

T.C.
İSTANBUL AREL ÜNİVERSİTESİ
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
Mühendislik Yönetimi Programı



**UZUN VADELİ YATIRIMDA DEĞER YATIRIMI
YÖNTEMİ İLE PORTFÖY OPTİMİZASYONU**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan: **Erman GÖÇKÜNCÜ**

KABUL VE ONAY

Erman Göçkücü tarafından hazırlanan “Uzun Vadeli Yatırımda Değer Yatırımı Yöntemi İle Portföy Optimizasyonu” başlıklı bu çalışma, 23.09.2019 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Dr. Öğr. Üyesi Atilla AYDIN (Danışman)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Sıtkı GÜNER

Üye : Prof. Dr. Yaman Ömer ERZURUMLU

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge ve şekillerin kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “*Uzun Vadeli Yatırımda Değer Yatırımı Yöntemi İle Portföy Optimizasyonu*” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Erman GÖÇKÜNCÜ

ONAY

Tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının İstanbul Arel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim/Raporum sadece İstanbul Arel yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumunyıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Erman GÖÇKÜNCÜ

ÖZET

UZUN VADELİ YATIRIMDA DEĞER YATIRIMI YÖNTEMİ İLE PORTFÖY OPTİMİZASYONU

Erman GÖÇKÜNCÜ

Yüksek Lisans Tezi, Mühendislik Yönetimi Programı

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Atilla AYDIN

Haziran 2019 - 74 sayfa

Ekonomik açıdan gelişmiş ülkelerin birçoğunda, sağlıklı ve yeterli derinlikte sermaye piyasaları bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında halka arz olunan hisse senetleri aracılığıyla; bir yandan kurumlara gelecekteki yatırımlarını gerçekleştirebilmek amaçlı finansman olanağı kolayca ve daha ucuza sağlanırken, bir yandan da vatandaşların kişisel küçük tasarrufları ile şirketlerin kârına ortak olarak geleceklerini güvence altına almaları ve daha müreffeh bir yaşam sürmeleri mümkün hâle gelmektedir. Bu noktada, uzun vadeli yatırım için seçilebilir şirketlerin belli yönlerden incelenerek elenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada, sözü edilen eleme işlemi için, "değer yatırımı" yöntemi önerilmiş ve incelenmiştir. Uzun vadeli yatırım yapılırken değer yatırımı yöntemine neden ihtiyaç duyulduğu, Türkiye ekonomisinden örnekler verilerek açıklanmıştır. Ardından değer yatırımının ölçütleri belirlenmiş ve bu ölçütler gruplanarak açıklanmıştır. Öte yandan, değer yatırımındaki riskler de tanımlanmış ve bu risklere karşı alınacak önlemler belirtilmiştir. Son olarak, değer yatırımı yöntemini sınamak amacı ile, Türkiye ve ABD'de halka arz olunmuş beşer şirketin hisse senetlerinden birer portföy oluşturularak, portföylerin geçmiş 5 yıldaki getirisi; tüketici fiyatları endeksi ile nominal ve gerçek olarak karşılaştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Değer yatırımı, uzun vadeli yatırım, portföy optimizasyonu, hisse senedi yatırımı

ABSTRACT

PORTFOLIO OPTIMIZATION AT LONG-TERM INVESTMENT WITH VALUE INVESTING METHOD

Erman GÖÇKÜNCÜ

Master Thesis, Engineering Management Program

Supervisor: Asist. Prof. Dr. Atilla AYDIN

June 2019 - 74 pages

Most of the developed countries have healthy and deep-enough capital markets. Realizing the future investments of the companies easily and less expensive and citizens prospering by becoming a sharer of the profits of companies with their personal little savings are provided through the stocks which are offered to the public at capital markets. The corporations which are eligible for a long-term investment needs to be selected at this point. "Value investing" method is proposed and studied for the mentioned selection within this work. The motivation for proposing the value investing method when investing for the long-term is explained by giving examples from Turkish economy. Furthermore, the criteria of the value investing are identified, grouped and described. On the other hand, the risks of value investing are also defined and the counter-measures for eliminating these risks are proposed. Finally, the performance of two portfolios which both consists of five publicly-traded companies selected from Turkish and American stock markets is analyzed for the last 5 year by considering the consumer price indices for testing the value investing method.

Keywords: Value investing, long-term investment, portfolio optimization, investing in stocks

ÖNSÖZ

Geniş bilgi birikimi, tecrübesi ve yol göstericiliğiyle, yüksek lisans hayatım ve bitirme çalışmam süresince desteğini ve yardımını esirgemeyen saygıdeğer hocam Dr. Öğretim Üyesi Atilla AYDIN'a saygı ve şükranlarımı sunarım.

Ayrıca, ilköğretimden yüksek lisans öğrenimimin sonuna dek, üzerimde emeği bulunan tüm öğretmen, öğretim üyeleri ve araştırma görevlilerine teşekkür etmeyi bir borç bilirim.

Haziran 2019

Erman GÖÇKÜNCÜ

İÇİNDEKİLER

ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
1. BÖLÜM	
GİRİŞ	
1.1. Sorunun Belirlenmesi	1
1.2. Çalışmanın Amacı	2
1.3. Araştırma Metodolojisi.....	3
1.4. Literatür Taraması.....	4
1.5. Çalışmanın Plânı.....	7
2. BÖLÜM	
DEĞER YATIRIMI	
2.1. Giriş	8
2.2. Sermaye Piyasalarında Davranış Biçimleri	8
2.2.1. Spekülasyon	9
2.2.2. Yatırım	9
2.3. Türkiye Ekonomisindeki Bazı Sorunlar ve Çözüm Önerileri.....	12
2.3.1. İthalata Bağımlılık ve Cari Açık	12
2.3.2. Yüksek Enflasyon	14
2.3.3. Tasarrufların Düşüklüğü.....	16
2.3.4. İşsizlik	16
2.4. Değer Yatırımı Kavramı	18
2.5. Değer Yatırımı Ölçütleri.....	20
2.5.1. Sözel Ölçütler	20
2.5.1.1. Entelektüel Sermayeye Sahip Olma.....	20

2.5.1.2. Sektörde Önemli Oyuncu Olma.....	21
2.5.2. Mali Ölçütler.....	22
2.5.2.1. Cari Oran.....	24
2.5.2.2. Finansal Kaldıraç Oranı	24
2.5.2.3. Özkaynak Kârlılığı.....	25
2.5.2.4. Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı.....	25
2.5.2.5. Faiz Ödeme Gücü.....	26
2.5.2.6. Temettü Verimi	26
2.5.3. Piyasa Ölçütleri.....	30
2.5.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı	30
2.5.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	32
2.6. Değer Yatırımında Riskler ve Korunma Yolları	32
2.6.1. Politik Risk	33
2.6.2. Kur Riski.....	33
2.6.3. Faiz Riski	34
2.6.4. Enflasyon Riski.....	35
2.6.5. Şirket Riski	36
2.6.6. Sektör Riski.....	36
2.7. Sonuç ve Özet.....	37

3. BÖLÜM

BİST30 VE DJIA ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDEN DEĞER YATIRIMINA UYGUN ÖRNEK BİRER PORTFÖY OLUŞTURULMASI, AĞIRLIKLANDIRILMASI VE SINANMASI

3.1. Amaç.....	38
3.2. BİST30 ve DJIA Endeksi Şirketlerinden Beşer Tanesinin Seçimi.....	39
3.3. Varsayımlar.....	42
3.4. Örnek Değer Yatırımı Portföylerinin Ağırlıklarının Belirlenmesi	45

3.5. Portföylerin 5 Yıl Önce Kurulduğu Varsayılarak Hisse Seçimlerinin ve Ağırlık Atamalarının Başarısının Sınanması 46

3.6. Sonuçların Değerlendirilmesi 64

4. BÖLÜM

SONUÇ

4.1. Özet..... 66

4.2. Çalışmanın Literatüre Katkısı..... 67

4.3. Araştırma Kısıtları ve Geleceğe Yönelik Çalışma Alanları 67

KAYNAKÇA 69

ÖZGEÇMİŞ..... 75

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMEX	American Stock Exchange
A.Ş.	Anonim Şirket
BİST	Borsa İstanbul
BİST30	Borsa İstanbul 30 Endeksi
BLS	U.S. Bureau of Labor Statistics (ABD İşgücü İstatistikleri Bürosu)
BM	Book-to-market value (Defter Değeri / Piyasa Değeri Oranı)
CPI	Consumer Price Index
DD	Defter Değeri
DJIA	Dow Jones Industrial Average (Dow Jones Sanayi Endeksi)
FAVÖK	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr
F/K	Fiyat / Kazanç Oranı
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Inc.	Incorporated Company (Anonim Şirket)
MKYO	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange (New York Menkul Kıymetler Borsası)
PD	Piyasa Değeri
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
SBE	Sosyal Bilimler Enstitüsü
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu

TABLolar LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1. Türkiye'de Tüketici Fiyatları Endeksinin Son 15 Yıllık Değişimi..14	
Tablo 2.2. Enflasyon Oranlarının Düzeylerine Göre Sınıflandırılması.....15	
Tablo 3.1. 31.12.2018 İtibariyle BİST30 Endeksi Bileşenleri ve Endeksten Seçilen 5 Şirket.....40	
Tablo 3.2. 31.12.2018 İtibariyle DJIA Endeksi Bileşenleri ve Endeksten Seçilen 5 Şirket.....41	
Tablo 3.3. Seçilen Sektörler ve Model Portföylerin Benzerliği.....42	
Tablo 3.4. Ölçütlerin Yatırımcı Profillerine Göre Ağırlıklandırılması.....46	
Tablo 3.5a. ASELS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....47	
Tablo 3.5b. BIMAS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....48	
Tablo 3.5c. SODA Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....48	
Tablo 3.5d. TOASO Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....49	
Tablo 3.5e. TUPRS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....49	
Tablo 3.5f. BA Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....50	
Tablo 3.5g. CAT Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....50	
Tablo 3.5h. JNJ Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....51	
Tablo 3.5i. WMT Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....51	
Tablo 3.5j. XOM Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.....52	
Tablo 3.6a. ASELS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....52	
Tablo 3.6b. BIMAS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....53	
Tablo 3.6c. SODA Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....53	
Tablo 3.6d. TOASO Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....53	
Tablo 3.6e. TUPRS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....54	
Tablo 3.6f. BA Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....54	
Tablo 3.6g. CAT Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....54	
Tablo 3.6h. JNJ Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....55	
Tablo 3.6i. WMT Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....55	
Tablo 3.6j. XOM Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.....55	
Tablo 3.7. BİST30 Endeksinden Seçilen Şirketlerin Mali Ölçüt ve Piyasa Ölçütü Değerleri.....56	

Tablo 3.8. DJIA Endeksinden Seçilen Şirketlerin Mali Ölçüt ve Piyasa Ölçütü Değerleri.....	56
Tablo 3.9. BİST30 Endeksinden Seçilen Şirketlerin Skorları ve Değer Yatırımı Portföyleri İçerisindeki Ağırlıkları.....	59
Tablo 3.10. DJIA Endeksinden Seçilen Şirketlerin Skorları ve Değer Yatırımı Portföyleri İçerisindeki Ağırlıkları.....	59
Tablo 3.11. Değer Yatırımının Başlangıç ve Bitişindeki Hisse Fiyatları.....	60
Tablo 3.12. Son 5 Yıldaki Türkiye ve ABD TÜFE (CPI) Verileri.....	60
Tablo 3.13. BİST30 Endeksinden Seçilen Hisselerin Değer Yatırımı Süresince Nominal ve Gerçek Fiyat Artışları.....	61
Tablo 3.14. DJIA Endeksinden Seçilen Hisselerin Değer Yatırımı Süresince Nominal ve Gerçek Fiyat Artışları.....	62
Tablo 3.15. Farklı Yatırımcı Profillerine Göre BİST30 Endeksinden Seçilen Hisselerden Oluşan Değer Yatırımı Portföylerinin Getirileri.....	63
Tablo 3.16. Farklı Yatırımcı Profillerine Göre DJIA Endeksinden Seçilen Hisselerden Oluşan Değer Yatırımı Portföylerinin Getirileri.....	64

1. BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Sorunun Belirlenmesi

Günümüzde toplumlarının refah düzeyi diğerlerine göre yüksek ülkeler incelendiğinde, müreffeh ülkelerin birçok yönden gelişmiş oldukları görülmektedir. Bu yönler arasında; siyaset, askeriye, ekonomi, sağlık, eğitim, teknoloji ve çevre gibi birçok yön bulunmaktadır. Çoğu birbiriyle dolaylı ya da doğrudan ilişkili olan bu yönlerde ayrı ayrı gelişimin gerçekleştirilebilmesi için temel ihtiyaç ise, öncelikle nitelikli insan kaynağı ve ardından finansmandır. Dolayısıyla bir ülkenin gelişebilmesi için, ekonomik açıdan güçlü olması, diğer yönlerde gelişiminin maddi temelini oluşturan önemli ihtiyaçlardan birisidir. Bunun için de; mali açıdan güçlü bir devlete, şirketlere ve nihayetinde bireylere ihtiyaç duyulmaktadır. Zira tüm bu öğelerin birlikte mali açıdan güçlü olmaları, ülke ekonomisinde sorun yaşandığı dönemlerde, sorunların daha hızlı ve daha kolay çözümünü sağlamaktadır.

Şirketlerin mali açıdan güçlenmeleri; çeşitli yatırımlar sonucunda pazar paylarını iç ve dış pazarlarda genişletmeleri ile mümkündür. Bireylerin güçlenmeleri için ise kabaca; tasarruf, birikim ve yatırımı ön plana almaları gerekmektedir. Şirketlerin yatırımlarını finanse edebilmeleri, teknik açıdan; özkaynak, borçlanma ya da halka arz olarak üç farklı yol ile mümkündür. Borçlanma ihtiyaçları, finans kurumlarından doğrudan borçlanma ya da borçlanma araçları ihracı yolu ile karşılanabilir. Halka arz ise, daha fazla sayıda ve çeşitli büyüklüklerde birikim sahibi birey ve kuruma yatırımcı rolünü veren bir diğer yoldur. Sermaye piyasaları, gerek tahvil ve bono gibi borçlanmaya dayalı menkul kıymetler, gerek de hisse senetleri ve fonlar gibi ortaklığa dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ortamlardır. İşte bu noktada, bir ülkede hem bireylerin kişisel birikimlerine çeşitli yatırım alanları açmak, hem de şirketlerin finansmanını borçlanma yoluna kıyasla daha ucuza mal etmek açısından, hisse senetleri gibi ortaklığa dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı sermaye piyasalarının sağlıklı, nitelikli ve yeterli derinlikte olması son derece önemlidir. Zira borçlanmaya dayalı menkul kıymetler; yatırım tutarlarının büyüklüğü ve finansal okuryazarlığın düşüklüğü gibi bazı

nedenlerce bireysel yatırımcılar tarafından pek tercih edilmezken, finansman maliyetinin yüksekliği nedeniyle de şirketler tarafından tercih edilmeyebilmektedir. Bu nedenle ortaklığa dayalı menkul kıymetlerin alım satımı, genelde daha çok rağbet görmektedir.

Sermaye piyasalarında halka arz edilen hisse senetleri aracılığıyla; bir yandan kurumlara gelecekteki yatırımlarını gerçekleştirebilmek amaçlı finansman olanağı kolayca ve daha ucuza sağlanırken, bir yandan da vatandaşların kişisel küçük tasarrufları ile şirketlerin kârına ortak olarak geleceklerini güvence altına almaları ve daha müreffeh bir yaşam sürmeleri mümkün hale gelmektedir. Bu durumun önemli bir diğer faydası da, şirketlerin elde ettiği kârların vatandaşlarla paylaşılması dolayısıyla, ülkenin sosyal sınıfları arasındaki gelir dağılımındaki dengesizliğinin azaltılmasıdır. ABD, Japonya, İngiltere, İsviçre, Almanya gibi gelişmiş ve toplumsal refahın yüksek olduğu ülkelerin birçoğunda, toplumun önemli bir kesiminin tasarruflarıyla yatırımcı olduğu menkul kıymet borsaları bulunmaktadır. Öte yandan, şirketlerin borçlanmadan ziyade halka arz yolunu seçmeleri, ekonominin kötü gittiği dönemlerde işten çıkarmaların daha az olmasını sağlamaktadır. Zira borçların ödenebilmesi için, akla ilk gelecek başvuru yöntemlerinden birisi işçi sayısını azaltmak olacaktır.

1.2. Çalışmanın Amacı

Bireysel yatırımcıların tasarruflarını yönlendirebilecekleri şirketleri birçok alternatif arasından seçebilmeleri için, yatırım ile ilgili temel kavramları öğrenmeleri ve belirli bir seviyede finansal okuryazarlığa sahip olmaları gerekmektedir. Çalışmanın amacı, sözü edilen eleme işlemi için öncelikle konuyla ilgili temel kavramların açıklanması ve bu kavramlar kullanılarak, "değer yatırımı" yöntemi ile bireylerin refah seviyelerini yükseltecek bir öneri sunulmasıdır. "Değer yatırımı" kavramı, ilk olarak Columbia Üniversitesi öğretim üyelerinden Benjamin Graham'ın "*The Intelligent Investor*" (Akıllı Yatırımcı) adlı kitabını 1949 yılında yayımlaması ile yatırım literatürüne kazandırılmıştır (Graham, 2018). Değer yatırımı, hem bir bireysel yatırımcının sahip olması gereken bakış açısına ilişkin belirli bir çerçeve çizerken, hem de

somut ve sayısal önerilerle yatırım tercihlerini belirli ölçüde kolaylaştırmaktadır.

Çalışmanın bir diğer amacı, bireysel yatırımcılara finansal piyasalarda kısa ve orta vadeli alım satım işlemleri yerine, önceden belirli bir çalışma ve plan doğrultusunda yapılan alım işlemleri ile uzun vadeli yatırımın avantajlarını açıklamaktır. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisindeki bazı sorunlara değinilecek ve bu sorunların etkisinin azaltılması ve hatta çözülmesi için, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomiye sahip ülkenin sermaye piyasasındaki bireysel ve kurumsal yatırımcıların uzun vadeli değer yatırımı bakış açısıyla, uygun şirketlerin hisse senetlerini uzun vadeli olarak ellerinde tutmalarının yararları açıklanacaktır. Bu ortaklık yöntemi ile, hem yatırımcıların hem de şirketlerin ve de ülke ekonomisinin kazançlı çıkacağı bir tez öne sürülecektir. Oluşturulan portföylerin piyasa kaynaklı fiyat hareketlerine bakılarak sıkça değiştirilmemesi ve şirketlere hisse senetleri aracılığıyla değer yatırımı yöntemiyle ortak olunduğu vurgulanacaktır. Aktif yatırım bakış açısı ile bakıldığında, piyasa koşulları takip edilerek, çeşitli nedenlerle portföylerin içerisindeki hisse senetleri dönemsel olarak değiştirilebilir. Ancak bu çalışma kapsamında aktif bir yatırım yönteminden daha çok, pasif yatırım yöntemi tercih edilmiştir.

1.3. Araştırma Metodolojisi

Çalışma kapsamında ilk olarak, gerek İngilizce gerek Türkçe akademik literatürden, konuya değinen yüksek lisans ve doktora tezleri ile makaleler taranmış ve incelenmiştir. İlgili görülen çalışmalardan kaynak olarak yararlanılmıştır. Ayrıca konu ile ilgili başkaca temel ve yardımcı kitaplar okunmuş ve kaynak olarak kullanılmıştır. Daha sonraki bölümde; değer yatırımı yöntemini sınamak amacı ile, Türkiye'de ve ABD'de halka arz olunmuş beşer şirketin hisse senetlerinden birer portföy oluşturularak, portföylerin geçmiş 5 yıldaki toplam getirileri; tüketici fiyatları endeksi ve dolar kuru gibi farklı veriler ile kıyaslanarak başarıları sınanmıştır. Benzer bir ekonomiye sahip bir ülke yerine ABD ile kıyaslanmanın nedeni, Türkiye'ye bakışla ABD'nin oturmuş ve gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olmasıdır. Vade olarak 5 yıl seçilmesinin nedeni ise, yatırımın başarı ya da başarısızlığını

değerlendirirken, kısa ve orta vadeli piyasa koşullarının etkisini en aza indirebilmektir. Ardından tez yazım sürecine geçilmiş ve son olarak ise, sınama sonucu elde edilen bulgular değerlendirilerek, iyileştirme noktaları ile çalışmanın gelişime açık yönleri belirtilmiştir.

1.4. Literatür Taraması

Değer yatırımı üzerine ilk makaleler, kavramı ilk kez ortaya koyan Columbia Üniversitesi öğretim üyesi Benjamin Graham tarafından yazılmıştır. Konu ile ilgili onlarca makalesi bulunan Graham, bu makalelerini ilk önce David Dodd ile birlikte yazdıkları *Security Analysis* (Menkul Kıymet Analizi), daha sonra ise tek başına yazdığı *The Intelligent Investor* (Akıllı Yatırımcı) kitabında bütüncül bir bakış açısıyla sistematige oturtmuştur (Graham, 2018). Devam eden yıllarda önce ülkesi ABD'de, ardından diğer gelişmiş ülkelerde Graham'ın bu yaklaşımını uygulayan ve örneklerle sınayan çalışmalar yapılmıştır. Son yıllarda bu çalışmalar Güney Afrika Cumhuriyeti ve Çin gibi gelişmekte olan ekonomilere sahip ülkelerde yoğunlaşmıştır. Bahsedilen bu çalışmaların bazılarının önemli noktalarına aşağıda değinilecektir.

İlk olarak, Graham'ın aynı zamanda onun arkadaşı da olan profesyonel yatırım danışmanı James B. Rea 1977 yılında yazmış olduğu makalesinde, değer yatırımı ölçütlerini; beşi getiri ölçütü, beşi de risk ölçütü olmak üzere gruplandırıp sınıflandırmıştır (Rea, 1977). Çalışma sonucunda, sağlam bir finansal yapıya sahip şirketlerin, uzun vadede kazançları hızlı artan şirketlerden daha iyi getiriler sağladığını göstermiştir. Daha sonra yine ABD'deki bir başka çalışmada, Graham'ın ölçütlerini sınama amacıyla ABD hisse senetlerinin 1974-1981 yılları arasındaki performansları incelenmiş ve yaklaşımın ortaya konulduğu 40'lı yıllardaki kadar başarılı olmasa da, değer yatırımının yararı o yıllar içerisinde de görülmüştür (Oppenheimer, 1984). Fama ve French adlı iki diğer araştırmacı ise, ABD'deki NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarındaki şirketlerin verilerini bilgisayar programları aracılığıyla kıyaslayıp incelemişler ve konuya farklı bir yorum getirerek; değer yatırımının sağladığı asıl kazancın, içerdiği riskten kaynaklandığını iddia etmişlerdir. Yatırımcıların düşük PD/DD oranına sahip şirketleri tercih etmelerinin riskli bir davranış olduğunu ve yatırım sonucunda aslen bu riskin ödüllendirildiğini öne sürmüşlerdir (Fama ve

French, 1992). 2002 yılında Piotroski tarafından yazılan daha yeni bir makalede, PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) oranının çarpma işlemine göre tersi olan BM oranına (*Book-to-market ratio*: Defter Değeri / Piyasa Değeri oranı) odaklanılmış ve bu oranın yüksek olduğu ve değer yatırıma uygun şirketlere 1976-1996 yılları arasındaki 20 yıllık dönemde yatırım yapıldığında, ABD endekslerinin getirilerine göre ortalama getirinin yıllık %7.5 arttırılabileceği gösterilmiştir (Piotroski, 2002).

Diğer ülkelerde yapılmış çalışmalara örnek olarak ise şu çalışmalar gösterilebilir: Çin'de 2013 yılında yayımlanmış bir makalede, değer yatırımı pratikte uygulayıp başarılı olmuş üç yatırımcının hisse senedi seçim ölçütleri, Şangay Menkul Kıymetler Borsası'nda halka arz olunmuş şirketler için kıyaslanmıştır (Yang, 2013). Bu yatırımcılardan birisi Benjamin Graham iken, diğer ikisi ondan yıllar sonra yaşamış ve değer yatırımı yöntemini kendilerine özgü bakış açılarıyla yıllar içerisinde geliştirmiş olan Peter Lynch ve Joel Greenblatt'tır. Çalışmanın sonuçlarına göre; verilerin alındığı 6 yıllık aralığın 5'inde, değer yatırımı portföylerinin getirisinin, endeksten daha iyi olduğu görülmüştür. Bir diğer sonuç olarak ise, bazı yıllarda Graham'ın ölçütleriyle seçilen hisselerden oluşan portföy daha iyi performans gösterirken, bazı yıllarda ise diğer yatırımcıların ölçütleriyle oluşturulan portföyler daha iyi performans göstermiştir. Yine Çin'de yapılan bir başka çalışmada, yöntemin geçmiş sayısal uygulamaları taranmış ve kullanılan ölçütler birlikte değerlendirilmiştir (Lee, 2014). Ayrıca bu çalışmada diğerlerinden farklı olarak, yatırımcı psikolojisine de değinilmiş ve hisse seçimlerindeki rolüne vurgu yapılmıştır (Lee, 2014: 30).

