıkrasında sayılan diğer hallerle birlikte, mali bünyesinin sigortalıların hak ve menfaatlerini tehlikeye düşürecek hallerden sayılmaktadır.

Bu çerçevede; bahse konu fıkranın uygulanması sırasında uygulanacak finansal analiz oranları kategoriler itibariyle ilişkide (EK-1) yer almaktadır. Müsteşarlık, bahse konu oranlara göre, sigorta ve reasürans şirketlerinin mali tabloları ile şirketlere ilişkin diğer doküman, bilgi ve belge sonuçlarına istinaden yapacağı değerlendirme ve analiz sonucunda; söz konusu finansal analiz oranları olumsuz bulunan şirketlere gerekli düzeltim için uyarı yapacak veya ilgili şirket Müsteşarlığın bağlı bulunduğu Devlet Bakanlığı tarafından 7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanununun 20 nci maddesi kapsamına alınacaktır.

Müsteşarlık bahse konu finansal analiz oranlarına ilişkin eşikleri ve sektör ortalamalarını, Sigortacılık Genel Müdürlüğünün internet sitesi (www.sigortacilik.gov.tr) ve Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından çıkarılan bülten vasıtasıyla (Türk Sigortacılık Sektörünün Temel Göstergeleri) belirli aralıklarla kamuoyuna ilan edecektir. Ayrıca; 2003 yılı dönem sonuna ait sektör ortalamaları ekte yer almaktadır. (EK-2)

b) Birinci fıkrasının (b) bendi gereğince; sigorta ve reasürans şirketlerinin herhangi bir nedene dayanmaksızın, hasar ve tazminatlarını yasal süreleri içinde ödememe veya geç ödeme uygulamasını mutad ve yaygın hale getirmesi, 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanununun 20 nci maddesinin birinci fıkrasında sayılan diğer hallerle birlikte, mali bünyesinin sigortalıların hak ve menfaatlerini tehlikeye düşürecek hallerden sayılmaktadır.

Bu çerçevede; bahse konu fıkranın uygulanması sırasında aşağıda yer alan hususlar dikkate alınacaktır:

- Hasar ödemelerinde yasal sürelerin bulunduğu hallerde, bu sürelere uyulmaması veya geç ödemenin mutad ve yaygın hale getirmesi durumunun yerinde denetim sonucunda düzenlenen raporlarla tespit edilmesi,
- Hasar ödemelerinde yasal sürelere uyulmadığının veya geç ödemenin mutad ve yaygın hale getirmesi durumunun sigortalılardan Müsteşarlığımıza intikal eden şikayet dilekçeleri ile anlaşılması,
- Hasar ödememek veya geç ödemek maksadı ile, sigortalıların gerekçesiz veya sağlıklı olmayan gerekçelerle oyalanması.

c) Birinci fıkrasının (c) bendi gereğince; sigorta ve reasürans şirketlerinin özellikle riski yüksek branşlarda olmak üzere, yeterli miktarda ve kalitede reasürans teminatına ya da bu riskleri karşılayacak oranda öz kaynağa sahip olması gerekmektedir.

Ayrıca; *sigorta ve reasürans şirketleri*;

- Bir sözleşme ile ilgili olarak öz kaynaklarının yüzde 5'ini aşan miktarda üzerlerinde tutmuş oldukları risklere ilişkin olarak teminatın verilmesini takip eden bir ay içerisinde; verilen teminatın tutarını, reasüröre devredilen tutarı, şirket üstünde kalan net risk tutarını, prim devri yaptıkları reasürörleri ve bu reasürörlerin uluslararası kredi derecelerini içeren bir örneği ekte yer alan tabloyu (EK-3) Müsteşarlığımıza bildirmek ve ayrıca öz kaynağının yüzde 10'unu aşan risklerle ilgili olarak yukarıdaki bilgilere ilave olarak, bu riski alma gerekçelerini de bildirmek zorundadırlar.

(GENELGENİN EKİ)

SİGORTA VE REASÜRANS ŞİRKETLERİNİN MALİ BÜNYELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİNDE KULLANILAN FİNANSAL ANALİZ ORANLARI

A- SERMAYE YETERLİLİĞİNE İLİŞKİN ORANLAR

1. Alınan Primler (Brüt) / Özkaynaklar
(4 kattan büyük olmamalıdır.)
2. Özkaynaklar / Aktif toplamı
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)
3. Özkaynaklar / Teknik Karşılıklar (net)
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)

