

## **YATIRIM YAPILACAK HİSSE SENETLERİ NASIL SEÇİLİR?**

**Asis. Dr. Semih BÜKER**

### **GİRİŞ**

Yatırım kelimesinin birçok anlamı vardır ve bu kelime ile anlatılmak istenen, kelimenin kullanıldığı yer ve zamana göre değişmektedir. Bu kelimenin değişik bir kullanım yeri olarak ev, arsa gibi varlıklara yapılan yatırımdan söz edilebilir. Büyük bir işletmenin yöneticisine göre yatırım fonların ayrıldığı veya ayrılabilceği varlıklardır. Ekonomiste göre yatırım ekonomideki dayanıklı üretim tesislerindeki artıştır. Tasarruflarda bulunan kişi için yatırım, tasarruflarını bir başkasına devretmesi ve karşılığında bir gelir sağlamasıdır. Biz burada yatırıma bu anlamı ile alacağız ve kişilerin ve kurumların tasarruflarını bir başkasına devrederken nasıl davranması gerektiğini, hangi faktörleri gözönünde tutması gerektiğini inceleyeceğiz.

### **YATIRIMIN AMAÇI**

Bir toplumun veya ekonominin yatırım yapmaktaki amacı gelecekte gelir sağlamak için şimdiki tüketimden vazgeçmektir. Ekonominin bir üyesi olarak kişinin yatırımdan amacı ek bir gelir sağlamak veya belirli bir süre sonunda sermayesinde toptan bir artış sağlamaktır. Bu amaca erişmek için finansal kurumlardan yararlanabilir veya tek başına hareket edebilir. Yatırım araçları, kendilerine sabit bir gelir sağlayan tahviller veya her yıl kârdan belirli bir pay almalarını veya yatırdıkları sermayede artış sağlayan hisse senetleridir. Biz burada özellikle adi hisse senetlerine yatırım üzerinde duracağız.

Makro ekonomi açısından yatırım, ekonomik etkenlerin hisse senetleri ve tahviller üzerine etkisi temel alınarak bunların değerlendirilmesini gerektirir. Tek veya kurum olarak yatırımcılar ekonomik etkenler kadar insan davranışlarını gözönünde tutmak zorundadır. Yatırım Politikası hisse senetlerinin ve tahvillerin fiyatlarında görülen kısa vadeli ve ani iniş çıkışların iyi değerlendirilmesini gerektirir. Yatırımcı bu kısa vadeli başarılarla güvenmemelidir. Doğru bir yatırım politikası sermayenin uzun bir süre için korunması, buna ek olarak yeterli bir gelir veya sermayede artışlar sağlayacak politikadır<sup>1</sup>.

## YATIRIM ZAMANI

Bir hisse senedine yatırım yapmada yatırımcılar fiyatların düşük olduğu zaman almak ve yüksek olduğu zaman satarak sermaye artış geliri sağlamak isterler. Fakat fiyatların yüksek iken alçalmaya başlayacağı veya düşük iken artmaya başlayacağı noktayı tahmin etmek gereksizdir, çünkü bu konuda tahminlere yardımcı bir ipucu yoktur. Fakat genel olarak fiyatların yüksek ve düşük olacağı zamanlar tahmin edilebilir.

### I. Konjonktürün Tahmini :

Konjonktür dönemlerinin dönüş noktalarını doğru tahmin etmek kişiye hisse senetleri pazarında önemli dönüş noktalarını da tahmin etme olanağını verir. Bazı hallerde yatırımcılar genel ekonomik hayattaki değişimlerden en fazla etkilenecek hisse senetlerini tahmin etme yeteneğine sahip olabilirler. Tek tek hisse senetlerinin fiyatları birçok faktörün etkisi altında kalarak değişebilir. Bu faktörler arasında işletmenin satışlarını, gelirlerini, dağıttığı kâr paylarındaki görece değişimleri saymak yerinde olur. Bu faktörler aynı zamanda hangi hisse senetlerinin genel ekonomik hayattaki değişimlerden önce ve sonra fiyat değişimleri göstereceğini belirlerler. Bundan başka ekonomik hayattaki tahminleri doğru yapabilmek yatırımcılara satışlarda, gelirlerde ve değişik şirketlere ait kâr paylarındaki görece değişimleri tahmin etme olanağını verir. Yatırım malları üreten endüstriler ekonomik hayattaki dalgalanmalardan tüketim malı üreten endüstrilere göre daha fazla et-

---

(1) George W. Dowrie-Douglas R. Fuller-Francis J. Calkins; *Investments*; John Wiley and Sons Inc., New York 1961, s. 15.

kilenir. Buna bağı olarak yatırım malları endüstrilerindeki şirketlerin hisse senetlerinin fiyat düşüşleri tüketim malları üreten endüstrilerdeki şirketlerin hisse senetlerinin fiyat düşüşlerinden fazla olur<sup>2</sup>.

## II. Parasal Göstergeler :

Bazı ekonomistler parayı ekonomiyi harekete geçiren ve konjoktür hareketlerine yol açan en önemli etken olarak görmekte-dirler. Para ile anlatılmak istenen vadesiz tasarruf mevduatı ve banknottur. Başka bir görüşe göre para ekonomiyi işler halde tutar fakat kendiliğinden harekete geçirmez. Önemli olan para arzının iş hayatına ve hisse senedi pazarındaki etkisini incelemektir. Genellikle hisse senedi fiyatları aşağı doğru inmeye başlamadan para arzı en yüksek noktadadır. Paranın en önemli unsurlarından olan vadesiz mevduat ticari bankaların borç verme ve yatırım faaliyetlerinin sonucu olarak artar. Borç vermeye bağı olarak vadesiz mevduattaki artışın etkisi yatırımlardaki artışın etkisinden daha çoktur. Borç verilecek miktarın artması, banka müşterilerinin gelecek hakkında iyimser olduğunu ve artan harcama plânları olduğunu gösterir<sup>3</sup>.