Gerek Osmanlı Devleti döneminde, gerekse de cumhuriyetin ilk yarım yüzyılında halkın büyük kesiminin sermaye piyasalarına kolayca erişim imkanı olmamıştır. Seksenli yıllarda uygulanmaya başlanan liberal ekonomi politikalarının bir yansıması olarak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 1986 yılında kurulması ile birlikte, birçok firma kendilerini borsaya kote ettirerek işlem görmeye başlamıştır. Bu nedenle Türkiye'de sermaye piyasaları ve hisse senedi gibi menkul kıymetlere yatırım konuları üzerine akademik çalışmalar da yaklaşık son 30 yılda yapılabilmektedir. Ancak literatürdeki bu çalışmalar incelendiğinde, sayı olarak

oldukça az oldukları görülmektedir. Bu durumun başlıca nedeni olarak, organize sermaye piyasalarının Türkiye'de, yukarıda özetlendiği üzere ekonomik açıdan gelişmiş ülkelere göre bir hayli geç gelişmesi gösterilebilir.

Türkiye'de daha önce, hisse senetlerine uzun vadeli değer yatırımı yapmak üzerine yazılmış; yüksek lisans ve doktora tezleri ile süreli yayınlardaki makaleler araştırılmış ve incelenmiştir. Birden fazla şirketin hisse senedine, uzun vadeli değer yatırımı konusu üzerine yazılmış bir doktora tezi (Yıldırım, 2017) ve tezi özetleyen bir makale (Karcıoğlu ve Yıldırım, 2017) bulunabilmiştir. Bu kapsamlı doktora tezinde, BİST'te halka arz olunmuş bazı şirketlerden değer yatırıma uygun olanlar seçilerek, 1996-2015 yılları arasındaki verileri kullanılmış ve portföylerin getiri performansı incelenmiştir. Çalışma teorik ve analitik açıdan, Türkiye'de pek değinilmemiş olan değer yatırımı konusuna eğilerek, önemli bir boşluğu doldurmaya çalışmıştır. Ancak çalışmada, portföy seçiminde 100'den fazla şirketin değerlendirmeye tabii tutulup, bunlardan 40'tan fazlası ile portföy oluşturulması, yatırımın bireysel ya da kurumsal yatırımcılarca uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Böylesi eleme ve ağırlıklandırma işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi için, ileri düzey bilgisayar programları kullanılması ve çalışmaya önemli miktarda vakit ayrılması gerekmektedir. 40'tan fazla şirkete yatırım yapılabilmesinin bir diğer yolu; eleme ve ağırlıklandırma işleminin önceden bir fon yönetim şirketi ya da menkul kıymet yatırım ortaklığı (MKYO) tarafından yapılması ve bu fon ya da MKYO paylarının halka sunulması olabilirdi. Ancak bu durum, çalışmanın konusu olmadığı için, daha fazla üzerinde durulmayacaktır. Yapmış olduğumuz yüksek lisans tez çalışmasında ise; yatırım yapılacak şirket sayıları 5'e indirilerek, uygulanabilirliği kolaylıkla sağlanacak ve sözü edilen doktora tezinden farklı bir bakış açısı sağlanmış olacaktır.

Tam olarak bu konu üzerine olmasa da, yakın konular üzerinde Türkiye'de yazılan diğer tezler ve makaleler de ayrıca incelenmiştir. Konuları açısından ele alındığında; sözü edilen çalışmaların bir kısmı, değer sağlama amacının güdülmesini incelerken, küçük birikimlere sahip yatırımcılar yerine şirketlerin hakim ortaklarına daha uygun bir bakış açısı ile hazırlanmışlardır (Kavurmacı, 2004; Ertuğrul, 2005; Koyuncu, 2010; Kuğu, 2011). Oysa bu çalışmada, olası şirket risklerinin dağıtılması amacıyla, tek bir şirket yerine

birden fazla şirkete yatırım yapılacak ve portföy yönetimi bakış açısına sahip olunacaktır. Bir başka çalışma, gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan değer yatırımlarını, gelişmekte olan ülkelerde sınamak amacıyla İMKB hisselerinden seçilen çeşitli portföylerle 90'lı yıllardaki verilerle sınamıştır. Çalışma sonucunda, değer yatırımı portföyünün, gelişmekte olan bir ekonomiye sahip Türkiye'de İMKB100 endeksinden daha yüksek bir getiri sağlayamadığı görülmüştür. Bu sonucun nedeni olarak ise, 90'lı yıllarda görülen yüksek enflasyon ve yüksek iç borç gösterilmiştir (Gönenç ve Karan, 2003: 13). İlgili diğer çalışmalar ise, bu çalışmada değer yatırımı ölçütleri olarak önerilmiş ölçütlerin yalnızca bir ya da birkaçı üzerine eğilmişlerdir. Bunlardan 2004 yılında yapılmış olan bir çalışma (Arslan, 2016), temettü dağıtımının firma değerine etkisini incelerken, bir diğer çalışma (Demirkol, 2006) ise entelektüel sermayenin firma değerine etkisini belirlemeye çalışmıştır.

1.5. Çalışmanın Plânı

Uzun vadeli yatırım yapılırken değer yatırımı yöntemine neden ihtiyaç duyulduğu, Türkiye ekonomisinin önemli sorunlarından örnekler verilerek açıklanacaktır. Ardından değer yatırımının ölçütleri belirlenecek ve bu ölçütler gruplanarak açıklanacaktır. Öte yandan, değer yatırımındaki riskler de tanımlanacak ve bu risklere karşı alınacak önlemler belirtilecektir. Son olarak, değer yatırımı yöntemini sınamak amacı ile, Türkiye ve ABD'de halka arz olunmuş beşer şirketin hisse senetlerinden birer portföy oluşturularak, portföylerin geçmiş 5 yıldaki getirisi; tüketici fiyatları endeksi ile nominal ve gerçel olarak karşılaştırılacaktır.

2. BÖLÜM

DEĞER YATIRIMI

2.1. Giriş

Değer yatırımı kavramına, yukarıdaki "Giriş" bölümünün "Sorunun Belirlenmesi" başlığında ana hatlarıyla değinilmişti. Bu bölümde ise, öncelikle sermaye piyasalarında yapılan hangi işlemlerin yatırım olarak dikkate alınabileceği üzerine açıklamalar yapılacak ve spekülasyon kavramına değinilecektir. Daha sonra değer yatırımı yapmanın; bir ülkedeki bireylere, o ülkedeki şirketlere ve ülke ekonomisine yararları ayrıntılı olarak açıklanacaktır. Bu açıklamaların daha sağlıklı olarak yapılabilmesi için ilgili kavramlar tanımlanacak ve bu kavramların değer yatırımı ile ilişkisi kurulacaktır. Ardından değer yatırımının ölçütleri belirlenecek ve bu ölçütler sınıflandırılarak açıklanacaktır. Daha sonraki başlıkta ise, değer yatırımındaki riskler birer birer tanımlanacak ve bu risklere karşı alınabilecek önlemler belirtilecektir. Son başlıkta da bu bölüm özetlenip bir sonuca bağlanarak, bir sonraki bölümde yer alan sayısal uygulamanın temeli oluşturulacaktır.

2.2. Sermaye Piyasalarında Davranış Biçimleri

Giriş bölümünde sermaye piyasalarından kısaca söz edilmişti. Sermaye piyasaları; gerek tahvil ve bono gibi borçlanmaya dayalı menkul kıymetler, gerek de hisse senetleri ve fonlar gibi ortaklığa dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ortamlardır. Yine, bu bölümde değinilecek olan spekülasyon ve yatırım kavramları, yalnızca menkul kıymetler ile ilişkili kavramlar olmayıp gayrimenkullerle de ilgilidir. Ancak bu çalışmanın kapsamı, ortaklığa dayalı menkul kıymetlerden olan hisse senetlerine yatırım olduğu için, diğer menkul kıymetler ve gayrimenkuller üzerinde durulmayacaktır.

Sermaye piyasalarında değinilmesi gereken bir diğer husus da, birincil ve ikincil piyasa kavramlarıdır. "Birincil piyasa" kavramı, bir şirkete ait menkul kıymetlerin tamamının ya da bir bölümünün, ilk defa alıcı ile karşılaştığı, yani halka arz edildiği piyasayı ifade eder (Ünver, 2012: 61). Bu piyasada; kişi ve kurumlar, daha önceden âtil durumda bulunan sermayeleri ile, sermaye ihtiyacı bulunan şirketlerin bu ihtiyaçlarını ortaklık yoluyla gidermiş

olurlar. "İkincil piyasa" ise, daha önceden halka arz edilmiş menkul kıymetlerin el değiştirdiği ve paraya çevrilebildiği piyasadır (Ünver, 2012: 63).

Sermaye piyasalarında işlem yapan kişi ve kurumların iki farklı amacı olabilir. Bunlardan birincisi, bir menkul kıymeti satın almak ve alış fiyatından daha pahalı bir fiyat üzerinden piyasada satmak suretiyle kâr elde etmektir. İkincisi ise, menkul kıymeti satmadan, o menkul kıymete belirli bir dönem boyunca sahip olmanın sağladığı dönemsel getiri suretiyle kâr elde etmektir. Bu amaçlar alt başlıklarla açıklanacak ve karşılaştırılacaktır.

2.2.1. Spekülasyon

Sermaye piyasası araçları olan menkul kıymetleri, kâr elde ettikten sonra satma işlemine "spekülasyon", bu işlemi yapanlara ise "spekülatör" denmektedir. Spekülasyon işlemi, başka bir bakış açısı ile ticaret olarak görülebilir. Bu ticarete de, günlük hayattaki ticarete malların alınıp satıldığı gibi menkul kıymetler el değiştirmektedir.

Spekülasyon işleminde düzenli olarak başarılı olmak için, piyasaların sıkça takip edilmesi gerekmektedir. Çünkü menkul kıymetlerin carî fiyatlarının hareketleri, fiyatları birbirlerinden çok farklı şiddetle ve yönlerde etkileyebilen birçok ticarî, siyasal ve istatistiksel etkene bağlıdır. O nedenle spekülasyon, ciddi emek ve zaman isteyen bir iştir. Bir ya da birkaç alım satım işleminde başarılı olunması, getiri ne kadar büyük olursa olsun, yalnızca spekülatörün yetkinliğine bağlanamaz. İşlem hacmi, piyasa koşulları, makroekonomik durum, ülkenin yatırım yapılabilirlik düzeyi, jeopolitik sorunlar, emtia fiyatları, şirketle ilgili haberler gibi çok çeşitli etkenler, hissenin piyasa fiyatı üzerinde yukarı ya da aşağı yönde etkide bulunabilir.

2.2.2. Yatırım

Herhangi bir menkul ya da gayrimenkulü, faiz, temettü ya da kira getirisi gibi çeşitli dönemsel getiriler elde etmek için satın almaya "yatırım", bu işlemi yapan kişi ya da kurumlara ise "yatırımcı" denir.

Piyasalarda işlem yapan birçok kişi, çeşitli menkul kıymetleri sıkça alıp satarak yatırım yaptığını sanmaktadır. Oysa bu kişilerin yaptıkları işlemi,

yatırım yerine spekülasyon olarak nitelendirmek daha doğru olacaktır. Yapılan ampirik çalışmalara göre, satın alınan hisse senetlerinin ne kadar süre ile elde tutulacağına ya da ne kadar kâr elde edildikten sonra satılacağına kararı alınmadan yapılan işlemlerin birçoğunda hatalı kararlar alınmaktadır (Aktaş, 2012: 187). Zira kısa süre için yapılan alım-satımlarda kâr edilse bile, hissenin yükselişine tamamen eşlik edilme ihtimali oldukça düşüktür ve dönemsel getiri göz ardı edilmektedir. Bir hisse senedini alan yatırımcı, ancak şirketin net dönem kârından bir kısmını hissedarlarına dağıttığı takdirde şirketin kârına ortak olabilmüş olur. Bir şirketin belli bir miktarda kâr edip, bu kârı hissedarları ile paylaşabilmesi için ise belli bir zaman geçmesi gerekmektedir. Bu nedenle yatırımda vâde kavramı önemli bir kavramdır.

Tek Düzen Hesap Planı'na göre vadesi bir yıla kadar olan krediler kısa vadeli, bir yıl ve daha uzun krediler ise uzun vadeli olarak sınıflandırılmaktadır. Yatırım ve yatırımcı bakış açısından da, vade kavramının bu sürelerle benzer sınıflandırılması uygundur. Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören şirketlerden geçmiş mali yılda elde ettikleri kârlarını hissedarlarıyla paylaşanların çoğunluğu, bu paylaşımı yılda tek bir seferde ve bahar aylarında yapmaktadır. Bu durum dikkate alındığında, bu şirketlere kârlarından pay almak amacı ile yatırım yapan kişi ve kurumların, satın aldıkları hisse senetlerini en az bir yıl boyunca ellerinde tutmaları gerekmektedir.

Değer yatırımcısı Benjamin Graham, daha önce yukarıda sözü edilen *The Intelligent Investor* (Akıllı Yatırımcı) kitabında, "yatırımcı" terimini, "spekülatör"ün bir karşıtı olarak kullanmıştır (Graham, 2018: 37). Graham'a göre piyasalarda yapılan işlemler, şöyle ikiye ayrılmaktadır: *"Yatırım, çok kapsamlı yapılan bir araştırmayı takiben, yatırılan anaparanın güvenliğini sağlayan ve onun üzerinde yeterli oranda bir getiriyi vaat eden bir işlemdir. Bu koşullara uymayan işlemler ise spekülatiftir"* (Graham, 2018: 37). Bu sınıflandırma göz önüne alındığında, spekülatif işlemlerin anapara güvenliğini ve yeterli getiriyi sağlama ihtimalinin daha düşük olduğu görülür.

Spekülasyon ve yatırım işlemlerini karşılaştırmada, piyasadaki bireyin ruh hali gibi çeşitli etkenlerin yapılan işlemlerin sonucunu etkileyebileceğine de değinmek gerekir. Yapılan çalışmalar sonucunda, bireylerin ruh halinin,

mevsimin ve hatta hava durumunun bile bireylerin alım-satım kararları üzerinde etkileri olduğu görülmüştür (Yalçın, 2009: 37). Bu çalışmalar dikkate alındığında, yeterli miktarda ön çalışma ve araştırma yapılmadan, anlık duygular ve ruh hali değişiklikleri ile gerçekleştirilen alım-satım işlemlerinin, anapara güvenliğini riske attığı bir gerçektir. Bu açıdan bakıldığında da yatırım bakış açısının, spekülâtif işlemlere yeğlenmesi gerektiği görülmektedir.

Uzun vadeli yatırımın önemini arttıran bir diğer yön de, hisselerine yatırım yapılan şirketin bakış açısına sahip olunduğunda görülür. Hisselerini birincil piyasada halka arz yoluyla yatırım yapılabilir hale getiren şirketler, bu arz aracılığıyla elde ettikleri sermayeyi; yeni fabrika ya da tesis açmak, inovasyon ve araştırma-geliştirme faaliyetlerinde bulunmak, eski borçlarını azaltmak ya da mümkünse kapatmak, süreçlerini iyileştirerek maliyetlerini düşürmek gibi çeşitli amaçlar doğrultusunda kullanmak isteyebilirler. Bu amaçların çoğunun sağladığı yararların kısa vadede görülmesi mümkün değildir. Örneğin, yeni bir fabrika açılması için; işin planlanması, arazi temini, inşa edilmesi, istihdam edilecek personelin bulunması ve nihayetinde üretimin tam kapasiteye varması süreci, uzun yılları bulabilmektedir. Oysa burada sözü edilen dönemsel getiri olan temettünün artabilmesi için, temettünün kaynağı olan kârın artışının gerçekleşmesi, bunun için de bahsedilen fabrikanın verimli bir biçimde çalışmaya başlamış olması şarttır. Yine özellikle inovasyon ve araştırma-geliştirme faaliyetlerinde bulunan şirketlerin çalışmalarının başarıyla sonuçlanıp meyvelerinin toplanması uzun yıllar almaktadır. Ancak sermaye piyasalarında yatırım amacıyla işlem yapan birçok birey, satın aldığı hisse senetlerini aylar, günler, hatta saatler sonra satmaktadır. Bu tür kısa süreli işlemleri spekülâtif işlemler olarak sınıflandırmak daha doğrudur ve de işlem hacminin çoğunluğunu da bu işlemler oluşturmaktadır. Kısa süreli alım-satım işlemlerinde, hisse senetleri el değiştiren şirketler değil, onlar yerine, el değiştirmeye aracılık eden aracı kurumlar komisyon gelirleri sayesinde yarar sağlamaktadır. Kısa ve uzun süreli işlemlerin sonuçları birlikte değerlendirildiğinde, şirketler açısından da uzun vadeli yatırımın yararlı olduğu görülür.

2.3. Türkiye Ekonomisindeki Bazı Sorunlar ve Çözüm Önerileri

Türkiye ekonomisinde uzun yıllardan beri süregelen çeşitli yapısal sorunlar bulunmaktadır (Eğilmez, 2016). Bu sorunlardan bir kısmının etkisinin azaltılması ve hatta çözülmesi için, sermaye piyasasındaki bireysel ve kurumsal yatırımcıların değer yatırımı bakış açısıyla, uygun şirketlerin hisse senetlerini uzun vadeli olarak ellerinde tutmaları yararlı olacaktır. Böylece ortaklık yöntemi ile, hem yatırımcıların hem de şirketlerin ve de ülke ekonomisinin kazançlı çıkacağı bir model kurularak hayata geçirilmiş olacaktır. Sözü edilen sorunların başlıcaları olarak; ithalata bağımlılık ve ihracatın ithalata bağımlılığının yüksekliği, cari açık, yüksek enflasyon, tasarrufların düşüklüğü, ve işsizlik gösterilebilir (Eğilmez, 2016). Bu kısımda bu sorunlarla değer yatırımı yönteminin ilişkisi kurulacaktır.

2.3.1. İthalata Bağımlılık ve Cari Açık

Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip Türkiye, birçok önemli sektörde gerek hammadde, gerek de yarı mamul ve mamul olarak yoğun bir biçimde ithalat yapmaktadır. İthal edilen başlıca hammaddelere örnek olarak; doğalgaz, petrol ve altın sayılabilirken; yarı mamul ve mamullere örnek olarak ise ilaçlar, tohumlar, gıdalar, çeşitli elektronik cihazlar, oyuncaklar, temizlik ve kozmetik malzemeleri, tekstil ürünleri, petrokimya sanayi ürünleri, otomobiller, uçaklar ve iş makineleri sayılabilir (Türkiye'nin ithalata bağımlılığı artıyor, Anonim, 2018). Son yıllarda bu ürünlerin arasına, meyveler ve bakliyat gibi tarım ürünleri de eklenmiştir.

Bir ülkenin ithalat ve ihracat yapması doğal bir durumdur. Ancak Türkiye'nin, ekonomisinin durgunluğa girdiği yıllar haricinde, uzun yıllardır ithalat tutarı ihracat tutarından fazladır; bir diğer deyişle Türkiye kronik olarak cari açık vermektedir (Eğilmez, 2016). Tanımı itibariyle cari açık, bir ülkenin ürettiği mal ve hizmetlerin ihracı sonucu elde edilen gelirlerin, ülkenin yurt dışından ithal ettiği mal ve hizmetlere ödediği giderlerden az olması durumudur (Parkin ve diğerleri, 1997: 952). Düzenli olarak cari açık verilmesi, ancak her yıl giderek artan miktarlarda dış borçlanma ile sağlanabilmektedir ve bu durumun sürdürülemez olduğu açıktır. Yapısal bir değişiklik yapılmadığı

takdirde bu durumun ülke ekonomisi açısından iflasla sonuçlanması beklenir. Bu soruna çözüm olarak; ya ihracat miktarı arttırılmalı ya ithalat miktarı azaltılmalı ya da iki yöntem birlikte uygulanmalıdır. Bunun için de, gerek devletin gerekse yatırımcıların ihracatçı şirketleri desteklemesi gerekmektedir.

İthal edilen maddelerden hammadde olanlar, yapılabilecek çalışmalar sonucunda ikame edilemiyorlarsa, doğal nedenlerden ötürü ithal edilmek zorundadır. Hammaddelerin yerini alabilecek ürünlerin üretim süreçleri, görece daha fazla çaba istemektedir ve süre olarak uzundur. Ancak yarı mamul ve mamullerin üretiminin, uzun vadede ithalatı azaltacak biçimde yurtiçinde gerçekleştirilmesi, daha kısa sürede sağlanabilir.

Kısa vadeli bir çalışma olmamakla birlikte; ikame edilebilecek hammaddelere örnek olarak petrol, ürünlere örnek olarak ise petrol ürünleriyle çalışan motorlu taşıtlar gösterilebilir. Günümüzde motorlu taşıtların büyük çoğunluğu, enerjisini benzin ve mazot gibi hidrokarbonlu bileşiklerden sağlamaktadır. Ancak gelişmiş ülkelerde yapılan araştırma ve geliştirme çalışmaları sonucunda, elektrikle çalışan taşıtlar geliştirilmeye başlamıştır. Hatta Norveç ve Hindistan gibi ülkeler, gelecek yıllarda benzinli ve dizel araçları yasaklayacak olan yasaları yürürlüğe bile sokmuşlardır (13 ülke benzini ve dizeli yasaklamaya hazırlanıyor, Anonim, 2017). Bu noktada, ülke olarak elektrik üretiminin arttırılması ve elektrikli araçların geliştirilmesi yoluyla, birden fazla ithalat kaleminin düşürülmesi hedeflenebilir. Bu hedefler doğrultusunda kurulmuş ya da kurulacak olan şirketler, yeni bir pazara girmiş olduklarından, yatırıma başladıktan birkaç yıl sonra kârlı olması muhtemel şirketler olacaktır. Bu tür şirketler, değer yatırımı ölçütlerini sağladıkları takdirde yatırıma uygun şirketlerdir. Böyle şirketlerin hisse senetlerinin değer yatırımı bakış açısı ile satın alınması yoluyla hem yatırımcılar uzun vadede kârlı çıkacaklar, hem de şirketler yurt içinden finansman sağlamış olacaktır. Finansmanın bankalardan borçlanma ya da tahvil ihracı yerine, ortaklık yöntemi ile sağlanması, şirketler açısından sermaye maliyetini düşürecek ve değer yatırımının verimini arttıracaktır.

2.3.2. Yüksek Enflasyon

Türkiye'de uzun yıllardan beri süregelen ekonomik sorunlardan birisi de yüksek enflasyondur (Bakınız: Tablo 2.1.). "Enflasyon" sözcüğü, tanımı gereği, mal ve hizmet fiyatlarındaki genel artışı ifade eder (Brealey ve diğerleri, 1997: 96). Enflasyonun ideal türü olan "düşük enflasyon", yüzde 1 ile 3 arasındaki enflasyon oranlarını kapsamaktadır. Bu aralıktaki enflasyonun ekonomide canlılık açısından yararlı olduğu ve üretimi ve yatırımları teşvik ettiği öne sürülmektedir (Eğilmez, 2017). "Yüksek enflasyon" ise, yüzde 8 ile 15 arasında bir enflasyon oranını ifade etmek için kullanılır. Bu oran aralığına ulaşıldığında, enflasyonun ileriki dönemlerde yine yüksek olacağı beklenir ve bu beklentilerin kırılması kolay değildir. Bir ülkede yüksek enflasyon görülmesi, sorunun ciddileştiğini ve çözümün giderek zorlaştığını belirtir (Eğilmez, 2017).

Tablo 2.1. Türkiye'de Tüketici Fiyatları Endeksinin Son 15 Yıllık Değişimi.

Yıl	Aralık Ayları İtibariyle Yıllık Değişim (%)
2004	9,35
2005	7,72
2006	9,65
2007	8,39
2008	10,06
2009	6,53
2010	6,40
2011	10,45
2012	6,16
2013	7,40
2014	8,17
2015	8,81
2016	8,53
2017	11,92
2018	20,30

Kaynak: TÜİK, 2019.