B- AKTİF KALİTESİ VE LİKİDİTEYE İLİŞKİN ORANLAR

1. Likit Aktifler (Kasa + Banka + Menkul Değerler Cüzdanı) / Aktif Toplamı
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)
2. **Likidite Oranı** = [Nakit Değerler + Menkul Değerler Cüzdanı] / [Teknik Karşılıklar – Hayat Matematik Karşılıkları – Deprem Hasar Karşılıkları + Sigorta ve Reasürans Şirketi Cari Hesabı + Reasürörlerin Depoları + Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler + Zorunlu Deprem Sigortasından Alacaklı Acenteler + Katılımcılar + Emeklilik Gözetim Sistemine Borçlar + Bonus ve İndirimler Karşılığı + Katılımcılar Geçici Hesabı + Alış Emirleri Hesabı + Bireysel Emeklilik Araçlarına Borçlar + Saklayıcı Şirkete Borçlar + Portföy Yönetim Şirketine Borçlar + Katılımcılara Borçlar + Diğer]
(Hayat Dışı Şirketler için 1, Hayat Şirketleri için 9,75'den düşük olmamalıdır)
3. **Cari Oran** = [Nakit Değerler + Menkul Değerler Cüzdanı + Alacaklar] / [Teknik Karşılıklar – Hayat Matematik Karşılıkları – Deprem Hasar Karşılıkları + Sigorta ve Reasürans Şirketi Cari Hesabı + Reasürörlerin Depoları + Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler + Zorunlu Deprem Sigortasından Alacaklı Acenteler + Katılımcılar + Emeklilik Gözetim Sistemine Borçlar + Bonus ve İndirimler Karşılığı + Katılımcılar Geçici Hesabı + Alış Emirleri

Hesabı + Bireysel Emeklilik Aracılarına Borçlar + Saklayıcı Şirkete Borçlar + Portföy Yönetim Şirketine Borçlar + Katılımcılara Borçlar +Diğer]

Alacaklar = Prim Alacakları + Sigorta ve Reasürans Şirketleri Cari Hesabı + Sedan ve Retrosedanlar Nezdindeki Depolar + Dask Cari Hesabı + Bireysel Emeklilik Sistemi Alacakları + Diğer Borçlu Hesaplar

Bireysel Emeklilik Sistemi Alacakları = Katılımcılardan Alacaklar + Giriş Aidatı Hesabı + Diğer + Satış Emirleri Hesabı + Fonlardan Fon İşletim Kesintilerinden Alacaklar + Saklayıcı Şirketten Alacaklar + Emeklilik Yatırım Fonu Sermaye Avansı Tahsisi + Diğer Alacaklar

(Hayat Dışı Şirketler için 1,7, Hayat Şirketleri için 11'den düşük olmamalıdır)

4. Prim ve Reasürans Alacakları / Aktif Toplamı
Prim ve Reasürans Alacakları = [Prim Alacakları (net) + Sigorta ve Reasürans Şirketleri Cari Hesabı + Sedan ve Retrosedanlar Nezdinde Depolar]
(Sektör ortalamasından küçük olmalıdır.)
5. Acente Alacakları / Özkaynaklar
(Hayat Dışı Şirketler için 0,80, Hayat Şirketleri için 0,2'den düşük olmalı)

C- FAALİYET ORANLARI

1. Konservasyon Oranı= Alınan Primler (net) / Alınan Primler (Brüt)
2. Tazminat Tediye Oranı= Ödenen Hasarlar / [Ödenen Hasarlar+ Muallak Hasar Karşılıkları]
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)

D- KÂRLILIK ORANLARI

1. Hasar Prim Oranı = [Ödenen Hasarlar+Muallak H.Krş.-Devreden Muallak H.Krş] / [Cari Yıl Alınan Primler+Devreden Cari Riz. Krş.- Cari Riz. Krş]
(Sektör ortalamasından küçük olmalıdır.)
2. Hasar Prim Oranı (net) = [Ödenen Hasarlar (net)+Muallak H.Krş.(net)-Devreden Muallak H.Krş (net)] / [Cari Yıl Alınan Primler (net)+Devreden Cari Riz. Krş. (net) - Cari Riz. Krş (net)]
(Sektör ortalamasından küçük olmalıdır.)
3. Masraf Oranı = [Komisyonlar (net)+Toplam Giderler] / Alınan Primler
Komisyonlar (net)= Verilen Komisyonlar – Alınan Komisyonlar
Toplam Gider= Personel Giderleri+Yönetim Giderleri
(Sektör ortalamasından küçük olmalıdır.)
4. Bileşik Rasyo = (Hasar Prim Oranı + Masraf Oranı)
(Sektör ortalamasından küçük olmalıdır.)
5. VÖK / Alınan Primler
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)
6. Mali Kar (Brüt) / Alınan Primler
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)
7. Teknik Kar / Alınan Primler
(Sektör ortalamasından büyük olmalıdır.)