Türkiye'deki Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki (TÜFE) artış, Tablo 2.2.'deki sınıflandırmaya göre incelendiğinde; Türkiye'de son 15 yılın dokuzunda "yüksek", beşinde "orta", birinde ise "çok yüksek" enflasyon yaşandığı görülmektedir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta da, enflasyonun trendinin düzensizliği ve değişkenliğidir.

Tablo 2.2. Enflasyon Oranlarının Düzeylerine Göre Sınıflandırılması.

Enflasyon Türü	Alt Sınır (%)	Üst Sınır (%)
Sürünen	0	1
Düşük	1	3
Orta	3	8
Yüksek	8	15
Çok Yüksek	15	600
Hiper	600	Yok

Kaynak: Eğilmez, 2017.

Tüketici fiyatlarındaki enflasyon oranı yükseldikçe, bireylerin satın alma gücü daha fazla düşmektedir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak; sabit gelirlili vatandaşlar, zaman içerisinde refah seviyelerinde ciddi düşüşler yaşamaktadırlar.

Enflasyon, kaynağı incelendiğinde, maliyet enflasyonu ve talep enflasyonu olarak iki türe ayrılabilir. Bazı durumlarda ise iki türdeki enflasyon aynı anda görülebilmektedir. Bu türlerden maliyet enflasyonu, fiyatlar genel düzeyinin artışının nedeninin maliyetlerin artışı olduğu durumu ifade ederken; talep enflasyonu ise, maliyetler sabit olmasına rağmen, aynı miktarda arza karşılık, talebin arttığı durumda yaşanan fiyatlar genel düzeyi artışını ifade eder. Türkiye'de iki tür enflasyon da çeşitli dönemlerde yaşanmış olmakla birlikte, maliyet enflasyonunun etkisinin daha baskın olduğunu söylemek mümkündür (Eğilmez, 2015). Bunun nedeni de çoğu üreticinin, bir önceki başlıkta değinildiği üzere; enerji, hammadde ve yarı mamulleri yurtdışından ithal etmesidir. İthal malların fiyatı, döviz kurları arttıkça artmakta; bu durum, üretici firmaların maliyet artışlarını son tüketiciye yansıtmasına yol açmaktadır. Zam yapmadıkları takdirde, üretici firmaların mali yapısı riske girmektedir. Bu duruma göre, döviz kurları yükseldiğinde ya üretici firmanın kârlılığı düşmekte, ya da son tüketiciler zamlarla karşılaşmaktadırlar. Öte yandan; Türkiye'de yine uzun yıllardan beri devam eden bir "enflasyon-devalüasyon sarmalı" bulunmaktadır. Buna göre; kronik yüksek enflasyon, döviz kurlarının yükselmesine, döviz kurlarının yükselmesi de, satılan mal veya verilen hizmette ithal girdi bulunmasa bile, zam yapılmasına ve de dolayısıyla enflasyona yol açmaktadır (Cansen, 2019). O hâlde tüm bu olaylar birlikte değerlendirildiğinde, hem üreticilerin hem de tüketicilerin yararına olacak yöntem, üretici firmaların ithalata bağımlılığını azaltmaktır. Böylece

tüketici fiyatlarının döviz fiyatlarına olan bağımlılığı da azaltılacak ve dolaylı yoldan da olsa, enflasyon düzeyi aşağıya inerek, bireylerin alım gücündeki zayıflamanın hızı düşecektir. Buradan da, değer yatırımcısı gözüyle ihracat yapan şirketlerin ithalat yapan şirketlere tercih edilmesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.

2.3.3. Tasarrufların Düşüklüğü

Türkiye'de uzun yıllardan beri mevcut bulunan bir diğer ekonomik sorun, iç tasarrufların, yurt içinde yapılan yatırımlara göre düşüklüğüdür. Tasarruf, gelirin tüketime gitmeyen kısmı olarak tanımlanmaktadır (Üstünel, 1975: 195). Makroekonomide, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın (GSYİH) matematiksel ifadesine göre, hane halkının tasarruflarının ülke içerisinde yapılan yatırımlardan az olması durumunda, yatırımların tasarruflar tarafından karşılanamayan kısmı, dış borçlanma yoluyla karşılanmaktadır. Dış borçlanmanın kayda değer bir kısmının da döviz cinsinden gerçekleştirildiği dikkate alınır, yerel para biriminin devalüasyonu durumunda borcun ödenmesi zorlaşacaktır. Öte yandan, yerel para birimi ile yapılan borçlanmalarda da, borç verenler tarafından, Türk Lirası'ndaki enflasyon oranı dikkate alınarak beklenen enflasyon oranından daha yüksek bir faiz oranı istenecektir. Bu senaryoda ise yüksek enflasyon sorun oluşturmaktadır. Özetle, tasarrufların düşüklüğü nedeniyle borçlanma; hangi para birimi ile yapılırsa yapılsın, bir önceki başlıkta değinildiği üzere, enflasyon-devalüasyon sarmalı dolayısıyla yurt içindeki sınırlı kaynakların yurt dışına aktarılmasına ve hem bireylerin hem şirketlerin hem de ülke ekonomisinin zarar görmesine yol açmaktadır. Bu nedenle vatandaşlar ve şirketler tarafından yapılan tasarruf miktarı arttırılmalı ve yeni yatırımlara yönlendirilmeli, bu yolla ülke içerisindeki kaynakların yurt içinde kalması sağlanmalıdır. Yatırım yapılırken değer yatırımcısı bakışına sahip olunması bu noktada önemlidir.

2.3.4. İşsizlik

Türkiye ekonomisindeki önemli ekonomik sorunlardan birisi de işsizliktir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranı, 2000'li yılların

ortalarda görece düşük seviyelere inmesine rağmen, 2012 yılından beri yükseliş trendindedir (Yeşilada, 2018: 83).

Daha önceki başlıklarda, ithalata bağımlılık, yüksek enflasyon ve tasarrufların düşüklüğü gibi çeşitli nedenlerle şirketlerin mali açıdan zorluk yaşadıkları belirtilmişti. Şirketler ticari hayatlarını sağlıklı bir biçimde sürdürebilmek için, maliyetlerin arttığı durumlarda ya mal ve hizmet satış fiyatlarını arttırmak ya da çeşitli maliyetlerini kısmak durumundadırlar. Maliyet kısma söz konusu olduğunda ise, en sık uygulanan yöntemlerden birisi işten çıkarmalardır.

İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) verilerine göre, 2018 yılı itibariyle Türkiye'nin en büyük 500 sanayi şirketinden 69'u halka açıktır. Yapılan satışlar incelendiğinde, satış hacminin %33'ünün halka açık şirketler tarafından yapıldığı görülmektedir. Adet olarak bakıldığında ise, bu şirketlerin yalnızca %14'ü halka açıktır. (Borsa şirketleri İSO 500'de kritik eşiği aştı, 2018). Gelişmiş ekonomilere sahip ülkelere kıyasla; halka açık şirketlerin gerek sayısının gerek de satış hacimlerinin düşük olduğu söylenebilir. Oysa gelişmiş ülkelerde büyük sanayi kuruluşlarının çoğu halka açılmakta ve sermaye tabanını genişleterek kolayca ve ucuz bir biçimde finansman sağlamaktadır. Halka açılmayan Türk şirketleri, finansmanlarını finans sektöründen borçlanma ve nadiren de olsa tahvil ihracı yolu ile sağlamaktadırlar. Borçlanma ve tahvil ihracı yolu ile finansman sağlanması, özellikle mali yapısı güçlü olmayan şirketlerin güncel maliyetlerine bir de yüklü finansman giderleri eklemekte ve bu şirketlerin mali yapısı daha da bozulmaktadır. Bu riske çözüm önerisi olarak; devletin yetkili kurumları tarafından, bir yandan büyük sanayi ve ticaret kurumlarının halka arzı, vergi avantajı gibi çeşitli yollarla teşvik edilmeli, diğer yandan bu şirketlere yatırım yapılması için bireysel ve kurumsal yatırımcılar teşvik edilmelidir. Bu noktada yatırımcılar tarafından kolaylıkla yönlendirilecek ilk kaynaklar, yurt içi yerleşik birey ve kurumlara ait döviz tevdiat hesaplarında bulunan ve "yastık altı" olarak tabir edilen ve mali piyasalara kazandırılmamış birikimler olabilir. Çünkü, Türkiye'de döviz ve altın birer yatırım aracı olarak görüldüğünden, özellikle hane halkının birikimleri açısından bu iki enstrümanın satın alınıp elde tutulması önemli bir

yer tutmaktadır. Ancak reel ekonomi açısından âtil durumda bulunan bu kaynaklar, dolaylı yoldan şirketlerin dış finansmana muhtaç kalmasına ve ekonominin kötü gittiği dönemlerde işsizliğin artmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak bu açıdan bakıldığında, yurt içinde halka açılmış şirketlere yatırım yapılmasının işsizliği uzun vadede dolaylı olarak azaltacağı ve bu yolla da bireylerin refahını arttıracığı öne sürülebilir.

2.4. Değer Yatırımı Kavramı

Yatırım kavramına daha önceki başlıklarda değinilmişti. "Değer yatırımı" kavramını açıklamadan önce, "fiyat" ve "değer" kavramlarını açıklamak ve bu iki kavramı karşılaştırmak gerekir.

"Fiyat", herhangi bir mal ya da hizmet için talep edilen ya da ödenen tutarı belirten terimdir. Serbest piyasada fiyatın oluşabilmesi için, satıcı ya da hizmet veren taraf ile, alıcı ya da hizmet alan tarafın fiyatta uzlaşmaları gerekir. Aksi takdirde mala ya da hizmete biçilen fiyat, gerçeği yansıtmak yerine tarafların öznel görüşlerini yansıtır. "Değer" ise, bir mal ya da hizmet için farklı kişilerce yansıtılan bu öznel görüşleri içeren bir kavramdır. Kişiler, genellikle o mal ya da hizmetten elde edecekleri faydanın bir göstergesi olacak biçimde bir değer belirlerler. Belirlenen değerler çoğu durumda farklı alıcı ve satıcılar arasında değişiklik gösterir. Bu nedenle farklı alıcılar ile farklı satıcılar arasında, aynı hizmetin sağlanması ya da malın ticaretinde farklı fiyatlar oluşabilir. Bu fiyat farklılıklarında; arz eden tarafların adedi ve niteliği, talep eden tarafların adedi ve niteliği, satış zamanı ve mekanı, alıcı ve satıcının istek ve ihtiyaçları gibi çok çeşitli faktörler etkili olmaktadır.

Hisse senedi, bono ve tahvil gibi menkul kıymetlerin alım-satımı borsalarda gerçekleşmektedir. Sözlük tanımı olarak; menkul kıymetleri arz ve talep eden tarafların, fiyatta uzlaşarak takas işlemini aracı kurumlar aracılığıyla gerçekleştirdiği, belli kuralları ve standartları olan organize piyasalara "borsa" denmektedir. Hisse senedi borsalarında işlem yapan iki farklı profil bulunmaktadır. Bunlar; fiyat farklılıklarından kazanç elde etmeye çalışan "spekülatörler" ve dönemsel getiri sağlamaya çalışan "yatırımcılar"dır. Spekülatörler, yatırıma uygun olsun olmasın, her çeşit şirketin hisselerini alıp satarak sıkça işlem yapmakta ve borsadaki işlem hacminin büyük çoğunluğunu

oluşturmaktadırlar. Bazen çoğu spekülörün aynı yönde emir vermeleri nedeniyle, bazı hisse senetleri kısa vadede çok düşük ya da çok yüksek fiyatlara erişebilmektedirler. Örneğin, bir işlem günü içerisinde çok fazla alım talebi gelen bir şirket hisselerinin işlem fiyatı, dolaşımdaki hisse adedi sınırlı olduğundan, talep arttıkça yükselecektir. Bu senaryoya benzer biçimde, piyasadaki birçok kişinin aynı anda satmak istediği bir şirketin hisse senetlerinin fiyatı çok düşük seviyelere inecektir. Çünkü satıcı sayısının alıcı sayısından fazla olduğu durumda, satıcı taraflar alıcı bulabilmek için satış fiyatlarını aşağı çekmek durumundadırlar. Ancak nihayetinde kısa vadeli kazançlar elde etmek amacıyla yapılan tüm bu alım satım işlemleri sonucunda asıl kazançlı çıkan taraf, alım ve satım işlemlerinden komisyon geliri elde eden aracı finans kurumlarıdır. Zira ikincil piyasada gerçekleşen her bir spekülatif işlemin sonucunda; bir taraf kazanırken, diğer taraf kaybetmektedir. Bu işlemlerden, hissesi alınıp satılan şirkete ise doğrudan bir yarar sağlanmamakta, yalnızca şirket hisselerinde likidite artışı sağlanmaktadır. Şirketlerin doğrudan yarar gördüğü işlem, birincil piyasalarda gerçekleştirilen halka arzlarıdır.

"Değer yatırımı", piyasada gerçek değerinin altında bir fiyattan alınıp satılan şirketlerin hisse senetlerini satın alma üzerine kurulu bir yatırım yöntemidir. Değer yatırımı yapılırken, hisse senetlerinin değerlerini belirleyebilmek için kapsamlı bir araştırma yapılması gerekmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, spekülasyon güdüsüyle kesinlikle yapılmayan bir işlemdir. Ancak piyasada oluşan çeşitli spekülasyonlar nedeniyle fiyatı, sahip olduğu değerden daha düşük olan şirketlerin hisse senetlerini araştırıp bulmaya dayanır. Bu nedenle, değer yatırımı yapılacak bir piyasada, yeterli miktarda işlem yapan spekülörler bulunması gerekmektedir. Çünkü spekülörler, çeşitli hisse senetlerini sürekli alıp satarak, hisse fiyatlarını olması gereken fiyatlardan yukarıya ya da aşağıya taşımaktadırlar. Bu aşamada hangi hisselerin, gerçekte olması gerektiği fiyattan daha ucuz olduklarını, bir diğer deyişle sahip oldukları piyasa fiyatından gerçekte daha değerli olduklarını bulmak, değer yatırımcısının aslî amacıdır.

Columbia Üniversitesi öğretim üyesi Benjamin Graham, ilk önce David Dodd ile birlikte yazdıkları *Security Analysis* (Menkul Kıymet Analizi), daha

sonra ise tek başına yazdığı *The Intelligent Investor* (Akıllı Yatırımcı) kitabında, değer yatırımı yöntemini ayrıntılarıyla ortaya koymuştur (Graham, 2018). Yönteme göre, nitelikli şirketlerin piyasada gerçek değerlerinden daha ucuz olarak fiyatlanan hisse senetleri, bu şirketlerin geçmiş yıllara ait bilanço ve gelir tabloları incelenerek satın alınmalı ve yeterince uzun bir süre elde tutulmalıdır. Bu seçim esnasında birçok ölçüt dikkate alınmalıdır. Değer yatırımının ölçütleri; sayısal olarak belirlenmesi zor olan, nicelikten ziyade niteliğe dayalı "sözel ölçütler", bilançolar ve gelir tablolarında bulunan geçmiş verilerin derlenip analiz edilerek yorumlanmasına dayalı "malî ölçütler" ve son olarak da piyasadaki güncel fiyatlamaları içeren "piyasa ölçütleri" olarak 3 grupta toplanabilir. Bundan sonraki bölümde, değer yatırımının ölçütleri teker teker tanımlanacak ve birer yatırım ölçütü olarak önemleri irdelenecektir.

2.5. Değer Yatırımı Ölçütleri

2.5.1. Sözel Ölçütler

Değer yatırımı ölçütleri arasında, sayısal olarak ölçülmesi zor olan birçok unsur bulunmaktadır. Bunlara örnek vermek gerekirse; yeni bir fabrikanın hizmete alınması, mevcut işletmelerin veriminin ya da kapasitelerinin iyileştirilmesi, araştırma ve geliştirme faaliyetleri, inovasyon çalışmaları, yeni ürün ve hizmetlerin pazara sunulması, pazardaki oyuncu sayısının az ya da çok olması, talebin esnekliği ve sürekliliği gibi çok çeşitli unsurlar sayılabilir. Bu unsurlardan önemli görülenler, değer yatırımının sözel ölçütleri olarak belirlenmiştir.

2.5.1.1. Entelektüel Sermayeye Sahip Olma

Günümüzde teknolojinin hızlı bir biçimde gelişmesi ve bilginin kolayca yayılması, dünyayı yüz yıl öncesinden çok farklı bir hale sokmuştur. Yatırımcı bakış açısıyla da bu tespitin doğru olduğu söylenebilir. Bir asır önce en revaçta olan sektörler; petrol rafinajı, demir-çelik sanayi, bankacılık, perakende satış ve yiyecek-içecek üretimi gibi sektörler iken; günümüzde uçak, otomotiv, bilgisayar, telefon, tıbbi cihazlar gibi teknolojik ürünlerin üretimini yapan sektörler ile hatta içerisinde hiçbir üretim ya da satış tesisi bulunmayan birçok şirketi barındıran internet sektörüdür. Yeniliklerin daha hızlı uygulanıp

müşterilerle buluşturulabildiği bu ikinci gruptaki sektörlerde, reklamlar aracılığıyla toplumlara yeni ihtiyaçlar yaratılabilmekte ve bireylerin tüketim alışkanlıkları uzun vadede değiştirilerek, bu yeni ihtiyaçların karşılanması suretiyle yeni pazarlar oluşturulmakta ve kâr elde edilmektedir. Bu noktada, sözü edilen yenilikleri bulup uygulanmasını sağlayacak nitelikte bir insan faktörü, şirketler için büyük önem kazanmaktadır. Ayrıca şirket organizasyonunun, çalışanların araştırma ve geliştirme faaliyetlerini rahatlıkla yapabilecekleri bir ortamı sağlıyor olması gerekmektedir. Üretilen yeni ürünlerde ve sunulan yeni hizmetlerde katma değer yüksek olması, şirketin değerini arttıran bir unsurdur. İşte günümüzde, bir şirketin maddi olmayan varlıklarının örgütsel sermaye ve insan sermayesi gibi iki farklı bileşenin toplam ekonomik değerine "entelektüel sermaye" adı verilmektedir (Petty ve Guthrie, 2000). Bu tanıma göre, entelektüel sermaye ve katma değer yaratımı, değer yatırımı ölçütlerinin başında gelmektedir. Kendisi de bir değer yatırımcısı olan ve bu konu üzerine yayımlanmış 3 kitabı bulunan Philip Fisher, konuyla ilgili olarak şunları söylemektedir: *"Yatırımcı en iyi sonuçları, genellikle, mühendislik ya da araştırma faaliyetlerini önemli ölçüde zaten şirket faaliyetlerinin içinde olan işlerle ilişkili ürünlere ayıran şirketlerden elde eder."* (Fisher, 2007: 53) Yine Fisher'a göre, herhangi bir sektördeki bir şirketi kalburüstü, vasat ya da kötü bir yatırım aracı haline getiren, esas olarak insandır (Fisher, 2007: 232). Bu nedenle, katma değer yaratımı ve bu değeri yaratan entelektüel sermaye, bir şirkete değer yatırımı yaparken önemli ölçütlerden birisidir.

2.5.1.2. Sektörde Önemli Oyuncu Olma

Şirketler de tıpkı insanların doğması, büyümesi ve ölmesi gibi, kurulur ve gelişirler. Ancak şirketlerin iflası ticaret hayatının doğal ve olası bir ögesi olmakla birlikte, şirketin ömrünün hangi safhasında oluşabileceğini kestirmek güçtür. İflaslar çoğunlukla, şirket kurulduktan sonraki ilk yıllarını başarılı olarak geçirmediği durumda gerçekleşmektedir. Bu nedenle ilk mali yılların, kâr edilerek başarıyla tamamlanabilmesi çok önemlidir. Daha sonraki yıllarda iflas eden şirketler görülse de; içerisinde bulunduğu sektörde belli bir pazar payı elde etmiş, sektörünün lideri ya da önemli bir oyuncusu olan, ürünlerine düzenli ya da artan miktarda bir talep bulunan, rakip firmaların pazar

üstünlüğünü kolaylıkla elde edemeyeceği şirketlerin açık bir üstünlüğe sahip olduklarını söylemek mümkündür. Bu tür üstünlüklere sahip olan şirketlerin, avantajlarını kaybetmeleri uzun yıllar alacaktır. Yatırımcılar tarafından, üstünlüğün yitirilme ihtimaline karşı; güncel gelişmeler, sektör ve yatırım yapılan şirketin bilançoları ile resmi açıklamaları dikkatle takip edilerek birlikte değerlendirilmelidir.

Sektörde önemli bir oyuncu olma ölçütünün bir diğer yönü de, marka değeridir. Uzun yıllardır faaliyet gösteren bazı şirketlerin kendi markaları ya da belli başlı ürün ve hizmetleri, müşterilerde güven, kalite, rahatlık gibi çeşitli duyguları uyandırmaktadır. Hatta bazen bu durumun da ötesine geçilerek, halk tarafından bazı ürünler, ürünlerin kendi adları yerine o şirketin marka adları ile anılır hale gelmektedir. İşte bu tür çok bilinen ve yaygın kullanılan ürünlere sahip şirketlerin önemli bir üstünlüğü daha bulunmaktadır. Bu yüzden böyle şirketlerin kendi sektörlerindeki pazar paylarını kolayca yitirmeleri çok zordur.

Daha önce bulunmayan bir mal ya da hizmeti piyasa sunan yeni bir şirketin ürünlerine, piyasada yeterli rağbetin gösterilmeme ihtimali her zaman bulunmaktadır. Yapılan çeşitli fizibilite çalışmaları ve pazar araştırmaları bu ihtimali her ne kadar en aza indirmeye çalışsa da, hızla değişen dünyada müşterilerin istek ve ihtiyaçları sıklıkla değişebilmektedir. Yeterli fizibilite çalışmasını ve pazar araştırmasını yapmadan faaliyete geçen şirketlerin ise başarılı olmaları çok daha zordur. Bu nedenle yeni kurulan şirketlere yatırım yapmak, değer yatırımcıları açısından ciddi bir risk oluşturmaktadır. Sonuç olarak, özellikle bireysel yatırımcılar için sektöründe önemli oyuncu olan şirketlere yatırım yapmak, riski düşürecek bir yol olacaktır.

2.5.2. Mali Ölçütler

Değer yatırımı yapılacak şirketlerin, geçmiş yıllara ait ayrıntılı bilgilerini elde etmek için ilk başvurulacak kaynaklar, o şirketin bağımsız denetimden geçtikten sonra yayımlanmış finansal tablolarıdır. Finansal tablolar; her mali yıl sonunda açıklanan bilanço, gelir tablosu, özkaynaklar değişim tablosu ve nakit akış tablosunu kapsar.

Finansal tablolar her üç ayda bir yayımlanmaktadır. Ancak uzun vadeli değer yatırımı yapacak yatırımcılar için, 3 aylık finansal tabloların kullanımı hayati önem taşımamaktadır. Bunun birkaç nedeni bulunmaktadır. Nedenlerden ilki, birçok işletmenin gelir ve giderlerinde mevsimsellik etkisi bulunmasıdır. Örneğin bir lastik firmasının satışları sonbahar ve kış aylarında artarken, bir turizm firmasının satışları ise yaz aylarında artabilmektedir. Bu nedenle farklı yılların aynı 3 ayına ilişkin finansal tabloları karşılaştırmak daha uygundur. Ancak bu durumda da çok fazla sayısal veriyi inceleyip yorumlamak, uzun süren bir işlem olacaktır. 6 aylık tablo haricindeki 3 aylık tablolara ilişkin bir diğer husus da, Türkiye'de bağımsız denetimden geçmeden kamuya paylaşıyor olmalarıdır. Bu da bazı durumlarda şüphelere yol açmaktadır. Özetle bireysel değer yatırımcıları için yıllık finansal tabloların ayrıntılı incelenmesi daha önemlidir.

Değer yatırımı kapsamında mali ölçütleri hesaplayıp sağlıklı bir seçim ve ağırlıklandırma yapabilmek için, en az son 5 mali yılın finansal tabloları incelenmelidir. Böylece hem bir ya da birkaç yıla özel gelişmelerin yanıtıcı etkileri dikkate daha az alınmış olmakta, hem de şirketin mali durumunun yıllar içerisindeki değişimi bir bütün olarak incelenip yorumlanabilmektedir.

Ölçütleri yorumlarken önemli noktalardan birisi de, farklı sektörlerdeki şirketlerin oranlarının birbirinden çok farklı olabileceğidir. Daha sağlıklı analizler için, aynı sektördeki şirketlerin oranlarını birbirleriyle kıyaslayıp yorumlamak gerekmektedir. Ayrıca bir ölçütü tek başına yorumlamak da çok sağlıklı olmayabilir. O nedenle değerleri yorumlarken bütüncül bir bakış açısına sahip olmak gerekmektedir.

Yıllık finansal tablolardaki veriler kullanılarak birçok bulgu elde edilebilir. Bunlardan 6 adedi bu çalışma kapsamında daha önemli bulunmuş ve değer yatırımının mali ölçütleri olarak belirlenmiştir. İlerleyen başlıklarda mali ölçütler tanımlanacak ve değer yatırımı kapsamında arz ettikleri önemler açıklanacaktır.

2.5.2.1. Cari Oran

Cari oran, bir şirketin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarına oranıdır (Brealey ve diğerleri, 1997: 472). Bir diğer deyişle, şirketin bir yıl içerisinde nakde çevirebileceği varlıkların, bir yıl içerisinde ödemek zorunda olduğu borçlara oranıdır.

$$\text{Cari oran} = \frac{\text{Dönen varlıklar}}{\text{Kısa vadeli borçlar}} \quad (2.1)$$

Cari oran, firmanın borçlu olduğu şirketlere geri ödeme gücü olup olmadığını gösteren bir likidite oranıdır. Likit varlıklar, hızla ve kolaylıkla nakde dönüştürülebilecek olan varlıklardır ve büyük tutarda beklenmedik bir ödemeyle karşılaşıldığında satılmaları gerekebilir. İşte cari oran, şirketin bu tür ödemelere karşı dayanma gücünü göstermektedir. Yüksek olması, her zaman tercih sebebidir. Bunun yanında, yıllar içerisinde yükseliyor olması da şirketin daha sağlıklı bir mali yapıya kavuştuğunu göstermesi açısından tercih sebebidir.

Cari orandaki düşüşler, genellikle bir soruna işaret etmektedir. Kısa vadeli borçların artmasını işaret ediyor olabilir. Bu nedenle diğer ölçütlerle birlikte dikkatle incelenmelidir.

2.5.2.2. Finansal Kaldıraç Oranı

Finansal kaldıraç oranı, bir şirketin toplam borçlarının toplam varlıklarına oranıdır (Brealey ve diğerleri, 1997: 471). Şirketler borç kullandıklarında, elde ettikleri gelirden, öncelikle alacaklı firmalara ödeme yapmak durumundadırlar. Gelirin kalan kısmından diğer giderler ayrıldığında hissedarların payı kalır. Bu nedenle finansal kaldıraç oranı, alacaklılar ile hissedarların arasındaki paylaşımı ifade eder. Oranın yüksekliği, alacaklıların lehine iken, düşüklüğü hissedarların tercih nedenidir. Çünkü oran ne kadar düşük olursa, şirkete yatırımın hissedarlara getirisi o denli yüksek olacaktır.

$$\text{Finansal kaldıraç oranı} = \frac{\text{Toplam borçlar}}{\text{Toplam varlıklar}} \quad (2.2)$$

Piyasa koşullarının kötüleştiği durumlarda, kaldıraç oranı daha yüksek olan şirketlerin daha çok zorlanacağı bir gerçektir. Bu durum daha da

kötüleşirse şirketi iflasa kadar götürebilir. Bu nedenle önemli oranlardan biridir. Yıllar içerisinde düşmesi, şirketin borçluluğunun azalış trendinde olduğunun ve mali yapısının daha iyi bir duruma gittiğinin göstergesidir.

2.5.2.3. Özkaynak Kârlılığı

Bir diğer mali ölçüt, özkaynak kârlılığıdır. Özkaynaklar, bilançodaki toplam kaynaklardan uzun ve kısa vadeli tüm borçların çıkarılması ile hesaplanan bir büyüklüktür. Şirketin hissedarlarınca koyulmuş sermayesini ve geçmiş dönemlerde dağıtılmayan kârlarını temsil eder. Özkaynak kârlılığı ise; şirketin dağıtılabılır kârının, bir önceki yıl ile cari yıl bilançolarındaki özkaynaklarının ortalamasına bölünmesi ile hesaplanan bir orandır (Brealey ve diğerleri, 1997: 477). Birim olarak yüzde ile ifade edilir.

$$\text{Özkaynak kârlılığı} = 100 \times \frac{\text{Net dönem kârı}}{\left(\frac{\text{Bir önceki yılın özkaynakları} + \text{Cari yılın özkaynakları}}{2}\right)} \quad (2.3)$$

Formüle dikkat edilirse, geçen mali dönemde zarar eden şirketler için özkaynak kârlılığı negatif çıkacaktır. Negatif bir oran makul olmamakla birlikte, zarar eden şirketlere de değer yatırımı yapılmasının uygun olmamasını vurgular. Değer yatırıma uygun olan şirketler, genellikle özkaynak kârlılığı yüksek olan ve bu oranı istikrarlı biçimde yüksek tutabilen şirketlerdir. Bu nedenle bu oranın yüksekliği yatırım esnasında tercih sebebidir. Ayrıca yıllar içerisinde yükseliyor olması da hissedarların kârlılığının arttığını ifade ettiğinden tercih sebebidir.

Özkaynak kârlılığının enflasyon ve kısa vadeli tahvil faiz oranlarının üzerinde olması beklenir. Enflasyon ve faiz oranlarının çok yükseldiği bazı dönemlerde, daha düşük özkaynak kârlılığı oranına sahip şirketlere de yatırım yapılabilir, ancak bu durumun yıllar boyunca sürmemesi istenir.

2.5.2.4. Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı

Yeni kurulan birçok şirket, piyasaya sunduğu mal ve hizmetlerini öncelikle içerisinde bulunduğu ülkede, yani iç pazarda satmaktadır. Ancak bir ülkede ekonomik etkinliğin zaman zaman daha yüksek, zaman zaman daha düşük olduğu dönemler olabilir. Bunun yanı sıra, yerel para biriminin değeri,

diğer para birimlerine göre sık sık değerleniyor ya da değer kaybediyor olabilir. Bu gibi olaylar, şirketlerin hem kâr düzeylerini ciddi biçimde değiştirmekte hem de gelecek dönemlerdeki maliyet hesaplarını zorlaştırmaktadır. Bu sorunun şiddetini düşürecek en temel yollardan birisi, dış pazarlara açılarak mal ve hizmetlerin sunulduğu ülke sayısını arttırmaktır. Böylece bir ya da birkaç ülkedeki ekonomik etkinliğin düşmesi ya da bir ülkenin yerel para biriminin değer kaybetmesi, şirketin gelirlerini oransal olarak daha hafif bir biçimde etkiler. Bu nedenle uzun vadeli değer yatırımında, şirketin gelirleri içerisinde yurtdışı gelirlerinin ve ihracat yoluyla elde edilen gelirlerin oranının yüksek olması yeğlenir. Bu oran da birim olarak yüzde ile ifade edilir.

$$\text{Gelirler içerisinde ihracat gelirlerinin payı} = 100 \times \frac{\text{Yurtdışı gelirleri ve ihracat gelirleri}}{\text{Toplam gelirler}} \quad (2.4)$$

2.5.2.5. Faiz Ödeme Gücü

Faiz ödeme gücü oranı, bir şirketin bir yıl içerisinde ödemesi gereken finansman giderlerinin kaç katını kazandığını belirten bir mali ölçüttür. Şirketler, çeşitli işletme ya da yatırım ihtiyaçları nedeniyle banka ve ilgili diğer finans sektörü kuruluşlarından finansman sağlamaktadırlar. Bu finansmanın geri dönüşünde, paranın zaman değerini telafi etmek için doğal olarak faiz ödemektedirler. Bu nedenle literatürde bazen "faizleri karşılama oranı" olarak da geçmektedir. Matematiksel olarak, FAVÖK (Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr) ile amortisman giderlerinin toplamının finansman giderlerine bölünmesi yoluyla bulunur.

$$\text{Faiz ödeme gücü} = \frac{\text{FAVÖK+Amortisman giderleri}}{\text{Finansman giderleri}} \quad (2.5)$$

Formüle dikkat edilirse, bir önceki mali yılın verileri için, paydaki toplam değer negatif olan şirketlerde, faiz ödeme oranı da negatif bir değer hesaplanacaktır. Paydaki toplam değer negatif olması makul değildir ve de bu tür şirketlere değer yatırımı yapılmasının uygun olmadığını belirtir. Hiç borcu ya da faiz ödemesi olmayıp, örneğin bankada bulunan vadeli mevduat hesaplarından faiz gelirleri bulunan bazı şirketler için ise, paydaki toplam değer pozitif iken, paydadaki değer negatif çıkabilir. Bu tür şirketler değer yatırımına uygundur. Bu iki senaryo birlikte değerlendirildiğinde, faiz ödeme

gücünün negatif hesaplanması durumunda negatifliğin kaynağının bulunması gerektiği ve o kaynağa göre yorum yapılması gerektiği görülmektedir.

Finansal kaldıraç oranı gibi faiz ödeme gücü de, şirketin borçlara karşı dayanıklılığını gösteren bir orandır ve bu oranın da yüksek olması değer yatırımı yapmadan önce sağlanması gereken bir mali ölçüttür. Ayrıca yıllar içerisinde yükseliyor olması, hissedarların kârlılığının arttığını belirttiğinden tercih nedenidir.

2.5.2.6. Temettü Verimi

Mali ölçütlerin sonuncusu olarak temettü verimi oranının yüksekliği belirlenmiştir. Bu oranı açıklamadan önce, temettü terimini açıklamak gerekir.

Temettü, ya da bir diğer adıyla kâr payı, bir şirketin geçmiş dönemlerde elde ettiği kârdan bir kısmını ya da tamamını hissedarlarına dağıtarak yaptığı ödemedir (Brealey ve diğerleri, 1997: 117). Kâr eden şirketlerin, yeni yatırım yapmayacakları dönemlerde, geçmiş dönem kârlarından uygun bir bölümünü hissedarlarına düzenli olarak dağıtmaları beklenir. Temettü ödemeleri çoğu zaman düzenli olmakla birlikte, şirket tarafından nadiren de olsa bir kereye mahsus özel ödemeler gerçekleştirilebilir. Türkiye'de temettü ödeyen çoğu şirket yılda bir kez bahar aylarında öderken, Batı Avrupa borsalarında halka açık birçok şirket temettü ödemelerini ara ödeme ve son ödeme adlarıyla yılda iki taksitte ödemektedir. Sermaye piyasalarının çok daha gelişmiş olduğu ABD'de ise temettü ödemeleri genellikle mevsimlidir ve her mevsim, yıllık temettü tutarının çeyreği ödenmektedir. ABD'li bazı şirketler her ay temettü öderken, bir kısmı ise yılda bir ya da iki kez ödeme yapmaktadır. Ancak periyodundan bağımsız olarak, ister düzenli ister düzensiz dağıtılsın, şirketleri birbirleriyle sağlıklı bir biçimde kıyaslayabilmek için, bir yıl içerisinde dağıtılan toplam temettü tutarını dikkate almak gerekmektedir.

Bir mali yıl içerisinde bir hissesi başına aynı tutarda temettü dağıtan iki şirketin, yatırımcılarına geri dönüş açısından aynı başarıyı sağladıklarını söylemek doğru olmaz. Çünkü yatırımcıların her bir hisseye ödedikleri tutarlar aynı olmayabilir. Her bir yatırımcının elde ettiği temettü gelirinin verimi, aynı temettü gelirini elde etmek için yapılan yatırım tutarıyla ters orantılıdır. Bu

nedenle şirketlerin temettü ödeme performanslarını karşılaştırabilmek için, temettü verimi kavramına ihtiyaç duyulur. Temettü verimi; hisse başına bir yılda ödenen toplam brüt temettü tutarının, bir hissenin temettü ödemesi yapılan günlük fiyatına bölünmesi ile bulunur. Hisse fiyatı hesaba katılırken, temettü ödenen günlük fiyat dikkate alınmaktadır. Çünkü her bir yatırımcı hissesini farklı günlerde almış olabileceğinden, temettü verimini kişilerden bağımsız ve şirkete özgü bir veri olarak ifade edebilmek gerekir. Daha anlaşılır bir gösterime sahip olması için, temettü verimi, genellikle yüzde ile ifade edilir.

$$\text{Temettü verimi} = 100 \times \frac{\text{Hisse başına bir yılda ödenen toplam temettü}}{\text{Bir hissenin ödeme günlük fiyatı}} \quad (2.6)$$

Her bir temettü ödemesi şirketin kasasından bir miktar nakit çıkışına neden olduğundan, temettü ödendikten sonraki sabah, hisselerin borsada işlem fiyatı bir önceki gün ödenen temettü tutarı kadar düşer. Temettü ödemesi sırasında, ödemenin bir menkul sermaye iradı olması dolayısıyla gelir vergisi tahsil edilmektedir. Bu nedenle temettü verimi hesabında vergi konusuna dikkat edilmelidir. Şirketin kasasından hisse başına çıkan temettü ödemesine "brüt temettü", hissedara hisse başına dağıtılan gelire ise "net temettü" denmektedir. Aradaki fark ise devlet tarafından gelir vergisi olarak tahsil edilmektedir.

Temettü ödemelerinden sonra gerek hissenin piyasa fiyatının düşmesi, gerek de ödeme esnasında vergi tahsilatı yapılması, hisse senedi yatırımcıları ve akademisyenler arasında temettü konusunda iki farklı görüşün oluşmasına ve bu iki görüşteki kişiler arasında on yıllardır süregelen bir tartışmaya yol açmıştır. Bir görüşe göre, temettü ödemeleri, şirketlerin hisse fiyatlarına uzun vadede önemli bir etkide bulunmazken, karşıt görüşe göre ise temettü ödeyen şirketlerin uzun vadede mali yapıları daha sağlam olduğundan hisse fiyatlarına olumlu etki yapmaktadır. Yatırım yapılan şirketin düzenli temettü ödemesinin yatırımcının yararına olduğunu ifade etmek için, "eldeki kuş" benzetmesi sıkça kullanılır. Bu benzetmeye göre "eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha iyidir." Burada kast edilen, periyodik temettü ödemelerinin, yatırımcılara somut bir getiri sağladığı, oysa ne kadar yükselirlerse yükselsinler hisse senedi fiyatlarının soyut birer getiri sağladığıdır. Şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları serbest piyasada daima dalgalanmaktadır ve hisselerin bir süreliğine yüksek

fiyatlara çıkması, yatırımcının refahını somut olarak arttırmaz. Hisse senetlerinin satılması halinde kısa vadede fiyatların daha da yükselmeyeceğinin, satılmaması halinde ise daha da düşmeyeceğinin garantisi hiçbir zaman yoktur. Bu nedenle değeri yatırımcıları, kısa vadeli alım-satım işlemleriyle fiyat farklılıklarından yararlanmak yerine, uzun vadeli yatırım yaparak temettü geliri elde etmeyi amaçlamalıdır. Böylece hem yatırımcıların hissedarlık oranı aynı şekilde korunmuş, hem de yatırımcılara nakit akışı yoluyla gelir sağlanmış olur. Ayrıca hisse fiyatlarının gelecekteki olası yükselişleri de kaçırılmamış olur.

Temettü getirisinin bir önemli püf noktası da, temettü gelirlerine ihtiyaç bulunmadığı durumlarda, gelirlerle en kısa zamanda temettü geliri elde edilmiş şirketin daha fazla hissesinin satın alınmasıdır. Bu yöntemin art arda yıllar boyunca uygulanması ile, yatırımcı bileşik getirinin gücünden de yararlanmış olacak ve uzun vadede yatırımcının getirisi daha da artmış olacaktır. Yatırım yapılan ana paranın korunmasına ek olarak elde edilen kârlarla yeniden yatırım yapılması ve bileşik getirinin gücü, yüzyıllardır bilinen ve uygulanan bir yöntemdir. Nitekim tarihçilerin araştırmaları sonucunda, bireysel refah artışı için bileşik getirinin önemi, eski Babil tabletlerinde bile açıkça dile getirilmiştir (Clason, 2000: 44).

Düzenli temettü ödemeyen bir şirketin mali yapısı hakkında kapsamlı yorum yapabilmek için birçok parametreyi incelemek gerekmektedir. Ancak uzun yıllar boyunca düzenli temettü ödeyen şirketlerin mali yapılarının iyi olduğu kesin bir bulgudur. Çünkü bir şirketin düzenli olarak temettü ödeyebilmesi için, düzenli olarak kâr etmesi gerekmektedir. Bu durum da temettünün önemini arttırmakta ve bireysel ve kurumsal birçok yatırımcının temettü ödeyen şirketlerin hisse senetlerine daha çok rağbet etmelerine yol açmaktadır.

Sonuç olarak, temettü veriminin yüksekliği, değeri yatırımı yapmadan önce bir tercih sebebidir. Mümkünse şirketin geçmiş 5-10 yıllık temettü ödeme geçmişini incelenmelidir. Temettü veriminin yıllar içerisinde artıyor olması ise daha iyi bir durumdur.

2.5.3. Piyasa Ölçütleri

Bir değer yatırımcısına göre; piyasada işlem görme fiyatı gerçek değerini yansıtmayan hisse senetleri, piyasada işlem yapan diğer oyuncuların hata yapmasından dolayı ortaya çıkar. Çünkü daha önce de değinildiği gibi, hem her hisseye farklı yatırımcılar tarafından biçilen değerler farklıdır, hem de piyasada işlem yapan bazı kimseler, değer yatırımı bakış açısına sahip olmadığı için, hisse fiyatının gösterdiği değer mantıklı ya da mantıksız olduğunu sorgulamaz. Değer yatırımcıları ise, piyasa değeri, defter değerine ve gelecek dönem edebilecekleri kâra göre ucuz hisse senetlerini seçerek, oluşabilecek bu mantıksızlıkları avantaja döndürmeye çalışırlar. Bu rakamlar bir şirketin içsel değeriyle karşılaştırılır ve daha sonra karşılaştırma değeri yeterince yüksekse değer yatırımcısı yatırım yapar.

Benjamin Graham, değer yatırımı yapılmaya uygun şirketleri bulduktan sonra, bu şirketlerin hisselerini satın alım için bir miktar ucuz olmaları gerektiğini savunur ve ucuzluğu ifade ettiği bu kavramı "güvenlik marjı" olarak tanımlar (Graham, 2018: 337). Bu çalışmada da değer yatırımı uygun şirketler, sözel ve mali ölçütlere uygunluğa göre seçildikten sonra, piyasalardaki fiyatlamalara dayanan piyasa ölçütleri ile alıma uygun zamanda olup olunmadığına karar verilecektir. Çalışma kapsamında piyasa ölçütleri olarak fiyat / kazanç oranı ile piyasa değeri / defter değeri oranları belirlenmiştir. Bundan sonraki kısımda bu piyasa ölçütleri açıklanacaktır.

2.5.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat / kazanç oranı, bir hisse senedinin piyasa fiyatının hisse senedi başına düşen kâra oranıdır (Brealey ve diğerleri, 1997: 118). Hisse başına düşen kârın bulunabilmesi için, şirketin son mali dönem kârının toplam hisse adedine bölünmesi gerekmektedir. Bu oranın bir diğer hesap yöntemi, şirketin toplam piyasa değerinin son mali dönem kârına bölünmesi yolu da olabilir. İki yöntem de aynı sonucun bulunmasını sağlamaktadır.

$$F/K \text{ oranı} = \frac{\text{Bir hissenin piyasa fiyatı}}{\text{Bir hisse başına düşen kâr}} \quad (2.7)$$

Kısaca F/K oranı olarak da gösterilen fiyat / kazanç oranı, yatırımcıların şirkete biçtiği saygınlığın bir ölçüsüdür. F/K oranı, çok genel bir ifadeyle bir şirketin bir yılda elde ettiği kârını kaç yılda amorti edeceğini ifade eder. Bu amortisman süresi hesabında; şirketin faaliyet gösterdiği ülkelerdeki enflasyon ve faiz oranları ile gelir vergisi tahsilatı dikkate alınmadan, kabaca bir yaklaşım uygulanır. Ancak yine de bir şirketin geçmiş yıllardaki F/K oranı ortalaması ile güncel F/K oranı kıyaslanarak, şirketin piyasa tarafından geçmiş dönemlere göre daha ucuz ya da daha pahalı olarak değerlendirildiği anlaşılabilir. Eğer güncel F/K oranı, geçmiş F/K oranı ortalamasından daha düşük ise şirket ucuz, yüksek ise daha pahalı değerlendirilmektedir. Bu durumun temel nedeni olarak, şirketin geçmiş dönemlerde elde ettiği kardan ziyade, gelecek dönemlerde elde etmesi beklenen kar miktarlarına bakılarak fiyatlandığı öne sürülebilir. Diğer nedenler ise, kurumlar vergisi oranlarındaki değişiklikler, makroekonomik dalgalanmalar, kredi faizi, mevduat faizi ve tahvil faizi gibi oranların değişimi, enflasyon oranlarının değişimi ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar gösterilebilir. Her ne kadar yukarıda sözü edilen tüm bu parametreler, şirketlerin F/K oranlarını etkilese de, bir genelleme yapılacak olursa; 10'un altındaki oranlara sahip şirketlere ucuz, 20'nin üstündeki oranlara sahip şirketlerin pahalı olarak nitelendirilebileceği öne sürülebilir. Ancak yine de bu tür değerlendirmelerin, ülkeden ülkeye, sektörden sektöre ve dönemden döneme değişebileceği unutulmamalıdır. Daha sağlıklı analizler için, aynı ülkedeki ve aynı sektördeki şirketlerin F/K oranları da gözden geçirilerek yorum yapılmalıdır.

F/K oranının en çok işe yaradığı alanlardan birisi de, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin birbirlerine göre karşılaştırılmalarıdır. Bir sektörde faaliyet gösteren tüm şirketlerin F/K oranları kullanılarak sektörün F/K oranı hesaplandığında, şirketlerin hem birbirlerine hem de sektör ortalamalarına göre ucuz ya da pahalı fiyatlanıp fiyatlanmadıklarına karar verilebilir. Örneğin bir banka ile bir perakendeci gibi farklı sektörlerde ait şirketlerin F/K oranlarının kıyaslanması, genellikle pek sağlıklı sonuçlar vermez.

Değer yatırıma uygun bir şirket için, F/K oranının düşük olması her zaman tercih nedenidir. Ancak tercih edilen bu düşüklük, negatif değerleri kapsamaz. Çünkü ancak zarar eden şirketlerin F/K oranları negatif çıkabilir.

Zarar eden şirketlere yatırım ise, ancak gelecek dönemlerde kâra geçecekleri kesin ise uygundur. Zarar eden şirketlerin kâra geçeceklerini kesin olarak kestirebilmek güçtür ve bu çalışma kapsamında zarar eden şirketlere yatırım önerilmemektedir.

2.5.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Değer yatırımının piyasa ölçütü olarak belirlenen ikinci oran, piyasa değeri / defter değeri oranıdır. Bir şirketin defter değeri, geçmişte hissedarlardan toplanan veya onların adına firma tarafından yeniden yatırılan parayı yansıtır (Brealey ve diğerleri, 1997: 296). Piyasa değeri ise, bir şirketin hisselerinin günümüzde borsada alınıp satıldığı fiyatın, toplam hisse senedi adedine çarpılmasıyla elde edilen bir değerdir. Kısaca PD/DD oranı olarak gösterilen piyasa değeri / defter değeri oranı ise, bu iki büyüklüğün birbirlerine bölünmesi ile elde edilir.

Defter değeri geçmişe dönük bir büyüklüktür, firmanın geçmişte hissedarlardan ne kadar sermaye sağladığını anlatır. Yatırımcıların hisselerle bugün attıkları değeri ölçmez. Firmanın piyasa değeri ise ileriye dönük bir gösterge olup, hissedarların gelecekte elde etmeyi bekledikleri kâr ve temettü tahminlerine dayanır (Brealey ve diğerleri, 1997: 344). Çoğu yatırımcı, yatırım yaptıkları şirketlerin gelecekte daha çok kâr elde edeceklerini tahmin ettiklerinden, PD/DD oranı genellikle 1'in üstündedir. Ancak değer yatırımcısı bakış açısıyla, bu oranın minimum olması tercih edilir.

2.6. Değer Yatırımında Riskler ve Korunma Yolları

Daha önce de değinildiği üzere, hisse senedi piyasalarında kısa ve orta vadeli fiyat hareketlerini algı ve spekülasyonlar, uzun vadeli fiyat hareketlerini ise şirketin gelecek dönemlerde elde edeceği gelirler, karlar ve sağlayacağı temettü miktarı gibi yatırımcıların takibindeki çeşitli parametreler belirlemektedir. Ancak bazı durumlarda değer yatırıma uygun şirketlerin piyasa fiyatları çeşitli nedenlerle uzun vadede yeterince yükselemeyebilir. Bunun yanı sıra, gelecek yıllarda yine çeşitli nedenlerle istenen temettü geliri elde edilemeyebilir. Bu kısımda değer yatırımı yaptıktan sonra

karşılaşılabilecek risklere değinilecek ve riskler tanımlandıktan sonra, bu risklerin en aza indirilmesi için uygun önerilerde bulunulacaktır.