EK- 2**Tablo A.1 Ak Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Özet Finansal Bilgiler**

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	51.970.364	34.965.827	1.476.010	32.029.319	48.672.723	159.775.039
Öz Sermaye (₺)	1.795.007.864	2.669.022.805	371.644.405	402.808.562	423.597.652	532.688.493
(1)Pay Senedi Sayısı	306.000.000	306.000.000	306.000.000	306.000.000	306.000.000	306.000.000
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	2,86	5,20	2,29	1,63	2,18	2,67
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	875.160.000	1.591.200.000	700.740.000	498.780.000	667.080.000	817.020.000

Tablo A.2 Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Özet Finansal Bilgiler

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	117.666.276	48.164.213	37.546.317	4.068.758	(63.981.132)	67.461.924
Öz Sermaye (₺)	607.990.666	806.386.929	848.546.850	705.124.142	756.360.924	913.016.000
(1)Pay Senedi Sayısı	350.000.000	425.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	0,93	1,35	1,36	0,79	1,15	1,33
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	325.500.000	573.750.000	680.000.000	395.000.000	575.000.000	665.000.000

Tablo A.3 Aviva Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Özet Finansal Bilgiler

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	19.679.361	(2.125.838)	(25.865.973)	(35.105.255)	(55.931.251)	(9.864.529)
Öz Sermaye (₺)	114.640.539	103.179.420	75.923.430	76.141.568	79.928.895	68.925.190
(1)Pay Senedi Sayısı	50.000.000	75.000.000	75.000.000	75.000.000	150.000.000	150.000.000
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	7,75	6,85	10,80	8,98	4,09	3,85
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	387.500.000	513.750.000	810.000.000	673.500.000	613.500.000	577.500.000

Tablo A.4 Güneş Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Finansal Bilgiler

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	11.081.365	(16.810.104)	(32.445.443)	22.225.575	(19.985.770)	(53.691.869)
Öz Sermaye (₺)	230.102.331	199.185.262	242.316.557	278.321.518	307.631.273	334.568.217
(1)Pay Senedi Sayısı	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	1,30	2,10	2,13	1,85	2,24	1,95
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	195.000.000	315.000.000	319.500.000	277.500.000	336.000.000	292.500.000

Tablo A.5 Ray Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Finansal Bilgiler

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	644.563	(42.555.457)	(28.598.213)	340.377	3.737.122	8.565.429
Öz Sermaye (₺)	62.244.087	39.822.978	51.511.338	86.461.101	90.198.223	98.394.114
(1)Pay Senedi Sayısı	77.000.000	97.020.000	137.069.856	163.069.856	163.069.856	163.069.856
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	1,30	2,07	1,83	1,11	1,01	0,82
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	100.100.000	200.831.400	250.837.836	181.007.540	164.700.555	133.717.282

Tablo A.6 Yapı Kredi Sigorta Şirketi 2008-2013 Yılları Arası Özet Finansal Bilgiler

Finansal Bilgiler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Net Kâr (₺)	54.384.475	(11.930.295)	42.549.071	55.184.877	75.772.643	88.037.697
Öz Sermaye (₺)	307.271.380	289.989.583	330.212.608	353.655.147	383.162.514	460.205.845
(1)Pay Senedi Sayısı	80.000.000	80.000.000	80.000.000	80.000.000	101.991.266	101.991.266
(2)Borsa Kapanış Fiyatı (₺)	4,42	10,70	14,10	12,30	16,40	22,00
(1*2) Piyasa Değeri (₺)	353.600.000	856.000.000	1.128.000.000	984.000.000	1.672.656.762	2.243.807.852

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Erhan ERGİN

Doğum Tarihi : 1989

E- Posta Adresi : erhanerginoku@gmail.com

Öğrenim Durumu :

Derece	Bölüm/Program	Üniversite	Bitirme Yılı
Lisans	İşletme	Çağ Üniversitesi	2008-2010
Lisans	İşletme	Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi	2010-2013
Yüksek Lisans	İşletme	Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi	2013-2015

ESERLER (Makaleler ve Bildiriler)

1. Ergün, B., Şahin, A., Ergin, E. (2014). Finansal Okuryazarlık: İşletme Bölümü Öğrencileri Üzerine Bir Çalışma. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7, (34), 847-864.
2. Cihangir, M., Ergin, E. (2015). Finansal Okuryazarlığın Temel Düzeyde İncelenmesi: Osmaniye İlinde Ankete Dayalı Bir Araştırma. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, (13), 492-511.
3. Yakut, E., Ergin, E. (2015, 07-12 Mayıs). *Üniversite Öğrencilerinin Gsm Operatörü Tercihlerinin Çoklu Lojistik Regresyon Analizi ile Belirlenmesi*. 16. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu'nda sunulan bildiri, Trakya Üniversitesi, Edirne.