2.6.1. Politik Risk

Uzun vadeli değer yatırımcıları, yatırım süresince çok çeşitli risklere maruz kalabilir. Bunlar içinde tanımı en geniş olan risk türü politik risktir. Öngörülmesi zor bir risk olduğu için, başa çıkılması da zordur. Politik riskin içerisine yasal, etik, çevresel, dini, etnik konulara ilişkin belirsizlikler oluşturarak yatırım yapılan şirketin iş iklimini, faaliyetlerini ve kârlılığını olumsuz etkileyebilecek çok çeşitli etmenler dahil edilebilir. Serbest piyasa ekonomisinden ayrılmaya yönelik girişimler, siyasal belirsizlikler, iç savaşlar, darbe girişimleri, terör eylemleri, yolsuzluk gibi vakalar yurt içinde görülebilecek politik risk unsurlarına örnek olarak gösterilebilir. Politik risklerin bir kısmı halihazırda faaliyet yürütülen ülkelerde görülebilmekte iken, bir kısmı ise yeni açılma planları yapılan dış pazarlarda görülebilir. Bu aşamada uluslararası ilişkilerin seyri, gümrük vergileri ve olası ambargolar mal ve hizmet hareketlerinin seyrini değiştirebilir. Bu nedenle yeni pazarlara açılan firmaların politik riske özellikle dikkat etmeleri gerekmektedir.

Gerek iç pazarlarda gerek dış pazarlarda görülebilecek çeşitli politik risk unsurlarının bertaraf edilebilmesi için; değer yatırımcılarının faaliyetlerini yasalara ve etik değerlere tamamıyla uyarak sürdüren, çevre konusunda hassasiyetleri bulunan, yerel pazarlardaki halkların ulusal, etnik ve dini duyarlılıklarına saygılı, siyasi gelişmeler karşısında tarafsız kalan şirketlere yatırım yapması büyük önem arz etmektedir.

2.6.2. Kur Riski

Türk Lirası, Türk Lirasını Koruma Kanunu'nda 1989 yılında yapılan bir değişiklikle konvertibl hale getirilmiştir. Bu değişiklikten sonra Türk Lirası piyasalarda serbestçe başka paralarla takas edilebilecekti (Altun, 2007: 188). Yapılan bu hukuki değişiklikten sonra Türk Lirası geçen 30 yılda sık sık değer kayıplarına uğramıştır. Türkiye gibi Rusya, Çin, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Brezilya gibi gelişmekte olan benzer ekonomilere sahip ülkelerin yerel para birimlerinde de dönem dönem ciddi değer kayıpları görülmektedir. Bu durum,

özellikle maliyetlerinin çoğu daha değerli döviz cinsinden giderlerden oluşan şirketler için ciddi bir sorun oluşturmaktadır.

Değer yatırımcılarının kur riskine karşı alabilecekleri iki temel önlem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, özellikle ihracat pazarlarından önemli miktarda gelir elde eden şirketlere yatırım yapmaktır. Yatırım yapılan şirketin mümkünse birden fazla farklı ihracat pazarının bulunması tercih edilmelidir. Böylelikle yerel para birimlerinin beklenmedik bir biçimde değersizleşmesi durumunda, döviz gelirleri döviz cinsinden maliyetleri belirli bir miktarda karşılamaya yardımcı olacak ve şirketin mali yapısında daha az hasara yol açacaktır. Bir diğer önlem ise, değer yatırıma uygun, ihracat pazarları çok daha geniş yabancı şirketler bulup onlara yatırım yapmaktır. Onlarca farklı ülkede faaliyet gösteren bu tür şirketler daha çok, gelişmiş ekonomiye sahip ABD, Almanya, İngiltere ve Japonya gibi ülkelerin borsalarında işlem görmektedirler.

2.6.3. Faiz Riski

Değer yatırımcılarının şirket seçiminde dikkat etmeleri gereken bir diğer unsur da, faiz riskidir. Burada bahsedilen faiz, kredi faizleridir. Çünkü faaliyetlerini yürütme esnasında finansmanda zorlanan şirketler, finans kurumlarına yeniden borçlanacakları zaman, kredi faiz oranlarının yükseldiği durumlarda daha yüksek borçlanma maliyetlerine katlanmak durumunda kalacaklardır. Bu da gelecek dönemlerde elde edecekleri gelirin bir kısmının borçların kapatılmasında kullanılacağı anlamına gelmektedir. Bu durumun sonucunda şirketin gelecek dönem kârlılığının düşmesi beklenir.

Faiz riskine önlem olarak, mali yapısı daha sağlam şirketlerin değer yatırımı yapılabilir şirketler kapsamına alınması gerekmektedir. Böylece şirketlerin gelecek dönemlerdeki kârının bir kısmının alacaklı şirketlerle paylaşılma ihtimali düşürülmüş olur.

2.6.4. Enflasyon Riski

Yukarıda yer alan "Yüksek Enflasyon" başlığı altında, Türkiye'nin son yıllarda yaşamakta olduğu kronik enflasyon sorunundan bahsedilmiştir. Gelişmekte olan ekonomilere sahip benzer ülkelerin de farklı seviyelerde olmakla birlikte bu sorundan muzdarip oldukları görülmektedir. Bu nedenle özellikle düşük enflasyona sahip olmayan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılırken, enflasyon riski de dikkate alınmalıdır.

Yüksek enflasyon, hem yatırım yapılan şirketleri hem de yatırımcıları birçok yönden olumsuz etkilemektedir. Üretici fiyatlarının genel düzeyindeki artış, şirketlerin maliyetlerini ve dolayısıyla ürün fiyatlarını arttırmakta, bu durum da satış gelirlerinin düşmesine yol açabilmektedir. Ayrıca şirketlerin gelirleri ve kârları yıldıan yıla nominal olarak artsa bile, bazen enflasyon oranında artmamakta ve reel olarak azalmış olmaktadır. Yatırım yapılmış şirketlerden, kârlılıkları enflasyon yüzünden nominal ya da reel olarak azalanların hisseleri, hem piyasada daha ucuz fiyatlanmakta hem de ödenen temettü tutarları düşmekte ya da ödemeler kesintiye uğramaktadır. Yatırımcıları mağdur edebilecek tüm bu nedenlerden ötürü, değer yatırımcıları enflasyon riskini her zaman göz önüne almak durumundadırlar.

Enflasyon riskine karşı alınabilecek ilk önlem, talep esnekliği düşük olan ürünleri satan ya da hizmetleri sunan şirketlere öncelikli olarak yatırım yapmaktır. Bu şirketler genellikle gıda, perakende, eğitim, sağlık ve savunma sanayi gibi sektörlerde faaliyet gösteren sektörlerdir. Çünkü enflasyonun yükselmesi ile birlikte hane halkının yaptığı harcamaların sektörler arası dağılımı değişmekte, bazı harcamalar ertelenmekte ya da iptal edilmekte iken, temel ihtiyaçlara ilişkin başka bazı harcamalar ise daha öncelikli hale gelmektedir. Kur riskine karşı alınacak önlemlere benzer şekilde, enflasyon riskini azaltmaya yönelik bir diğer önlem de, birden fazla ülkede faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapmaktır. Böylelikle faaliyet gösterilen ülkelerden bir ya da birkaçında enflasyonun yükselmesi nedeniyle halkın alım gücünün düşmesi durumunda, yatırım yapılan şirket daha az olumsuz etkilenecek ve yatırımcılar mağdur olmayacaktır.

2.6.5. Şirket Riski

Her ne kadar değer yatırıma başlamadan önce, yatırım yapılmaya uygun şirketler sözel ölçütler, mali ölçütler ve piyasa ölçütleri gibi çeşitli ölçütleri sağlamaları gibi önemli bir eleme sonucu seçilmiş olsa da, her şirketin gelecekte maruz kalabileceği, o şirkete özel bazı riskler bulunmaktadır. Bu risklerin bir kısmı; diğer başlıklarda değinildiği üzere; kur, enflasyon ve faiz riskleri gibi mali riskler iken; bir diğer kısmı ise mali olmayan nedenlerden kaynaklanan riskler olabilir. Mali olmayan nedenlere ilişkin şirket risklerine örnek vermek gerekirse; şirketin üst düzey yöneticilerinin yeterince uzman olmamaları, büyük ortaklar arasında oluşabilecek ciddi görüş ayrılıkları, şirkete denetleyici ve düzenleyici kurumlar tarafından kesilebilecek maddi cezalar sayılabilir. Yine şirketin büyük hissedarları tarafından şirketin faaliyetlerini doğrudan etkileyebilecek satın alma, satış ya da birleşme işlemleri gerçekleştirilebilir. Şirkette görece daha küçük oranda hisseye sahip yatırımcılara nakit akışı sağlanmasını kesme sonucunu doğurabilecek olan, şirketin düzenli temettü dağıtım politikasında radikal değişikliklere gidilebilir. Şirketlerin geleceğine ilişkin tüm bu olasılıklar birlikte düşünüldüğünde, yalnızca tek bir şirkete değer yatırımı yapılmasının doğru bir tercih olmadığı öne sürülebilir. Şirket riskini en aza indirmek amacıyla, değer yatırımı tek bir şirketin hisse senedi yerine daima birden fazla şirkete yapılmalı ve birikimler bir portföy bakış açısı ile yönetilmelidir (Ertürk, 2011: 97). Portföy oluşturulurken, şirketlerin en büyük hissedarlarının aynı sermaye grubu olmamasına dikkate edilmesi, riski daha da düşürür. Böylece değer yatırımı portföyü, belirli sermaye gruplarının ticari faaliyetlerinde özel olarak yaşayabilecekleri sorunlardan belli bir ölçüde korunmuş olur.

2.6.6. Sektör Riski

Değer yatırımcılarının yatırıma başlamadan önce dikkat etmeleri gereken son risk, sektör riski olarak belirlenmiştir. Geçmiş yıllara ilişkin veriler incelendiğinde, makroekonomik döngü ve dalgalanmaların şirketlerin büyüme oranlarını dönem dönem yükseltip dönem dönem düşürdüğü görülmektedir. Üstelik bu dalgalanmaların şirketlerin faaliyette buldukları sektörlerle göre çeşitlilik gösterdiği görülmüştür. Bazen ise, belirli bir sektördeki büyümenin,

diğer bazı sektörlere olumlu etkide bulunurken bazı sektörlere olumsuz etkide bulunması durumları da gözlemlenmektedir. Sözelimi, emlak satışlarının arttığı dönemlerde, çimento, mobilya ve beyaz eşya gibi ürünlerin de satışları artmaktadır. Dolayısıyla bu ürünleri satan şirketlerin hisse fiyatları da birlikte yükselmektedir. Bazı durumlarda ise bu olumlu ilişkinin tersi görülür. Örneğin, rafine petrolün serbest piyasadaki satış fiyatının yükselmesi, petrol rafinerilerinin kârlılığını olumlu etkilerken, petrokimya şirketlerinin kârlılığını ise maliyet artışına yol açtığından olumsuz yönde etkilemektedir. Bu nedenle değer yatırıma uygun, farklı sektörlerde faaliyet gösteren birden fazla şirket bulunarak, bir değer yatırımı portföyü oluşturulmalıdır. Mümkünse bu sektörler, birbirleriyle en az ilgili olacak biçimde seçilmelidir. Böylelikle değer yatırımında, farklı sektörlerin kendilerini ilgilendiren gelişmelere olan olumlu ya da olumsuz tepkilerinden en az oranda etkilenilmiş olur. Bu durum, değer yatırımcısının portföyünün toplamda daha az dalgalanmasını sağlayarak, riskin azalmasını sağlar.

2.7. Sonuç ve Özet

Bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından değer yatırımı yapılmasının; bireylere, şirketlere ve ülke ekonomisine, dolayısıyla toplumlara çeşitli yararları vardır. Bu yararların etkilerinin her taraf açısından daha kalıcı olabilmesi için, değer yatırımının uzun vadeli yatırım bakış açısıyla ve belirli bir plan dahilinde yapılması, kısa vadeli ve spekülâtif işlemlerden kaçınılması gerekmektedir. Değer yatırıma uygun şirketleri seçerken ve yatırım yapılacak meblağ şirketlere paylaştırılırken, sözü edilen riskler mutlaka göz önüne alınmalı ve bu risklerin doğurabileceği olumsuz sonuçları en aza indirmek amacıyla değer yatırımı ölçütleri dikkate alınmalıdır. Yine risklerin etkisini düşürebilmek için, hiçbir zaman tek bir şirkete yatırım yapılmamalı, değer yatırıma uygun birden fazla şirket belirlenerek, ölçütlere uygunluklarına göre şirketlere orantılı olarak meblağlar ayrılacak biçimde bir portföy oluşturulmalıdır.

3. BÖLÜM

BİST30 VE DJIA ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDEN DEĞER YATIRIMINA UYGUN ÖRNEK BİRER PORTFÖY OLUŞTURULMASI, AĞIRLIKLANDIRILMASI VE SINANMASI

3.1. Amaç

İkinci Bölümde, değer yatırımı tanımlanarak açıklanmış, değer yatırımının ölçütleri saptanmış ve formülize edilmiş, ayrıca yatırım esnasında karşılaşılabilecek riskler belirtilmiş ve bu risklerin etkilerini hafifletmek amacıyla alınabilecek önlemler sıralanmıştır. Bu bölümde ise, hisse senetleri Borsa İstanbul (kısaca BİST) ve New York Menkul Kıymetler Borsası'nda (*New York Stock Exchange*, kısaca NYSE) işlem gören piyasa değeri en büyük 30 şirketten değer yatırımına uygun beşer tanesi seçilerek, varsayımsal olarak geçmişte yapılan örnek bir değer yatırımı çalışması anlatılacaktır.

Borsalardaki en büyük 30 şirketin belirlenmesi için ayrıca bir çalışma yapılmayıp, halihazırda oluşturulmuş endekslerden yararlanılmıştır. Buna göre; hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden, piyasa değeri en büyük 30 şirketin hisse senedinin oluşturduğu BİST30 endeksi kapsamındaki şirketler ile, ABD borsalarında işlem gören şirketlerden piyasa değeri en büyük 30 şirketin hisse senedinin oluşturduğu Dow Jones Sanayi Endeksi (*Dow Jones Industrial Average*, kısaca DJIA) kapsamındaki şirketler dikkate alınmıştır. Ancak her iki endeks için de içerdikleri şirketlerin tümü değer yatırımına uygun olsalar bile, 30 farklı şirkete birden yatırım yapmak, harcanacak zaman ve emek açısından makul olmadığından, 30 şirketlik her endeks içerisinden beşer şirket seçilerek birer portföy oluşturulmuştur. Portföydeki hisselerin ağırlıklandırılmalarına ise mali ölçütler ve piyasa ölçütlerine uyuma göre karar verilmiştir. Buna göre, portföylerdeki her şirkete, her bir ölçüte uyum sağladığı oranda bir puan verilmiş ve şirketlerin her bir ölçütten aldıkları puanlar toplanarak ağırlıklandırmalar yapılmıştır.

Örnek değer yatırımı çalışmasının sonucunda ulaşılmak istenen ana amaç, yatırımcının alım gücünün yatırım süresi sonunda korunmuş olmasıdır. Alım gücünün en önemli göstergesi olarak kabul edilen veri, Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) olduğundan; BİST30 hisselerinden oluşturulan portföyün

getirisi, Türkiye'deki Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki artış ile; DJIA hisselerinden oluşturulan portföyün getirisi, ABD Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki artış ile kıyaslanarak, değer yatırımının başarısı sınanmıştır. Böylece değer yatırımının, hem ekonomisi gelişmiş ülkelerden biri olan ABD'deki yatırımcılar için hem de gelişmekte olan ülkelere biri olan Türkiye'deki yatırımcılar için gerekli ve uygun olduğu gösterilmeye çalışılmıştır.

3.2. BİST30 ve DJIA Endeksi Şirketlerinden Beşer Tanesinin Seçimi

Değer yatırımının, ülkelerin ekonomik düzeyinden bağımsız olarak başarılı ve yatırımcılara yararlı olduğunu daha etkili bir biçimde gösterebilmek için, Türkiye ve ABD'den seçilen şirketlerle oluşturulan portföylerin benzer olması amaçlanmıştır. Bunun için de öncelikle beş farklı sektör belirlenmiştir. Sektörler belirlenirken, mali sektörde faaliyet gösteren şirketler ile holdingler özellikle kapsam dışında bırakılmıştır. Bu tercihin nedeni ileride açıklanacaktır. Seçilen sektörler; savunma sanayi, araç üretimi ve satışı, perakende satış, kimyasal ürün üretimi ve satışı ve rafine petrol üretimi olarak belirlenmiştir.

31.12.2018 tarihi itibarıyla BİST30 endeksinde bulunan şirketlerden 4 tanesi holding oldukları için, 7 tanesi mali sektörde faaliyet gösterdikleri için, 2 tanesi de 1.1.2009 tarihinden sonra halka arz olduklarından, yeterli veri bulunamayacağı için kapsam dışında bırakılmıştır. (Tablo 3.1). Kalan 17 şirketten 5 tanesi, ikinci bölümde değer yatırımının sözel ölçütlerinden biri olarak açıklanan "sektörde önemli oyuncu olma" ölçütüne dayanılarak, satış gelirlerinin büyüklüğü açısından kendi ülkelerinde ve kendi sektörlerinde ilk sırada bulunan şirketlerden seçilmiştir. Ayrıca bu seçim esnasında riskleri en aza indirmek amacıyla; şirketlerin birbirleriyle farklı sektörlerde faaliyet gösteriyor olması ve en büyük hissedarlarının aynı sermaye grubuna ait olmaması gibi ek şartlara uygun şirketler seçilmiştir. Buna göre BİST30 endeksini oluşturan şirketler, sektörleri, hisse kodları ve seçim durumları Tablo 3.1'de; DJIA endeksini oluşturan şirketler, sektörleri, hisse kodları ve seçim durumları ise Tablo 3.2'de sıralanmıştır.

Tablo 3.1. 31.12.2018 İtibariyle BİST30 Endeksi Bileşenleri ve Endeksten Seçilen 5 Şirket.

Şirketin Tam Adı	Hisse Kodu	Sektör	Seçim Durumu
Akbank T.A.Ş.	AKBNK	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Arçelik A.Ş.	ARCLK	Beyaz eşya	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Askeri Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ASELS	Askeri elektronik sanayi	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Birleşik Mağazalar A.Ş.	BIMAS	Perakende satış	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	DOHOL	Holding	Holding olduğu için tercih edilmemiştir.
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	EKGYO	Gayrimenkul yönetimi	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Enerjisa Enerji A.Ş.	ENJSA	Enerji üretim ve dağıtım	1 Ocak 2009 tarihinden sonra halka arz edildiği için kapsama alınmamıştır.
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	EREGL	Yassı demir çelik imal ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	SAHOL	Holding	Holding olduğu için tercih edilmemiştir.
Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KRDMD	Demir ve çelik mamullerinin imali ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Koç Holding A.Ş.	KCHOL	Holding	Holding olduğu için tercih edilmemiştir.
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	KOZAL	Madencilik	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	KOZAA	Madencilik	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	PGSUS	Havayolu taşımacılığı	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Petrokimya Holding A.Ş.	PETKM	Petrokimya	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Soda Sanayii Anonim Şirketi	SODA	Kimyasal bileşiklerin üretimi ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	TAVHL	Havalimanı işletmeciliği	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Tekfen Holding A.Ş.	TKFEN	Holding	Holding olduğu için tercih edilmemiştir.
Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	TCELL	Telekomünikasyon	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Türk Hava Yolları A.O.	THYAO	Havayolu taşımacılığı	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Türk Otomobil Fabrikası Anonim Şirketi	TOASO	Otomotiv üretimi, montajı ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM	Telekomünikasyon	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	GARAN	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	HALKB	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Türkiye İş Bankası A.Ş.	ISCTR	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Türkiye Petrol Rafinerileri Anonim Şirketi	TUPRS	Rafine petrol üretimi ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	SISE	Cam üretimi ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	VAKBN	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Yapı ve Kredi Bankası Anonim Şirketi	YKBNK	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Şok Marketler Ticaret A.Ş.	SOKM	Perakende satış	1 Ocak 2009 tarihinden sonra halka arz edildiği için kapsama alınmamıştır.

Kaynak: borsaistanbul.com, 2019.

Tablo 3.2. 31.12.2018 İtibariyle DJIA Endeksi Bileşenleri ve Endeksten Seçilen 5 Şirket.

Şirketin Adı	Hisse Kodu	Sektör	Seçim Durumu
3M Company	MMM	Holding	Holding olduğu için tercih edilmemiştir.
American Express Company	AXP	Ödeme sistemleri	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Apple Inc.	AAPL	Teknoloji	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Caterpillar Inc.	CAT	İş makinelerinin üretimi ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Chevron Corporation	CVX	Petrol rafinajı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Cisco Systems	CSCO	Teknoloji	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Dow Inc.	DOW	Kimya	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Exxon Mobil Corporation	XOM	Rafine petrol ve doğalgaz üretimi	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
Goldman Sachs	GS	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
International Business Machines	IBM	Teknoloji	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Intel Corporation	INTC	Teknoloji	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Johnson & Johnson	JNJ	İlaç ve kişisel bakım ürünleri ile tıbbi cihazların üretimi ve satışı	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
JPMorgan Chase	JPM	Bankacılık	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
McDonald's Corporation	MCD	Yemek	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Merck & Co. Inc.	MRK	İlaç	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Microsoft Corporation	MSFT	Yazılım	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Nike Inc.	NKE	Giyim ve aksesuar	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Pfizer Inc.	PFE	İlaç	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
The Procter & Gamble Company	PG	Tüketim malları	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
The Boeing Company	BA	Havacılık ve savunma sanayi	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.
The Coca-Cola Company	KO	İçecek	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
The Home Depot	HD	Perakende satış	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
The Travelers Companies	TRV	Sigorta	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
The Walt Disney Company	DIS	Medya ve eğlence	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
United Technologies	UTX	Mühendislik	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
UnitedHealth Group Inc.	UNH	Sağlık hizmeti	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Verizon	VZ	Telekomünikasyon	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Visa Inc.	V	Ödeme sistemleri	Mali sektörde faaliyet gösterdiği için kapsama alınmamıştır.
Walgreens Boots Alliance	WBA	İlaç	Seçilen sektörlerden birinde faaliyet göstermediği için seçilmemiştir.
Walmart Inc.	WMT	Perakende satış	Seçilen sektörlerden birinde lider olarak faaliyet gösterdiği için seçilmiştir.

Kaynak: wsj.com, 2019.

31.12.2018 tarihi itibariyle DJIA endeksinde bulunan şirketlerden 1 tanesi holding olduğu için, 5 tanesi mali sektörde faaliyet gösterdikleri için, 2 tanesi seçilen sektörlerde faaliyet göstermelerine karşın, lider olmadıkları için kapsam dışında bırakılmıştır. Kalan şirketler arasından, önceden seçilmiş sektörlerde faaliyet gösteren lider şirketler seçilmiştir. (Tablo 3.2).

Şirketlerin tam adları uzun olduğundan, bundan sonraki bölümlerde şirketlerin tam adları yerine hisse kodları kullanılacaktır.

Sektör seçiminden sonra, bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketler seçilmiştir. Seçilen beşer şirketin faaliyet gösterdikleri sektörlerin birbirlerine oldukça yakın olmasına çalışılmıştır. Faaliyet alanları ile bu alanlarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin eşleştirilmesi, Tablo 3.3'te gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Seçilen Sektörler ve Model Portföylerin Benzerliği.

Sektör	BİST30 Endeksinden Seçilen Şirket	DJIA Endeksinden Seçilen Şirket
Savunma sanayi	ASELS	BA
Araç üretimi ve satışı	TOASO	CAT
Perakende satış	BIMAS	WMT
Kimyasal ürün üretimi ve satışı	SODA	JNJ
Rafine petrol üretimi	TUPRS	XOM

Değer yatırıma hazırlık aşamasında hem veri toplama süresinin, hem de yatırımın etkilerinin görülebilmesi için gerekli sürenin yeterince uzun olması gerektiği nedenleriyle açıklanmıştı. Örnek çalışma kapsamında, bu iki süre de 5 yıllık bir zaman dilimi olarak uygun görülmüş ve 02.01.2009-31.12.2013 tarihleri arasındaki 5 yıla ilişkin bilançolar ve 31.12.2013 gününe ait cari fiyatlar dikkate alınarak, portföylerin 31.12.2013-31.12.2018 tarihleri arasındaki yine 5 yıllık getiri performansları incelenmiştir.

3.3. Varsayımlar

Çalışmada birçok sayısal veri kullanılarak, yukarıda belirtilen amaç doğrultusunda bir sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Ancak çalışmanın odağının dağılmaması ve hesaplamaların standartlaştırılabilmesi için bazı varsayımlarda bulunulmuştur. Bu başlık altında, bu varsayımlar sıralanmıştır.

- Bankalar ve yatırım ortaklıkları gibi malî sektörde faaliyet gösteren şirketler kapsam dışı bırakılmıştır. Çünkü bu şirketlerin faaliyet alanları gereği finansal kaldıraç oranı gibi bazı oranlar, diğer şirketlere göre çok farklı seviyelerde çıkmakta ve bu şirketlerin, çalışma kapsamındaki diğer şirketlere göre daha kötü değerlendirilmelerine yol açmaktadır.
- Holdingler, kapsam dışı bırakılmıştır. Bu tercihin nedeni, ABD ve Türkiye'de halka açılmış şirketlerden farklı sektörde faaliyet gösterenlerin özellikle seçilebilmesi ve sektör riskinin en aza indirilmesidir.
- Çalışma kapsamında farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler ölçütlere uygunluk açısından aynı veri havuzuna konarak birbirleriyle doğrudan kıyaslanmıştır. Ancak birçok ölçütün ideal değerleri, sektörler arasında farklılık göstermektedir. Bu çalışma kapsamında, çalışmayı daha da karmaşıklaştırmamak amacıyla sektörlere özel kırıma gidilmemiştir. Oysa pratikte, çoğu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin geçmiş dönemlerine ilişkin veriler incelendiğinde; F/K oranları, PD/DD oranları ve temettü verimi gibi ölçütlerin değerlerinde sektörler arasında ciddi farklılıklar görülebilmektedir.
- Malî ölçütlerin hesaplanmasında, şirketlerin yayımladıkları solo bilançolar yerine konsolide bilançolar dikkate alınmıştır.
- Türkiye ve ABD'de menkul kıymet alım-satımına aracı kurumların; alım, satım ile yatırımcıya temettü ödeme ve bedelsiz hisse senedi dağıtımını komisyonları ihmal edilerek yok sayılmıştır.
- Vergilendirme açısından değer yatırımcısının kurumsal değil, bireysel bir yatırımcı olduğu varsayılmıştır. Çünkü vergilendirme konusu, gerek anapara getirisinin gerek de temettü getirisinin net değerlerini hesaplarken önemli bir unsur olarak bulunmaktadır. Çalışma ile ilgili vergiler ve bu vergilerle ilgili varsayımlar aşağıda sıralanmıştır. Bu üç vergi türü dışındaki vergiler de ayrıca kapsam dışında bırakılmıştır. Ayrıca yine ABD'de eyalet ve belediye düzeyindeki vergi mükellefiyet ve muafiyetleri de, eyalet ve belediyelere göre gerek hesaplama yöntemleri, gerekse oran ve tutarlar bakımından farklılıklar gösterdiğinden kapsam dışında bırakılmıştır.

1. Sermaye Kazancı Vergisi: Türkiye'de tahsil edilmeyen bu vergi, ABD'de menkul kıymetlerin satış tutarından alış tutarı düşülerek hesaplanan mükellefiyet tutarı üzerinden belirli bir oranda ve federal düzeyde tahsil edilmektedir. Ancak bu çalışma kapsamında dikkate alınmamıştır.

2. Gelir Vergisi: Gerek Türkiye gerek de ABD'de şirketlerin aracı kurumlar üzerinden yatırımcılara temettü ödemeleri esnasında ilk anda (kaynağında) tahsil edilen Menkul Sermaye İradı Gelir Vergisi (kısaca MSİGV), her iki ülkenin vergi mevzuatınca o ülkede yerleşik vatandaşların mükellef oldukları varsayılarak hesaplanmıştır. Vergiye tabi oranlar, beyan edilen gelire göre kademeli olarak arttığından, hesaplamaların standartlaşması ve kolaylaşması için, Türkiye'de 2018 yılı için 34000 Türk Lirası'ndan, ABD'de ise 9325 Amerikan Doları'ndan fazla brüt temettü geliri elde edilmediği ve böylece üst vergi dilimlerine girilmediği varsayılmıştır (GİB, 2019; Gelir Vergisi Kanunu, 2019; Federal Income Tax, 2017). Buna göre; Türkiye'de elde edilen temettü gelirlerinin Türkiye Cumhuriyeti Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından kaynağında %15 oranında, ABD'de elde edilen temettü gelirlerinin ise ABD Internal Revenue Service (IRS) tarafından kaynağında %10 oranında vergilendirildiği varsayılmıştır. ABD'deki hisse senedi yatırımcısının, temettü ödemelerinde çeşitli muafiyet ve indirimler sağlayan geleneksel (*traditional*) ya da 401K gibi bireysel emeklilik hesaplarına (*individual retirement account*, kısaca *IRA*) sahip olmadığı varsayılmıştır. Ayrıca Türkiye'deki temettü ödemeleri esnasında yatırımcılarına gelir vergisi muafiyeti sağlayan menkul kıymet yatırım ortaklıkları (MKYO), girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO) ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) gibi yatırım ortaklıkları, çalışma kapsamının dışında bırakıldıklarından, bu ortaklıklara özel bir hesaplama yapılmamıştır (Gelir Vergisi Kanunu, 2019).

3. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi: 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'na göre menkul kıymetlerin alım-satımına aracı

kurumların; alım, satım ile yatırımcıya temettü ödeme esnasında tahsil ettikleri komisyonların %5'i oranında tahsil edilen bu vergi, dikkate alınmamıştır (Gider Vergileri Kanunu, 2019).

- Türkiye'de, yılda 1 kez ödenen temettülerin yatırım hesabından mevduat hesabına yattığı gün, aynı hisseye yeniden yatırımı yapıldığı varsayılmıştır. Ancak istisna olarak, temettü ödemesini iki taksitte yapan Birleşik Mağazalar A.Ş.'nin (BIMAS) temettü gelirinin, temettünün ikinci taksidi yatırımcının eline ulaştıktan sonra, yine hisse alımı için kullanıldığı varsayılmıştır. ABD'de ise her mevsimde 1 kez olmak üzere, yılda 4 kez ödenen temettünün, yıllık son temettü ödemesi ile birlikte, yılda bir kez yeniden yatırıma yönlendirildiği varsayılmıştır.
- Değer yatırımının başarısının sınıandığı 2014-2018 yılları arasındaki 5 yıllık süre içerisinde bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştiren ve dolayısı ile de bir hissesinin piyasa fiyatı her bir artırım için belirli bir sayıya bölünen şirketlerin, değer yatırımı başlangıcındaki fiyatları, değer yatırımının bitişindeki güne göre düzeltilmiştir. Böylece anapara getirisinin ne kadar olduğu doğru bir biçimde hesaplanmıştır. Ayrıca aynı yıl içerisinde hem temettü verip hem de bedelsiz sermaye artırımını yapan tek şirket olan Soda Sanayii Anonim Şirketi (SODA); 2014, 2016, 2017 ve 2018 yılları içinde önce temettü verip, ardından sermaye arttırmıştır. Ancak bu durum, hesaplamaları etkilememektedir.

3.4. Örnek Değer Yatırımı Portföylerinin Ağırlıklarının Belirlenmesi

Daha önceki başlıklarda, seçilen şirketlerin portföy ağırlıklarının değer yatırımının ölçütlerine uyumlu olmaları ölçüsünde paylaşılacağı belirtilmişti. Gerçek yaşamda farklı yatırımcıların, değer yatırımı yaklaşımında farklı ölçütlere farklı seviyede önem atfedebilecekleri varsayılarak, ağırlıkların paylaşımında 3 yatırımcı profili oluşturulmuştur. Bu yatırımcı profilleri, aşağıda tanımlanmıştır.

Düşük Seviyede Risk Alan Değer Yatırımcısı: Değer yatırımının hem mali ölçütlere, hem de piyasa ölçütlerine önem verir. Ancak en çok, net temettü verimi ölçütüne önem verir. Çünkü düzenli olarak yüksek oranda temettü veren

şirketlerin mali yapılarının daha sağlam olduğunu düşünmektedir. Kısaca "temettüseven" olarak ifade edilebilir.

Orta Seviyede Risk Alan Değer Yatırımcısı: Dengeli bir değer yatırımcısıdır. Hem mali ölçütlere, hem de piyasa ölçütlerine mümkün olduğunca yakın ağırlıklarda önem verir. Kısaca "dengeli" olarak ifade edilebilir.

Yüksek Seviyede Risk Alan Değer Yatırımcısı: Değer yatırımının piyasa ölçütlerine azami derecede önem verir. Bu yatırımcı profili için, hisse senetlerinin piyasa fiyatının görece ucuz olması en önemli ölçüttür. Mali ölçütlere ise az miktarda önem vermektedir. Kısaca "risksever" olarak ifade edilebilir.

Yatırımcı profillerinin değer yatırımının mali ölçütlerine ve piyasa ölçütlerine verdikleri ağırlıklar, Tablo 3.4'te gösterilmiştir.

Tablo 3.4. Ölçütlerin Yatırımcı Profillerine Göre Ağırlıklandırılması.

Değer Yatırımcısı Profili	Mali Ölçütler						Piyasa Ölçütleri	
	Cari Oran	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynak Kârlılığı (%)	Yurtdışı Gelirlerin Toplam Gelirlere Oranı (%)	Faiz Ödeme Gücü	Net Temettü Verimi (%)	F/K Oranı	PD/DD (F/DD) Oranı
Düşük Seviyede Risk Alan (Temettüseven)	8	8	8	8	8	20	20	20
Orta Seviyede Risk Alan (Dengeli)	10	10	10	10	10	10	20	20
Yüksek Seviyede Risk Alan (Risksever)	5	5	5	5	5	5	35	35

3.5. Portföylerin 5 Yıl Önce Kurulduğu Varsayılarak Hisse Seçimlerinin ve Ağırlık Atamalarının Başarısının Sınanması

Oluşturulan 3 farklı yatırımcı profili için, değer yatırımının her bir ölçütüne verilen önemi gösteren ağırlıklar belirlendikten sonra, seçilen 10 şirketin 2009-2013 yılları arasında yayımladıkları beşer konsolide bilançosu incelenmiş ve ikinci bölümde açıklanan ölçütlere ait formüllerin sonuçlarını

hesaplamak için gerekli sayısal değerler yerlerine konmuştur. Bu hesaplamalarda kullanılan bilançolardaki kaynak veriler, Tablo 3.5 grubunda gösterilmiştir. Bu grup, a'dan j'ye kadar harflerle belirtilmiş 10 ayrı tablodan oluşmaktadır. Tablolardaki değerler; Türkiye'de halka açık şirketler için Türk Lirası, ABD'de halka açık şirketler için Milyon Amerikan Doları birimiyle gösterilmiştir. Birimin Milyon Amerikan Doları olmasının nedeni, ABD şirketlerinin bilançolarındaki verileri bu birimle göstermeleridir.

Tablo 3.5a. ASELS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	1899096369	1463321452	1387664347	1943880942	2049564480
Toplam Varlıklar	2484442965	2272804773	2392044247	3324214771	4007975350
Kısa Vadeli Borçlar	793420165	481298949	426813385	776838100	936244985
Toplam Borçlar	1824578429	1387527619	1373227857	2058119180	2395489899
Ödenmiş Sermaye	117612000	235224000	235224000	500000000	500000000
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	659864536	885277154	1018816390	1266095591	1612485451
Toplam Satış Gelirleri	1037675524	1212398793	1501878990	1632896367	2171425296
Yurtdışı Satış Gelirleri	102971544	124753555	141282643	271984690	398126535
Finansal Giderler	-175913013	-267746447	-472447199	-10229772	-44595198
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	160769549	198724738	123966237	270191389	147344525
Amortisman Giderleri	-43364432	-42959797	-58072210	-68283872	-82553064
Dönem Net Kârı	185364995	226880489	160755145	306378584	238081489

Kaynak: aselsan.com.tr, 2019.

Tablo 3.5b. BIMAS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	612110000	814785000	1074495000	1321940000	1575925000
Toplam Varlıklar	1099661000	1372068000	1732714000	2197958000	2697270000
Kısa Vadeli Borçlar	693078000	853070000	1093270000	1350465000	1645954000
Toplam Borçlar	711606000	871636000	1116562000	1401946000	1698006000
Ödenmiş Sermaye	75900000	151800000	151800000	151800000	303600000
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	388055000	500432000	616152000	796012000	999264000
Toplam Satış Gelirleri	5323390000	6573951000	8189135000	9906367000	11848841000
Yurtdışı Satış Gelirleri	9638000	0	0	0	0
Finansal Giderler	-1712000	-3657000	-2686000	-5226000	-5623000
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	268571000	306001000	377739000	420080000	526052000
Amortisman Giderleri	-55475000	-64837000	-76980000	-93552000	-110750000
Dönem Net Kârı	212942000	245640000	298910000	331798000	412984000

Kaynak: bim.com.tr, 2019.

Tablo 3.5c. SODA Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	338881616	354453868	521846318	529862859	800251931
Toplam Varlıklar	913357852	944769329	1224793667	1408935912	1780466976
Kısa Vadeli Borçlar	220248612	169969381	266355529	303555236	287945348
Toplam Borçlar	372360772	329346274	426818840	411093640	559454202
Ödenmiş Sermaye	231000000	254100000	254100000	425000000	457000000
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	540997080	615423055	797974827	997842272	1221012774
Toplam Satış Gelirleri	623445243	660193700	871842188	1182484827	1403898784
Yurtdışı Satış Gelirleri	0	100898445	139365836	218077707	261358464
Finansal Giderler	-42844817	-45805599	-60819942	-37339336	-52627714
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	61699666	87626321	216424944	154693438	237510830
Amortisman Giderleri	-42911232	-46869763	-53928446	-69131663	-85255205
Dönem Net Kârı	43278181	66688499	183953367	133000119	208046467

Kaynak: sisecamkimyasallar.com, 2019.

Tablo 3.5d. TOASO Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	1986767000	2772360000	3571766000	3565757000	3390400000
Toplam Varlıklar	4367184000	5284135000	6302108000	6053132000	5928202000
Kısa Vadeli Borçlar	1758341000	2045947000	2744240000	2456285000	2565712000
Toplam Borçlar	2944946000	3578260000	4512781000	3991031000	4029388000
Ödenmiş Sermaye	500000000	500000000	500000000	500000000	500000000
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	1422238000	1705875000	1789327000	2062101000	1898814000
Toplam Satış Gelirleri	5112370000	6410219000	7336658000	6705274000	7037954000
Yurtdışı Satış Gelirleri	3079027000	3465630000	3964044000	3667217000	4069041000
Finansal Giderler	-87934000	-121753000	-318514000	-347846000	103257000
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	269921000	391739000	508088000	497440000	477075000
Amortisman Giderleri	-197519000	-266438000	-298277000	-346669000	-324276000
Dönem Net Kârı	360351000	384220000	474165000	442039000	434223000

Kaynak: tofas.com.tr, 2019.

Tablo 3.5e. TUPRS Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	5780050000	9288938000	9064638000	9129259000	9764538000
Toplam Varlıklar	10223304000	13918037000	14757986000	16647907000	21139387000
Kısa Vadeli Borçlar	5353550000	8847419000	8386151000	8068100000	10396466000
Toplam Borçlar	6443762000	10016881000	10352328000	11758323000	16000873000
Ödenmiş Sermaye	250419000	250419000	250419000	250419000	250419000
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	3779542000	3901156000	4405658000	4889584000	5138514000
Toplam Satış Gelirleri	20330633000	26183244000	40747047000	42436908000	41078427000
Yurtdışı Satış Gelirleri	3024083000	4229081000	8150826000	8997706000	7836246000
Finansal Giderler	-252464000	-880148000	-1299476000	-170428000	-1115713000
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	1015152000	929142000	1542183000	1350236000	13049000
Amortisman Giderleri	-194067000	-221132000	-248882000	-222451000	-240281000
Dönem Net Kârı	815771000	741358000	1244527000	1471364000	1197223000

Kaynak: tupras.com.tr, 2019.

Tablo 3.5f. BA Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (Milyon \$)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	35275	40572	49810	57309	65074
Toplam Varlıklar	62053	68565	79986	88896	92663
Kısa Vadeli Borçlar	32883	35395	41274	44982	51486
Toplam Borçlar	59828	65703	76378	82929	77666
Ödenmiş Sermaye	713	741	751	762	768
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	2225	2862	3608	5967	14997
Toplam Satış Gelirleri	68281	64306	68735	81698	86623
Yurtdışı Satış Gelirleri	28783	26159	34344	44496	49031
Finansal Giderler	4094	-1962	-1700	-3477	-4249
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	3949	6877	7647	8210	8481
Amortisman Giderleri	-1678	-1746	-1675	-1811	-1844
Dönem Net Kârı	1312	3298	4009	3900	4578

Kaynak: investors.boeing.com, 2009-2013.

Tablo 3.5g. CAT Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (Milyon \$)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	27217	31810	37900	42138	38335
Toplam Varlıklar	60038	64020	81218	88970	84896
Kısa Vadeli Borçlar	18975	22020	28357	29415	27297
Toplam Borçlar	51215	53156	68289	71388	64018
Ödenmiş Sermaye	626	650	666	670	659
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	8823	10864	12929	17582	20878
Toplam Satış Gelirleri	32396	42588	60138	65875	55656
Yurtdışı Satış Gelirleri	22353	28960	42097	45454	37290
Finansal Giderler	-5215	-4613	4019	3606	-4511
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	3958	7173	10506	12763	9442
Amortisman Giderleri	-2336	-2296	-2527	-3393	-3087
Dönem Net Kârı	895	2700	4928	5681	3789

Kaynak: caterpillar.com/en/investors, 2009-2013.

Tablo 3.5h. JNJ Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (Milyon \$)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	39541	47307	54316	46116	56407
Toplam Varlıklar	94682	102908	113644	121347	132683
Kısa Vadeli Borçlar	21731	23072	22811	24262	25675
Toplam Borçlar	44094	46329	56564	56521	58630
Ödenmiş Sermaye	2789	2789	2775	2813	2877
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	50588	56579	57080	64826	74053
Toplam Satış Gelirleri	61897	61587	65030	67224	71312
Yurtdışı Satış Gelirleri	31008	32137	36122	37394	39402
Finansal Giderler	-4092	-4980	-4452	-20562	-6091
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	19070	20448	16181	18037	20131
Amortisman Giderleri	-2774	-2939	-3158	-3666	-4104
Dönem Net Kârı	12266	13334	9672	10853	13831

Kaynak: johnsonandjohnson.gcs-web.com, 2009-2013.

Tablo 3.5i. WMT Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (Milyon \$)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	48949	48032	52012	54975	59940
Toplam Varlıklar	163429	170407	180782	193406	203105
Kısa Vadeli Borçlar	55390	55543	58603	62300	71818
Toplam Borçlar	96350	97759	109535	117645	121367
Ödenmiş Sermaye	3951	3877	3670	3474	3389
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	67079	72648	71247	75761	81738
Toplam Satış Gelirleri	401087	405046	418952	443854	466114
Yurtdışı Satış Gelirleri	98840	100107	109232	125873	135201
Finansal Giderler	-9918	-14191	-12028	-8458	-11946
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	29506	31159	33183	34597	36203
Amortisman Giderleri	-13880	-14883	-16993	-16387	-17756
Dönem Net Kârı	13381	14370	16389	15699	16999

Kaynak: stock.walmart.com/investors, 2009-2013.

Tablo 3.5j. XOM Kodlu Hisseye İlişkin Bilanço Verileri.

Bilanço Kaleminin Adı	Veri (Milyon \$)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar	55235	58984	72963	64460	59308
Toplam Varlıklar	233323	302510	331052	333795	346808
Kısa Vadeli Borçlar	52061	62633	77505	64139	71724
Toplam Borçlar	117931	149831	170308	162135	166313
Ödenmiş Sermaye	4848	4897	4875	4628	4419
Özsermaye/Özkaynaklar/ Defter Değeri	115392	152679	160744	171660	180495
Toplam Satış Gelirleri	301500	370125	467029	451509	420836
Yurtdışı Satış Gelirleri	211653	254219	316686	300644	268016
Finansal Giderler	-27283	-26924	-28256	-33868	-15476
Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK)	47242	67978	89087	94941	74902
Amortisman Giderleri	-11917	-14760	-15583	-15888	-17182
Dönem Net Kârı	19280	30460	41060	44880	32580

Kaynak: corporate.exxonmobil.com, 2009-2013.

Her bir şirketin bilançolarındaki verilerle hesaplanan mali ölçüt değerleri, Tablo 3.6 grubunda gösterilmiştir. Bu grup da a'dan j'ye kadar harflerle belirtilmiş 10 ayrı tablodan oluşmaktadır. Mali ölçütlerden sonuncusu olan Net Temettü Verimi ise bilanço verileriyle hesaplanamayacağından; ilgili yılda ödenen toplam net temettü tutarının, temettü verilmeden önceki günün hisse kapanış fiyatına bölünmesiyle hesaplanmış ve diğer verilerle birlikte Tablo 3.6 grubunda gösterilmiştir.

Tablo 3.6a. ASELS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıllık Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	2,39	3,04	3,25	2,50	2,19	2,68
Finansal Kaldıraç Oranı	0,73	0,61	0,57	0,62	0,60	0,63
Özkaynak Kârlılığı (%)	28,09	25,63	15,78	24,20	14,76	21,69
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	9,92	10,29	9,41	16,66	18,33	12,92
Faiz Ödeme Gücü	1,16	0,90	0,39	33,09	5,16	8,14
Net Temettü Verimi (%)	1,02	3,28	1,37	1,72	1,22	1,72

Kaynak: İş Yatırım, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6b. BIMAS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	0,88	0,96	0,98	0,98	0,96	0,95
Finansal Kaldıraç Oranı	0,65	0,64	0,64	0,64	0,63	0,64
Özkaynak Kârlılığı (%)	54,87	49,09	48,51	41,68	41,33	47,10
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	0,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04
Faiz Ödeme Gücü	189,28	101,40	169,29	98,28	113,25	134,30
Net Temettü Verimi (%)	2,05	1,77	1,96	1,50	1,33	1,72

Kaynak: İş Yatırım, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6c. SODA Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,54	2,09	1,96	1,75	2,78	2,02
Finansal Kaldıraç Oranı	0,41	0,35	0,35	0,29	0,31	0,34
Özkaynak Kârlılığı (%)	8,00	10,84	23,05	13,33	17,04	14,45
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	0,00	15,28	15,99	18,44	18,62	13,67
Faiz Ödeme Gücü	2,44	2,94	4,45	5,99	6,13	4,39
Net Temettü Verimi (%)	0,00	0,00	2,26	0,00	2,44	0,94

Kaynak: İş Yatırım, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6d. TOASO Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,13	1,36	1,30	1,45	1,32	1,31
Finansal Kaldıraç Oranı	0,67	0,68	0,72	0,66	0,68	0,68
Özkaynak Kârlılığı (%)	25,34	22,52	26,50	21,44	22,87	23,73
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	60,23	54,06	54,03	54,69	57,82	56,17
Faiz Ödeme Gücü	5,32	5,41	2,53	2,43	-7,76	1,58
Net Temettü Verimi (%)	3,24	3,77	4,78	5,38	6,72	4,78

Kaynak: İş Yatırım, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6e. TUPRS Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,08	1,05	1,08	1,13	0,94	1,06
Finansal Kaldıraç Oranı	0,63	0,72	0,70	0,71	0,76	0,70
Özkaynak Kârlılığı (%)	21,58	19,00	28,25	30,09	23,30	24,45
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	14,87	16,15	20,00	21,20	19,08	18,26
Faiz Ödeme Gücü	4,79	1,31	1,38	9,23	0,23	3,39
Net Temettü Verimi (%)	11,78	6,11	5,49	7,45	6,04	7,37

Kaynak: İş Yatırım, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6f. BA Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,07	1,15	1,21	1,27	1,26	1,19
Finansal Kaldıraç Oranı	0,96	0,96	0,95	0,93	0,84	0,93
Özkaynak Kârlılığı (%)	58,97	115,23	111,11	65,36	30,53	76,24
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	42,15	40,68	49,97	54,46	56,60	48,77
Faiz Ödeme Gücü	-1,37	4,40	5,48	2,88	2,43	2,76
Net Temettü Verimi (%)	3,95	2,69	2,71	2,64	1,50	2,70

Kaynak: macrotrends.net, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6g. CAT Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,43	1,44	1,34	1,43	1,40	1,41
Finansal Kaldıraç Oranı	0,85	0,83	0,84	0,80	0,75	0,82
Özkaynak Kârlılığı (%)	10,14	24,85	38,12	32,31	18,15	24,71
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	69,00	68,00	70,00	69,00	67,00	68,60
Faiz Ödeme Gücü	1,21	2,05	-3,24	-4,48	2,78	-0,34
Net Temettü Verimi (%)	2,61	1,84	1,72	2,12	2,44	2,15

Kaynak: caterpillar.com, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6h. JNJ Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,82	2,05	2,38	1,90	2,20	2,07
Finansal Kaldıraç Oranı	0,47	0,45	0,50	0,47	0,44	0,46
Özkaynak Kârlılığı (%)	24,25	23,57	16,94	16,74	18,68	20,04
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	50,10	52,18	55,55	55,63	55,25	53,74
Faiz Ödeme Gücü	5,34	4,70	4,34	1,06	3,98	3,88
Net Temettü Verimi (%)	2,70	3,07	3,20	3,06	2,47	2,90

Kaynak: johnsonandjohnson.gcs-web.com, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6i. WMT Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	0,88	0,86	0,89	0,88	0,83	0,87
Finansal Kaldıraç Oranı	0,59	0,57	0,61	0,61	0,60	0,59
Özkaynak Kârlılığı (%)	19,95	19,78	23,00	20,72	20,80	20,85
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	24,64	24,71	26,07	28,36	29,01	26,56
Faiz Ödeme Gücü	4,37	3,24	4,17	6,03	4,52	4,47
Net Temettü Verimi (%)	1,79	2,00	2,25	2,00	2,11	2,03

Kaynak: stock.walmart.com, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6j. XOM Kodlu Hissenin Mali Ölçüt Değerleri.

Mali Ölçütün Adı	Yıl					5 Yıln Ortalama Değeri
	2009	2010	2011	2012	2013	
Cari Oran	1,06	0,94	0,94	1,01	0,83	0,96
Finansal Kaldıraç Oranı	0,51	0,50	0,51	0,49	0,48	0,50
Özkaynak Kârlılığı (%)	16,71	29,40	25,54	17,74	18,05	21,49
Gelirler İçerisinde İhracat Gelirlerinin Payı (%)	70,20	68,68	67,81	66,59	63,69	67,39
Faiz Ödeme Gücü	2,17	3,07	3,70	3,27	5,95	3,63
Net Temettü Verimi (%)	2,74	2,88	2,65	2,75	2,90	2,78

Kaynak: macrotrends.net, 2019 (Net Temettü Verimi).

Tablo 3.6 grubu, seçilen 10 şirketin mali ölçütlere ilişkin verilerini içermektedir. Bu verilere piyasa ölçütlerinin değerleri de eklenerek, şirketlerin tüm sayısal ölçütlerinin birlikte karşılaştırılabilmesi için iki yeni tablo

oluşturulmuştur. Bu tablolardan Tablo 3.7, seçilen BİST30 şirketlerinin kıyasını, Tablo 3.8 ise seçilen DJIA şirketlerinin kıyasını içermektedir.

Tablo 3.7. BİST30 Endeksinden Seçilen Şirketlerin Mali Ölçüt ve Piyasa Ölçütü Değerleri.

Hisse Kodu	2009-2013 Arasındaki 5 Yılda						2013 Yılı Sonunda	
	Mali Ölçütler						Piyasa Ölçütleri	
	Cari Oran	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynak Kârlılığı (%)	Yurtdışı Gelirlerin Toplam Gelirlere Oranı (%)	Faiz Ödeme Gücü	Net Temettü Verimi (%)	F/K Oranı	PD/DD Oranı
BIST:ASELS	2,68	0,63	21,69	12,92	8,14	1,72	18,04	2,66
BIST:BIMAS	0,95	0,64	47,10	0,04	134,30	1,72	31,36	12,96
BIST:SODA	2,02	0,34	14,45	13,67	4,39	0,94	5,05	0,86
BIST:TOASO	1,31	0,68	23,73	56,17	1,58	4,78	15,43	3,53
BIST:TUPRS	1,06	0,70	24,45	18,26	3,39	7,37	8,66	2,02
Minimum Değer	0,95	0,34	14,45	0,04	1,58	0,94	5,05	0,86
Maksimum Değer	2,68	0,70	47,10	56,17	134,30	7,37	31,36	12,96

Kaynaklar: aselsan.com.tr, 2019; bim.com.tr, 2019; hurriyet.com.tr, 2019; isyatirim.com.tr, 2019; sisecamkimyasallar.com, 2019; tofas.com.tr, 2019; tupras.com.tr, 2019.

Tablo 3.8. DJIA Endeksinden Seçilen Şirketlerin Mali Ölçüt ve Piyasa Ölçütü Değerleri.

Hisse Kodu	2009-2013 Arasındaki 5 Yılda						2013 Yılı Sonunda	
	Mali Ölçütler						Piyasa Ölçütleri	
	Cari Oran	Finansal Kaldıraç Oranı	Özkaynak Kârlılığı (%)	Yurtdışı Gelirlerin Toplam Gelirlere Oranı (%)	Faiz Ödeme Gücü	Net Temettü Verimi (%)	F/K Oranı	PD/DD Oranı
NYSE:BA	1,19	0,93	76,24	48,77	2,76	2,70	22,90	6,99
NYSE:CAT	1,41	0,82	24,71	68,60	-0,34	2,15	15,79	2,87
NYSE:JNJ	2,07	0,46	20,04	53,74	3,88	2,90	19,05	3,56
NYSE:WMT	0,87	0,59	20,85	26,56	4,47	2,03	15,69	3,26
NYSE:XOM	0,96	0,50	21,49	67,39	3,63	2,78	13,73	2,48
Minimum Değer	0,87	0,46	20,04	26,56	-0,34	2,03	13,73	2,48
Maksimum Değer	2,07	0,93	76,24	68,60	4,47	2,90	22,90	6,99

Kaynaklar: boeing.com, 2019; caterpillar.com, 2019; exxonmobil.com, 2019; johnsonandjohnson.gcs-web.com, 2019; macrotrends.net, 2019; sec.gov, 2019; walmart.com, 2019.

Her bir mali ölçüt ve piyasa ölçütü için, beşer şirketlik portföylerdeki şirketlerin ölçüt değerlerinin minimum ve maksimum değerleri belirlenmiştir. Bazı ölçüt değerlerinin yüksek, bazılarının ise düşük olmasının şirketleri tercih nedeni olduğu İkinci Bölüm'de belirtilmişti. Bunlardan Finansal Kaldıraç Oranı, F/K Oranı ve PD/DD Oranı'nın düşük olması, diğer ölçütlerin ise yüksek olmaları tercih nedeni idi. Bu nedenle bu üç ölçütün minimum değeri, en iyi değer; maksimum değeri ise en kötü değer olarak belirlenmiştir. Diğer 5 ölçütün ise maksimum değeri en iyi değer, minimum değeri ise en kötü değer olarak belirlenmiştir. Yine hatırlanacağı üzere, Tablo 3.4'te, değer yatırımcısı profillerinin ölçütlere verdikleri öneme göre yapılan ağırlıklandırmalar bulunmaktaydı. Tüm bu bilgiler ışığında, her bir şirkete, her bir ölçüt için; en iyi değere sahip olan şirket tam puan, en kötü değere sahip olan şirket 0 puan, aradaki şirketler ise tam ile 0 arasında puan alacak biçimde puanlama yapılmıştır. Puanlama sırasında, portföyler kendi içlerinde değerlendirilmiştir. Şirketlerin her bir ölçüt için elde ettikleri puanlar toplanarak, önce mali skor ve piyasa skoru; daha sonra bu iki skor da toplanarak toplam skor elde edilmiştir.

Şirketleri skora, aşağıdaki üç formüle göre yapılmıştır. Bu formüllerden ilkinde, şirketin mali skoru, ikincisinde ise piyasa skoru hesaplanmaktadır. Üçüncüsünde, şirketin bu iki skor değeri toplanarak şirketin toplam skoru hesaplanmaktadır. Dikkat edilirse, Tablo 3.4'te yapılan ağırlıklandırmalar 100 üzerinden yapıldığı için, değer yatırımcısına en uygun şirketin toplam skorunun 100, hiç uygun olmayan şirketin ise 0 skoruna sahip olabileceği görülür. Böylelikle, şirketlerin toplam skorları 0 ile 100 değerleri arasında normalize edilmiş bir biçimde hesaplanmış olmaktadır.

$$\text{Şirketin mali skoru} = \sum_{i=1}^6 \frac{\text{Ölçüt ağırlığı} \times (\text{Şirketin ölçüt değeri} - \text{En kötü ölçüt değeri})}{\text{En iyi ölçüt değeri} - \text{En kötü ölçüt değeri}} \quad (3.1)$$

$$\text{Şirketin piyasa skoru} = \sum_{i=1}^2 \frac{\text{Ölçüt ağırlığı} \times (\text{Şirketin ölçüt değeri} - \text{En kötü ölçüt değeri})}{\text{En iyi ölçüt değeri} - \text{En kötü ölçüt değeri}} \quad (3.2)$$

$$\text{Şirketin toplam skoru} = \text{Şirketin mali skoru} + \text{Şirketin piyasa skoru} \quad (3.3)$$

Portföyleri skora ise şu formüle göre yapılmıştır:

$$\text{Portföyün toplam skoru} = \sum_{i=1}^5 \text{Şirketin toplam skoru} \quad (3.4)$$

Bir şirketin portföy içerisindeki ağırlığı ise, şu formül ile hesaplanmıştır:

$$\text{Şirketin portföydeki ağırlığı (\%)} = 100 \times \frac{\text{Şirketin toplam skoru}}{\text{Portföyün toplam skoru}} \quad (3.5)$$

Skorlama aşamasında, bazı istisnai durumlarda, gerçek ölçüt değerleri yerine küçük bir değişiklik yapılması uygun görülmüştür. Bu değişikliği açıklamak gerekirse; seçilen şirketlerin 5 yıllık bilançoları incelendiğinde, BIMAS'ın 2009 ile 2013 yılları arasındaki 5 yılda faiz ödeme gücü ortalamasının 134,30 olduğu görülmüştür. BIMAS şirketinin faiz borcu, inceleme kapsamındaki yıllar içerisinde ortalama olarak çok düşük seviyelerdedir. Bu nedenle faiz ödeme gücü diğer şirketlere göre çok yüksek çıkmakta ve diğer şirketlerin sağlıklı skorlanmasını olumsuz etkilemektedir. CAT için ise bu ortalama -0,34 olarak hesaplanmıştır. CAT şirketi, inceleme yapılan yıllar boyunca ortalama faiz borcu yerine faiz alacağına sahip olduğu için, faiz ödeme gücü negatif çıkmaktadır. Bu durum, formülden çıkan sonucun doğrudan yerine konulduğu takdirde CAT şirketinin yanlış skorlanmasına yol açmaktadır. Bu nedenle faiz ödeme gücü açısından çok iyi durumda bulunan bu iki şirketin faiz ödeme gücü değeri, skorlama sırasında istisnai olarak gerçek değerleri yerine 20 alınmıştır. 20 değeri seçilirken, diğer şirketlere görece makul olan ve şirketlerin mutlak üstünlüklerini ifade eden bir değer olmasına dikkat edilmiştir.

BİST30 endeksinden seçilen şirketlerin hesaplanan skorları ve farklı değer yatırımcısı profillerine göre değer yatırımı portföyleri içerisindeki ağırlıkları, Tablo 3.9'da gösterilmiştir. DJIA endeksinden seçilen şirketlerin hesaplanan skorları ve farklı değer yatırımcısı profillerine göre değer yatırımı portföyleri içerisindeki ağırlıkları, Tablo 3.10'da gösterilmiştir.

Tablo 3.9. BİST30 Endeksinden Seçilen Şirketlerin Skorları ve Değer Yatırımı Portföyleri İçerisindeki Ağırlıkları.

Hisse Kodu	Dengeli Değer Yatırımcısı				Temettüseven Değer Yatırımcısı				Piyasaseven Değer Yatırımcısı			
	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)
ASELS	21,39	27,15	48,54	20,73	18,57	27,15	45,72	19,42	10,69	47,51	58,20	20,80
BIMAS	23,00	0,00	23,00	9,82	19,86	0,00	19,86	8,44	11,50	0,00	11,50	4,11
SODA	20,16	40,00	60,16	25,69	16,13	40,00	56,13	23,84	10,08	70,00	80,08	28,62
TOASO	21,50	27,70	49,20	21,01	24,36	27,70	52,06	22,11	10,75	48,48	59,23	21,17
TUPRS	17,89	35,35	53,24	22,74	26,32	35,35	61,66	26,19	8,95	61,86	70,81	25,31

Tablo 3.10. DJIA Endeksinden Seçilen Şirketlerin Skorları ve Değer Yatırımı Portföyleri İçerisindeki Ağırlıkları.

Hisse Kodu	Dengeli Değer Yatırımcısı				Temettüseven Değer Yatırımcısı				Piyasaseven Değer Yatırımcısı			
	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)	Mali Skor	Piyasa Skoru	Toplam Skor	Ağırlık (%)
BA	25,64	0,00	25,64	9,90	29,72	0,00	29,72	11,16	12,82	0,00	12,82	4,40
CAT	29,13	33,77	62,90	24,29	24,93	33,77	58,70	22,04	14,57	59,09	73,66	25,27
JNJ	37,11	23,60	60,71	23,44	41,69	23,60	65,29	24,51	18,56	41,29	59,85	20,53
WMT	8,32	32,24	40,57	15,66	6,66	32,24	38,90	14,60	4,16	56,42	60,59	20,78
XOM	29,18	40,00	69,18	26,71	33,76	40,00	73,76	27,69	14,59	70,00	84,59	29,02

Değer yatırımcısı profillerinin değer yatırımının ölçütlerine verdikleri ağırlıklar ile piyasa ve bilanço verileri yoluyla portföylerdeki hisse ağırlıkları belirlendikten sonraki aşama, bu portföylerin değer yatırımı yapıldığı andan itibaren başlayan gelecek 5 yıllık süre içerisindeki reel getirisini belirlemektir. Bunun için öncelikle, her bir hissenin bu süre zarfının ilk ve son işlem günleri olarak seçilen 31.12.2013 ile 31.12.2018 günlerindeki piyasa fiyatlarını kullanmak gerekmektedir. Bu piyasa fiyatları Tablo 3.11'de, BİST30 şirketleri için Türk Lirası, DJIA şirketleri için Amerikan Doları cinsinden fiyatlarla gösterilmiştir.

Değer yatırımcısının asıl amacının, yatırımcının alım gücünü koruması olduğu belirtilmişti. Alım gücünün korunabildiğinin sınanması için, reel getiri sağlayacak nominal getirilerin hesaplanması yoluna gidilmiştir. Reel getirinin hesaplanabilmesi için ise, her bir ülke için açıklanan yıllık tüketici enflasyonu oranları dikkate alınmıştır. Tablo 3.12'de, değer yatırımı yapıldığı varsayılan

süre zarfında Türkiye ve ABD'deki Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki (TÜFE/CPI) artış oranları Tablo 3.12'de listelenmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda, 5 yıllık süre zarfı dikkate alındığında, Türkiye'de reel getiri oluşabilmesi için %71,99 nominal getiri oluşması gerektiği görülmüştür. ABD'de reel getiri oluşabilmesi için ise bu oranın %7,82 olması gerektiği hesaplanmıştır.

Tablo 3.11. Değer Yatırımının Başlangıç ve Bitişindeki Hisse Fiyatları.

Hisse Kodu	Bir Hissenin 31.12.2013 Günlük Kapanış Fiyatı	Bir Hissenin 31.12.2018 Günlük Kapanış Fiyatı
BIST:ASELS	8,59	24,08
BIST:BIMAS	42,66	87,00
BIST:SODA	2,30	7,10
BIST:TOASO	13,40	16,90
BIST:TUPRS	41,39	116,70
NYSE:BA	136,49	322,50
NYSE:CAT	90,81	127,07
NYSE:JNJ	91,59	129,05
NYSE:WMT	78,69	93,15
NYSE:XOM	101,20	68,19

Kaynaklar: boeing.com, 2019; caterpillar.com, 2019; exxonmobil.com, 2019; hurriyet.com.tr, 2019; johnsonandjohnson.gcs-web.com, 2019; walmart.com, 2019.

Tablo 3.12. Son 5 Yıldaki Türkiye ve ABD TÜFE (CPI) Verileri.

Yıl	Türkiye'deki TÜFE'deki bir önceki yılın Aralık ayına göre yıllık değişim (%)	2013 Aralık'taki 1 liranın gelecek Aralık'lardaki alım gücü (TL)	ABD'deki TÜFE'deki bir önceki yılın Aralık ayına göre yıllık değişim (%)	2013 Aralık'taki 1 doların gelecek Aralık'lardaki alım gücü (\$)
2014	8,17	1,0817	0,76	1,0080
2015	8,81	1,1770	0,73	1,0151
2016	8,53	1,2774	2,07	1,0364
2017	11,92	1,4297	2,11	1,0581
2018	20,30	1,7199	1,91	1,0782

Kaynaklar: TÜİK, 2019; BLS, 2019.

BİST30 endeksinden seçilen şirketlerin hisselerinin, değer yatırımı yapılan 2014 ile 2018 arasındaki 5 yıllık süre zarfındaki nominal ve gerçek

fiyat artışları, Türkiye'deki enflasyon oranları kullanılarak hesaplanmış ve Tablo 3.13'te gösterilmiştir. Hatırlanacağı üzere, değer yatırımının mali ölçütlerinden Temettü Verimi başlığında, temettülerin yeniden yatırımının yatırım sonucundaki toplam getiriyi bileşik getiri etkisi ile arttıracığı açıklanmıştı. Bu nedenle nominal ve gerçek fiyat artışları, bir de temettülerin yeniden yatırılması durumu için ayrıca hesaplanmış ve yine Tablo 3.13'te sağdaki iki kolonda gösterilmiştir. Dikkat edilirse, temettülerin yeniden yatırımının gerek nominal gerek gerçek fiyat artışını önemli biçimde etkilediği görülmektedir. Bu etkinin, şirketin temettü verimi ile orantılı olarak arttığı da görülmektedir. BİST30 endeksinden seçilen şirketlerden, 5 yıllık net temettü ortalaması en yüksek olan TUPRS, 5 yıllık süre zarfının sonunda toplam getirisini temettü etkisi ile en fazla arttıran şirket olmuştur. Nominal fiyatlar ile getirisi bulunan, ancak gerçek fiyatlar ile getirisi bulunmayan TOASO şirketinde ise; temettülerin yeniden yatırılması, gerçek fiyatlara göre oluşan alım gücü kaybını önemli ölçüde zayıflatmaktadır. Bu nedenle, örneklerde görüldüğü üzere, gerçek fiyatlar açısından pozitif ya da negatif getiri sağlamasına bakılmaksızın, temettülerin yeniden yatırımı, değer yatırımı kapsamında yatırımcılara önerilmektedir.

Tablo 3.13. BİST30 Endeksinden Seçilen Hisselerin Değer Yatırımı Süresince Nominal ve Gerçek Fiyat Artışları.

Hisse Kodu	Nominal Fiyat Artışı (TL,%)	Gerçek Fiyat Artışı (TL,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Nominal Fiyat Artışı (TL,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Gerçek Fiyat Artışı (TL,%)
BIST:ASELS	180,33	62,99	205,26	77,49
BIST:BIMAS	103,94	18,58	122,13	29,15
BIST:SODA	208,70	79,48	223,38	88,02
BIST:TOASO	26,12	-26,67	59,21	-7,43
BIST:TUPRS	181,95	63,94	301,94	133,70

Tablo 3.14'te ise, DJIA endeksinden seçilen şirketlerin hisselerinin, değer yatırımı yapılan 2014 ile 2018 arasındaki 5 yıllık süre zarfındaki nominal ve gerçek fiyat artışları, ABD'deki enflasyon oranları kullanılarak hesaplanmış

ve gösterilmiştir. Tablo ayrıca temettülerin yeniden yatırılması durumundaki getiri oranlarını da içermektedir. Bu hisselerde de temettünün yeniden yatırılmasının olumlu etkisi görülmektedir.

Tablo 3.14. DJIA Endeksinden Seçilen Hisselerin Değer Yatırımı Süresince Nominal ve Gerçek Fiyat Artışları.

Hisse Kodu	Nominal Fiyat Artışı (\$,%)	Gerçek Fiyat Artışı (\$,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Nominal Fiyat Artışı (\$,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Gerçek Fiyat Artışı (\$,%)
NYSE:BA	136,28	119,14	169,86	150,29
NYSE:CAT	39,93	29,78	55,60	44,32
NYSE:JNJ	40,90	30,68	62,53	50,75
NYSE:WMT	18,38	9,79	30,88	21,39
NYSE:XOM	-32,62	-37,51	-22,70	-28,31

Hatırlanacağı üzere, İkinci Bölüm'de değer yatırımının riskleri ve bu risklerin etkilerini en aza indirmek için alınabilecek önlemler belirtilmişti. Bu önlemlerden birisi de, değer yatırımına uygun görülen şirketlerden bir portföy oluşturmak ve tek bir şirket yerine bu portföye yatırım yapmaktır. Böylelikle bir ya da birkaç şirketin değer yatırımı süresince gerçek getiri sağlayamaması durumunda, portföyün bütünü gerçek getiri sağlayacak ve yatırımcının gelecekteki olası kaybını önleyecektir. Nitekim örnek uygulama kapsamında da bu durum görülmüştür. BİST30 endeksi şirketlerinden TOASO'nun, DJIA endeksi şirketlerinden ise XOM'un gerçek getiri sağlayamadığı görülmüştür. Böylece özellikle şirket ve sektör riski gibi risklere karşı portföyü çeşitlendirmenin önemi örnek çalışma içerisinde de görülmüştür.

Tablo 3.13 ve 3.14'te görüldüğü üzere, değer yatırımına uygun görülen her bir şirketin hisse senedinin 5 yıllık vadede gerçek getirisi ya da götürüsü birbirinden farklıdır. Bu noktada, değer yatırımcılarının kişisel profillerine göre, değer yatırımının her bir ölçütüne ve dolayısıyla her bir şirkete verecekleri ağırlıkların farklı olması, her bir değer yatırımcısı profilinin 5 yıl sonundaki toplam getirisini de etkilemektedir. Bu getirilerin hesaplanabilmesi için, tablolardaki veriler birlikte kullanılacaktır.

Değer yatırımcısı profillerinin BİST30 şirketlerinden seçilen portföyleri oluştururken verdikleri ağırlıklar Tablo 3.9'da verilmişti. Bu ağırlıklar, Tablo 3.13'teki getiri yüzdeleri ile birlikte değerlendirildiğinde, Tablo 3.15'teki sonuçlar elde edilmiştir. Tablo incelendiğinde, değer yatırımı hisselerine eşit ağırlıklarda yatırım yapan yatırımcıya göre, değer yatırımcısı profillerinin daha fazla gerçek getiri elde ettikleri görülmektedir. Bu değer yatırımcısı profilleri arasından da, en yüksek getiriyi, değer yatırımının piyasa ölçütlerine en çok önem atfeden (piyasasever) değer yatırımcısının sağladığı görülmektedir.

Tablo 3.15. Farklı Yatırımcı Profillerine Göre BİST30 Endeksinden Seçilen Hisselerden Oluşan Değer Yatırımı Portföylerinin Getirileri.

Yatırımcı Profili	Nominal Getiri Oranı (TL,%)	Gerçek Getiri Oranı (TL,%)	Temettüler Yeniden Yatırılsa Nominal Getiri Oranı (TL,%)	Temettüler Yeniden Yatırılsa Gerçek Getiri Oranı (TL,%)
Hisselere Eşit Ağırlıklarda Yatırım Yapan Yatırımcı	140,21	39,66	182,38	64,19
Dengeli Değer Yatırımcısı	148,08	44,24	193,05	70,38
Temettüseven Değer Yatırımcısı	146,97	43,60	195,59	71,87
Piyasasever Değer Yatırımcısı	153,08	47,15	200,58	74,77

Benzer biçimde, değer yatırımcısı profillerinin DJIA şirketlerinden seçilen portföyleri oluştururken verdikleri ağırlıklar Tablo 3.10'da verilmişti. Bu ağırlıklar, Tablo 3.14'teki getiri yüzdeleri ile birlikte değerlendirildiğinde, Tablo 3.16'daki sonuçlar elde edilmiştir. Tablo incelendiğinde, BİST30 endeksi hisselerinden oluşturulan portföylerdeki gibi, tüm profillerin gerçek getiri elde ettiği görülmektedir. Ancak ABD'de, değer yatırımı hisselerine eşit ağırlıklarda yatırım yapan yatırımcıya göre, değer yatırımcısı profillerinin daha az gerçek getiri elde ettikleri görülmektedir. Bu sonuç açısından, ABD ve Türkiye'deki

sonuçların birbirinden farklı olduğu görülmektedir. Değer yatırımcısı profilleri arasında ise en yüksek getiriyi, değer yatırımının temettü verimi ölçütüne en çok önem atfeden (temettüseven) değer yatırımcısının sağladığı görülmektedir.

Tablo 3.16. Farklı Yatırımcı Profillerine Göre DJIA Endeksinden Seçilen Hisselerden Oluşan Değer Yatırımı Portföylerinin Getirileri.

Yatırımcı Profili	Nominal Getiri Oranı (\$,%)	Gerçek Getiri Oranı (\$,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Nominal Getiri Oranı (\$,%)	Temettüler Yeniden Yatırılırsa Gerçek Getiri Oranı (\$,%)
Hisselere Eşit Ağırlıklarda Yatırım Yapan Yatırımcı	40,57	30,38	59,23	47,68
Dengeli Değer Yatırımcısı	26,94	17,74	43,75	33,33
Temettüseven Değer Yatırımcısı	27,68	18,42	44,76	34,26
Piyasaseven Değer Yatırımcısı	18,83	10,22	34,19	24,46

3.6. Sonuçların Değerlendirilmesi

Türkiye ve ABD borsalarında halka açık bulunan şirketlerden değer yatırımına uygun olanlar seçilerek, geçmişe dönük yapılan varsayımsal değer yatırımı çalışması ile oluşturulmuş bulunan çeşitli değer yatırımı portföylerinin tamamının 5 yıllık yatırım süresi sonucunda gerçek getiri sağladığı ve yatırımcının alım gücünü koruma ve de yükseltme amacını başardığı görülmüştür.

Değer yatırımının mali ve piyasa ölçütlerine farklı ağırlıklar vererek portföydeki hisse senetlerine farklı oranlarda yatırım yapmak, portföyü oluşturan her bir hisse senedine eşit ağırlıkta yatırım yapmaya göre, Türkiye'de daha yüksek bir getiri elde edilmesini sağlamıştır. Ancak ABD'de incelenen

örnekler için, tersi durumun söz konusu olduğu görülmüştür. Bu durumun birden fazla nedeni bulunmaktadır. Bunlardan biri; değer yatırımı yapılan 5 yıllık süre zarfında, DJIA endeksinden seçilen XOM kodlu şirkete özel olumsuz piyasa koşulları oluşması ve bu koşulların uzun yıllar boyunca sürmesidir. Benzer biçimde piyasada olumlu biçimde fiyatlanan BA kodlu şirketin, gelecek yıllarda daha da iyi bir getiri sağlaması, hisselerine eşit ağırlıklarda yatırım yapan yatırımcı profilinin daha iyi bir sonuç almasını sağlamıştır. Bu iki şirkete özel durumdan çıkarılacak sonuç; piyasada oluşan ucuz ya da pahalı fiyatlamaların uzun yıllar sürebileceğinin unutulmaması gerektiğidir. Bir diğer nokta olarak, birbirlerinden farklı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin piyasa ölçütü değerlerinin birlikte kıyaslanmasının, getirinin maksimize edilmesini zorlaştırması belirtilebilir. Bu sorunun çözümü için yapılabilecek iyileştirmeler ve geleceğe yönelik çalışma alanları sonuç bölümünde ele alınacaktır.

4. BÖLÜM

SONUÇ

4.1. Özet

Çalışma kapsamında ilk bölümde, bireylerin ve bu sayede ülkenin refah seviyesinin artışına katkıda bulunmak amacıyla, değer yatırımı yöntemi önerilmiş ve kısaca açıklanmıştır. Şirketler için ise, birincil piyasada ortaklığa dayalı bir finansman yöntemi olarak yatırımcıların hisse senetlerine uzun vadeli yatırım yapmalarının şirketlere yararlı olduğu belirtilmiştir. Birinci bölümde son olarak çalışma ile ilgili yapılan literatür taraması özetlenmiş ve çalışmanın planı açıklanmıştır.

İkinci bölümde, sermaye piyasasındaki bazı temel kavramlar olan değer ve fiyat kavramları üzerinde durulmuş, bu iki kavramın farkı açıklanmıştır. Daha sonra spekülasyon ve yatırım kavramları birbirleriyle kıyaslanarak açıklanmıştır. Türkiye ekonomisindeki bazı sorunlara değinilmiş ve bu sorunların tamamen çözülmese de en azından hafifletilmesi için değer yatırımı yöntemi önerisinde bulunulmuştur. Ardından değer yatırımının ölçütleri teker teker açıklanmış ve gruplandırılmıştır. Son olarak ise, değer yatırımı sırasında karşılaşılabilecek riskler ve bu risklerin etkilerini en aza indirmek için alınabilecek önlemler sıralanmıştır.

Üçüncü bölümde, daha önceki bölümlerdeki kuramsal açıklamaların sınanması için örnek bir uygulama yapılmıştır. Örnek uygulama kapsamında Türkiye ve ABD'den değer yatırımına uygun beşer şirket seçilerek birer portföy oluşturulmuş ve bu şirketlerin geçmiş 5 yıllık mali verileri ile piyasa verilerine dayanılarak, değer yatırımı yapıldığı varsayılmıştır. Varsayılan değer yatırımının süresi olarak da 5 yıl uygun görülmüş ve bu süre zarfının sonunda, değer yatırımı portföylerinin ülkelerin TÜFE artışları dikkate alınarak gerçek getiri sağlayıp sağlamadıkları araştırılmıştır. Yapılan sayısal uygulama sonucunda, gerek Türkiye gerek ABD şirketlerinden seçilerek oluşturulan değer yatırımı portföylerinin gerçek getirilerinin pozitif olduğu görülmüştür.

4.2. Çalışmanın Literatüre Katkısı

Geçmiş yıllarda ülkemizde üzerinde sınırlı sayıda çalışma yapılmış bir konu olan değer yatırımı yöntemi üzerine hazırlanan bu çalışma ile, literatüre katkıda bulunulmuştur. Benzer konulara değinen geçmiş çalışmaların bir kısmı; yalnızca hisse seçimi ve çeşitlendirme yöntemleri ile portföy optimizasyonuna, bir kısmı temettü ödemelerinin kısa vadede oluşturdukları fiyat hareketlerine, bir kısmı ise entelektüel sermayenin firma değerine etkisine değinmişlerdir. Yine bazı çalışmalar, spekülasyon yapan kişilerin yatırımcı psikolojisini incelemiştir. Bazı çalışmalar ise yatırımdaki risklere ağırlık vermiştir. Bu tez kapsamında yapılan çalışmada ise, yatırıma bütüncül bir bakış açısıyla yaklaşmış, yatırımın kesinlikle uzun vadeli olması ve bir değer arz eden şirketlere uzun vadeli yatırım yapılması önerilmiştir. Bunun yanı sıra, yatırımın riskleri ve bu riskleri en aza indirmek amacıyla portföy optimizasyonu konuları, değer yatırımı konusu ile birlikte ele alınmıştır. Bu yönüyle tez çalışması diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Bir diğer yön olarak, Türkiye ve ABD örnekleri ele alınarak, ekonomileri gelişmekte olan ve gelişmiş iki farklı türde ülkede varsayımsal olarak yapılan değer yatırımı uygulamalarının karşılaştırılması yapılmıştır. Bu yönüyle de çalışma literatüre özgün bir bakış açısı katmaktadır.

4.3. Araştırma Kısıtları ve Geleceğe Yönelik Çalışma Alanları

Araştırma kapsamında yapılan sayısal uygulama örneğinde; gerek incelenebilecek verilerin zamansal açıdan büyük olması, gerek örnek uzayda bulunan şirketlerin sayısının çok fazla olması, gerek de şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerin kendilerine özgü bazı parametreleri olması nedeniyle birçok varsayım ve genelleme yapılmıştır. Böylesi varsayım ve genellemelerin bulunması nedeniyle, sayısal uygulama örneğindeki sonuçlarla tümevarım yöntemi ile genel geçer sonuçlara varılması doğru olmayacaktır. Ancak çalışma kapsamında vurgulanmak istenen amaç doğrultusunda, daha genel sonuçlar elde etmek için çalışmalar yürütülebilir. Bu bağlamda, geleceğe yönelik şu çalışma alanları sıralanabilir:

Öncelikle, bu çalışmada önerilen değer yatırımı yöntemi, Faiz Ödeme Gücü ve Temettü Verimi gibi mali ölçüt değerleri, özellikle sanayi

şirketlerinden genelde farklı olan finans sektörü şirketleri için geliştirilebilir. Böylelikle çalışmanın ve de dolayısıyla yöntemin sektörel bağımlılığı kaldırılmış olur.

Bir diğer gelişim alanı olarak; belirlenen endekslere dahil şirketlerin seçimini değer yatırımının sözel ölçütleri ile yapmak yerine, tüm şirketlerden önceden belirlenmiş bir sayıdaki şirketi rastgele seçimle, ancak mali ölçütler ve piyasa ölçütlerine uyumları oranında değer yatırımı yapılması önerilebilir. Farklı hisse senetlerini farklı ağırlıklarda içeren hisse senedi portföyleri oluşturulabilir. Oluşturulan bu portföylerin tümünün gerçek getirisi sınanarak, böylelikle değer yatırımının belirli bir endeks ve süre zarfı için başarı oranı tespit edilebilir.

Öte yandan, seçilen zaman aralıkları daha da genişletilebilir. Bu yolla da elde edilen sonuçların daha genelgeçer olmasına yardım edilmiş olunur. Bir diğer bakış açısı ile; değer yatırımı yöntemi, yükselen, düşen ve yatay piyasalarda ayrı ayrı sınanabilir. Böylece, değer yatırımının başarısı ile piyasanın yönü arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılabilir.

Son olarak, örnek değer yatırımı uygulaması yapılırken seçilen ülkelerin sayısı arttırılabilir. Özellikle ekonomik yapıları birbirine benzer ülkelerin borsalarından seçilen şirketlere yapılan değer yatırımı sonrasındaki başarı oranları karşılaştırılarak, başarı oranları ile ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi arasındaki olası ilişki araştırılabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Altun, Ş. (2007). *Olay ve Kişileriyle Popüler Ekonomi Sözlüğü*. İstanbul: Bilge Yayınları.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı (çev.), 1. Basım İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Clason, G. S. (2000). *Babil'in En Zengin Adamı*. S. Tinç (çev.), 4. Basım. İstanbul: Arion Yayınevi. (orijinal baskı tarihi 1926).
- Ertürk, E. (2011). *Mikro İktisat*. 3. Baskı. Bursa: Alfa Aktüel Yayınları.
- Fisher, P. A. (2007). *Sıradan Hisseler, Sıradışı Kârlar*. N. Domaniç (çev.), 1. Basım. İstanbul: Scala Yayıncılık. (orijinal baskı tarihi 1958).
- Fisher, P. A. (2007). *Muhafazakâr Yatırımcı Rahat Uyur*. N. Domaniç (çev.), 1. Basım. İstanbul: Scala Yayıncılık. (orijinal baskı tarihi 1975).
- Graham, B. (2018). *Akıllı Yatırımcı*. G. Yıldız (çev.), İstanbul: Epsilon Yayınevi (orijinal baskı tarihi 1949).
- Parkin M., Powell M., Matthews K. (1997). *Economics*. 3rd Edition. Harlow: Addison Wesley Longman Limited.
- Ünver, A. (2012). *Sermaye Piyasası ve Borsa Okuryazarlığı*. 1. Baskı. İstanbul: Empati Yayınları.
- Üstünel, B. (1975). *Makro Ekonomi*. Üçüncü Bası. Ankara: Kurtuluş Matbaası.
- Yeşilada, A. (2018). *Hormonlu Büyüme Yılları*. 1. Basım. İstanbul: Parola Yayınları.

Makaleler

- Demireli, E. (2007). Finansal Yatırım Kararlarında Risk Unsuru ve Riske Maruz Değer, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Cilt 9, Sayı: 1. 124-127.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*. Vol. XLVII, No. 2, June. 427-465.
- Gönenç, H., ve Karan, M. B. (2003). Do Value Stocks Earn Higher Returns than Growth Stocks in an Emerging Market? Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of International Financial Management ve Accounting*, 14/1, 1-25.

- Karciođlu, R. ve Yıldırım, D. (2017). Değer Yatırımı: Borsa İstanbul'da Çok Amaçlı Portföy Seçimi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. Cilt: 31, Sayı: 4. 857-874.
- Lee, C. M. C. (2014). Value Investing: Bridging Theory and Practice. *China Accounting and Finance Review*. Volume 16, Number 2, June. 10-38.
- Oppenheimer, H. R. (1984). A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria. *Financial Analysts Journal*. Volume 40, Issue 5, September/October 1984.
- Petty, R. ve Guthrie, J. (2000). Intellectual Capital Literature, Measurement, Reporting and Management. *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 1, No. 2.
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*. 1-41.
- Rea, J. B. (1977). Remembering Benjamin Graham – teacher and friend. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 3, No. 4, Summer 1977, 66-72.
- Terzi, N. (2016). An Assessment on Graham's Approach for Stock Selection: The Case of Turkey. *International Journal of Financial Research*. Vol. 7, No. 1. 50-56.
- Ye, Y. (2013). Application of the Stock Selection Criteria of Three Value Investors, Benjamin Graham, Peter Lynch, and Joel Greenblatt: A Case of Shanghai Stock Exchange from 2006 to 2011. *International Journal of Scientific and Research Publications*. Volume 3, Issue 8, August. 1-7.

Tezler

- Akman, M. O. (2011). Hisse Senedi Çeşitlendirmesi Yoluyla Optimum Portföy Oluşturma ve İMKB Uygulaması, *Yüksek lisans tezi*. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi SBE.
- Aktaş, F. R. (2012). Davranışsal Finans ve Yatırımcı Psikolojisi - İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz. *Doktora Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi SBE.
- Arslan, M. (2016). Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST100'de Bir Uygulama. *Yüksek Lisans tezi*. Denizli: Pamukkale Üniversitesi SBE.
- Belkayalı, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme. *Yüksek Lisans tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi SBE.

- Demirkol, İ. (2006). Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar. *Doktora Tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi SBE.
- Ertuğrul, M. (2005). Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB'de Test Edilmesi. *Doktora Tezi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi SBE.
- Kavurmacı, A. K. (2004). Değere Dayalı Yönetim ve Uygulanabilirliği Üzerine Bir Model Çalışması. *Yüksek Lisans tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi SBE.
- Koyuncu, B. (2010). Değere Dayalı ve Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerinin Karşılaştırmalı Analizi: İMKB'de Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. Ankara: Ankara Üniversitesi SBE.
- Kuğu, T. D. (2011). Değere Dayalı Finansal Performans Ölçütlerinin Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi ve İMKB'de Bir Uygulama. *Doktora Tezi*. Manisa: Celâl Bayar Üniversitesi SBE.
- Yalçın, K. C. (2009). Behavioral Finance: Investor Psychology. *Doktora Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi SBE.
- Yıldırım, D. (2017). Değere Dayalı Portföy Seçiminde Çok Amaçlı Bulanık Optimizasyon Yönteminin Kullanılması. *Doktora Tezi*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi SBE.

İnternet Kaynakları

- 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, Madde 22.
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.193.pdf> (7 Haziran 2019).
- 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu, Madde 28.
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.3.6802.pdf> (8 Haziran 2019).
- aselsan.com.tr (2009-2013). Finansal Raporlar. aselsan.com.tr/tr-tr/yatirimci-iliskileri/finansal-veriler/Sayfalar/Finansal-Raporlar.aspx (10 Mayıs 2019).
- bim.com.tr (2009-2013). Dönemsel Finansal Sonuçlar.
bim.com.tr/Categories/653/donemsel-finansal-sonuclar.aspx (10 Mayıs 2019).
- bloomberght.com (2018). Borsa şirketleri İSO 500'de kritik eşiği aştı.
<https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1992607-borsa-sirketleri-iso-500-de-kritik-esigi-asti> (13 Mayıs 2019).

- BLS (U.S. Bureau of Labor Statistics / ABD İşgücü İstatistik Bürosu). (2019). CPI-All Urban Consumers (Current Series).
<https://data.bls.gov/timeseries/CUUR000SA0> (10 Haziran 2019).
- Borsa İstanbul (2019). BİST Pay Endeksleri.
<https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri> (13 Ekim 2019).
- Cansen, E. (2019). Aşağı İnse Cari Açık, Yukarı Çıksa Enflasyon.
<https://www.sozcu.com.tr/2019/yazarlar/ege-cansen/asagi-inse-cari-acik-yukari-ciksa-enflasyon-3335084> (13 Mayıs 2019).
- caterpillar.com (2009-2013). Caterpillar Inc. Annual Reports
<https://www.caterpillar.com/en/investors/quarterly-results.html> (5 Nisan 2019).
- caterpillar.com (2019). Dividend Payment Schedule - A Recent History.
[caterpillar.com/en/investors/stock-information/dividend-history.html](https://www.caterpillar.com/en/investors/stock-information/dividend-history.html) (5 Nisan 2019).
- caterpillar.com (2019). Historical Price Lookup.
[caterpillar.com/en/investors/stock-information/historical-price-lookup.html](https://www.caterpillar.com/en/investors/stock-information/historical-price-lookup.html) (5 Nisan 2019).
- Eğilmez, M. (2017). Enflasyon Hızları ve Ülke Kategorileri.
<http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/enflasyon-hzlar-ve-ulke-kategorileri.html> (12 Mayıs 2019).
- Eğilmez, M. (2015). Talep Enflasyonu mu Var, Maliyet Enflasyonu mu?
<http://www.mahfiegilmez.com/2015/01/talep-enflasyonu-mu-var-maliyet.html> (13 Mayıs 2019).
- Eğilmez, M. (2016). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları.
<http://www.mahfiegilmez.com/2016/09/turkiye-ekonomisinin-yapsal-sorunlar.html> (12 Mayıs 2019).
- Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB). Mükellef Hizmetleri Daire Başkanlığı. (2019). Menkul Sermaye İradı Elde Eden Mükellefler İçin Vergi Rehberi. Yayın No: 269.
http://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2019_menkulsermave.pdf (7 Haziran 2019).
- haberturk.com (2017). 13 ülke benzini ve dizeli yasaklamaya hazırlanıyor,
<https://www.haberturk.com/13-ulke-benzini-ve-dizeli-yasaklamaya-hazirlaniyor-1628043-ekonomi> (12 Mayıs 2019).
- hurriyet.com.tr (2019). Borsa Kapanış Verileri.
bigpara.hurriyet.com.tr/borsa/gecmis-kapanislar/31-aralik-2013/ (10 Mayıs 2019).

- hurriyet.com.tr (2019). Borsa Kapanış Verileri.
bigpara.hurriyet.com.tr/borsa/gecmis-kapanislar/31-aralik-2018/ (10 Mayıs 2019).
- investors.boeing.com (2009-2013). Boeing Inc. Annual Reports.
<http://investors.boeing.com/investors/financial-reports/default.aspx> (10 Mayıs 2019).
- investors.boeing.com (2019). Historical Price Look Up.
<http://investors.boeing.com/investors/stock-information/default.aspx> (10 Mayıs 2019).
- ir.exxonmobil.com (2019). Historical Price Lookup.
ir.exxonmobil.com/historical-price-lookup (10 Mayıs 2019).
- İş Yatırım. (2019). ASELS Şirket Kartı - Gerçekleşen Temettüler.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=ASELS> (2 Nisan 2019).
- İş Yatırım. (2019). BIMAS Şirket Kartı - Gerçekleşen Temettüler.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=BIMAS> (2 Nisan 2019).
- İş Yatırım. (2019). SODA Şirket Kartı - Gerçekleşen Temettüler.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=SODA> (2 Nisan 2019).
- İş Yatırım. (2019). TOASO Şirket Kartı - Gerçekleşen Temettüler.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=TOASO> (2 Nisan 2019).
- İş Yatırım. (2019). TUPRS Şirket Kartı - Gerçekleşen Temettüler.
<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/sirket-karti.aspx?hisse=TUPRS> (2 Nisan 2019).
- johnsonandjohnson.gcs-web.com (2019). Dividend History.
<https://johnsonandjohnson.gcs-web.com/stock-information/dividends-splits> (5 Nisan 2019).
- johnsonandjohnson.gcs-web.com (2019). Historic Stock Lookup.
<https://johnsonandjohnson.gcs-web.com/stock-information/historic-stock-lookup> (5 Nisan 2019).
- johnsonandjohnson.gcs-web.com (2009-2013). Quarterly Results.
johnsonandjohnson.gcs-web.com/financial-information/quarterly-results (5 Nisan 2019).
- Kagan, J. (2019). Federal Income Tax.
https://www.investopedia.com/terms/f/federal_income_tax.asp (7 Haziran 2019).

- macrorends.com (2019). Boeing - 30 Year Dividend History | BA.
<https://www.macrorends.net/stocks/charts/BA/boeing/dividend-yield-history> (5 Nisan 2019).
- macrorends.com (2019). Exxon - 30 Year Dividend History | XOM.
<https://www.macrorends.net/stocks/charts/XOM/exxon/dividend-yield-history> (5 Nisan 2019).
- politikyol.com (2018). Türkiye'nin ithalata bağımlılığı artıyor: Dış ticaret açığı tahmini 77 milyar dolar, <https://www.politikyol.com/turkiyenin-ithalata-bagimlilik-artiyor-dis-ticaret-acigi-tahmini-77-milyar-dolar/> (12 Mayıs 2019).
- sec.gov (2009-2013). Exxon Mobil Corp. SEC Filings.
<https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?CIK=XOM&Find=Search&owner=exclude&action=getcompany> (5 Nisan 2019).
- sisecamkimyasallar.com (2009-2013). Yıllık Faaliyet Raporları.
sisecamkimyasallar.com/tr/yatirimci-iliskileri/sunumlar-ve-raporlar/yillik-faaliyet-raporlari (10 Mayıs 2019).
- stock.walmart.com (2019). Dividend History.
stock.walmart.com/investors/stock-information/dividend-history/default.aspx (5 Nisan 2019).
- stock.walmart.com (2009-2013). Annual Reports.
<https://stock.walmart.com/investors/financial-information/annual-reports-and-proxies/default.aspx?LanguageId=1> (5 Nisan 2019).
- stock.walmart.com (2019). Historical Stock Quote.
stock.walmart.com/investors/stock-information/quote-and-chart/default.aspx (5 Nisan 2019).
- tofas.com.tr (2009-2013). Finansal Sonuçlar.
tofas.com.tr/YatirimciIliskileri/FinansalSonuclar/Pages/default.aspx (10 Mayıs 2019).
- TÜİK. (2019). Türkiye TÜFE Arşivi. tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014 (23 Mart 2019).
- tupras.com.tr (2009-2013). SPK Finansal Raporlar. tupras.com.tr/finansal-raporlar (10 Mayıs 2019).
- Wall Street Journal (2019). Dow Jones Industrial Average.
<https://quotes.wsj.com/index/DJIA> (13 Ekim 2019).

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

ADI VE SOYADI Erman Göçküncü
DOĞUM YERİ VE TARİHİ Bakırköy, 1990
MEDENİ HALİ Bekâr
ELEKTRONİK POSTA ADRESİ ermangg@gmail.com
ADRES Atatürk Mahallesi, Turgut Özal Bulvarı,
Kınalı Sokak, Rüya Konakları, F Blok,
Daire 5, 34500, Büyükçekmece /
İSTANBUL
CEP TELEFONU 0542 387 01 65

İŞ TECRÜBESİ

2012 – Vodafone Teknoloji Anonim Şirketi

EĞİTİM DURUMU

2017 – İstanbul Arel Üniversitesi, Mühendislik Yönetimi Programı
2009 – 2014 İstanbul Teknik Üniversitesi, Elektronik Mühendisliği Programı
2004 – 2009 İstanbul Kadıköy Anadolu Lisesi
2001 – 2004 İstanbul Beylikdüzü Koç İlköğretim Okulu
1996 – 2001 İstanbul Beylikdüzü Gürpınar Azime Yılmaz İlköğretim Okulu

YABANCI DİL

- İleri seviyede İngilizce
- Temel seviyede Almanca
- Temel seviyede Fransızca