Öteki parasal göstergeler toplam banka karşılıkları, toplam banka yatırımları (kredi artı bankanın kendi yatırımları) ve halkın toplam cari varlıklarındaki değişme oranlarıdır.

## III. Gayri Safi Milli Hasıla :

Bilindiği gibi gayri safi milli hasıla (GSMH) ülkenin ürettiği mal ve hizmetlerin pazar değeridir. Kısa vadeli tahminler için harcama yaklaşımı (kişilerin, işletmelerin ve devletin harcama toplamı artı net ihracat), gelir yaklaşımından (ücretler, kâr faiz toplamı) daha faydalıdır. GSMH ile ölçülen toplam ekonomik faaliyetdeki hareketler tahmin edilir. Bu, yatırımcı için bir ipucudur. Yatırım zamanının seçiminde yardım eder.

### 1) Kişisel Tüketim Harcamaları - Tüketim harcamalarındaki

---

(2) Jerome B. Cohen-Edward D. Zinbarg; *Investment Analysis and Portfolio Management*; Richard D. Irwin, Inc. Homewood, III., 1967, s. 462.

(3) A.g.k., s. 482.

geçmiş birkaç üç aylık döneme ait değişiklik oranı tahminciye güvenilir tahminler yapma olanağı verir.

Dayanaklı tüketim malları için tüketici harcamaları hareketlilik bakımından dayanıksız mallar ve hizmetlerden farklılık gösterir. Tüketici kredileri de analizlerde faydalı olur. Dayanıklı tüketim malları satışları taksitle satış olanaklarına büyük ölçüde bağlıdır. Taksitli satış koşullarındaki değişimler dayanıklı mal tüketimini ve bu nedenle bu malları üreten şirketleri etkiler<sup>4</sup>.

**2) Konut, Sermaye Malları ve Stoklar** - Konut yapımının öteki göstergelerden farklı sonuçları gösterdiği olur. Başka malların satış ve üretimi düşerken konut yapımının sabit kaldığı veya azaldığı görülür. Bunun tersi de görülebilir. Bunun en önemli nedeni konut pazarında kredi koşullarının önemli rolüdür. Düşük peşin ödemeler, ipotekli kredilerde düşük faiz ve uzun vade potansiyel konut alıcılarını pazara girmeye özendirir. Böyle bir durum ekonominin genişleme evresinden çok daralma evresine daha uygundur. Bu nedenle analizci konut durumunu incelerken kredi durumuna gereken önemi vermelidir. Bundan başka konut alma eğilimlerinin incelenmesi, yeni evlilikler oranı, boş ev miktarı, konut yapım izinlerinin sayısının incelenmesi faydalı olabilir.

Fabrika ve üretim tesislerini modernleştirme ve genişletme eğilimlerinin haklı çıkması için satışlara oranla yerine getirilmemiş siparişler ve kullanılan üretim kapasitesi incelenebilir. Yerine getirilmemiş siparişlerin satışlara ve satışların kapasiteye oranı yüksek ise ve yükselmekte devam ediyorsa işletme yatırımlarının artması beklenir.

İşletmelerin satış tahminleri iyimser ise veya arz sorunları ile karşılaşıyorlarsa (örneğin arz ediciler kapasiteye yakın üretimde bulunuyorlarsa veya grev tehdidi ile karşı karşıya iseler) stok birikimleri fazla olur. Koşullar tersine ise stokların paraya çevrilmesi yavaş olur.

**3) Devlet Harcamaları** - Hükümetin hazırladığı bütçeler devletin para ve maliye politikasını yansıtır. Ayrıca yatırım ve cari harcama miktarları değişik endüstrilere değişik ağırlıklar verilmesine yol açar. Kalkınma plânları ve yıllık harcamalar önem kazanan endüstrileri ortaya çıkarır.

---

(4) Frederick Amling; *Investments An Introduction to Analysis and Management*; Prentice-Hall-Englewood Cliffs, New Jersey, 1965, s. 199.

**4) Dış Ticaret** - Dış ticaret GSMH hesaplarında net bir kalem olarak girer ve bu haliyle önemli bir etken değildir. Kuşkusuz dış ticaretin GSMH üzerinde dolaylı etkiler vardır. Örneğın para politikasını etkiler. Net ihracatı tahmin etmenin kolay yolu şudur : Yabancı ülkelerde ekonomik hayat ihracatçı ülkeden daha hızlı gelişiyorsa ihracatın artacağı, ekonomik hayat daralıyorsa ihracatın azalacağı tahmin edilebilir.

Yatırım zamanının seçimi ekonomik değişmelerin yönü ile çok yakından ilgilidir. Bu nedenle GSMH'nın para ile değerini tahmin etmeye çalışmak gereksiz görülebilir. Fakat gereklidir. Çünkü miktar olmaksızın ekonomik görünümün unsurlarının önemi doğru olarak belirlenemez. Örneğın savunma giderlerinde azalma, konut yapımında artış tahmin edilebilir. Fakat her kesimdeki değişmenin önemi tahmin edilmeksizin analizci iki sektördeki değişmenin yönü hakkında bir fikir sahibi olamaz.

Birçok GSMH kalemleri birbirine bağlıdır. Mal ve hizmet için tüketicilerin harcamaları ailelerin satın almalarına bağlıdır, bu kararları tasarrufları etkiler, yatırımlar tüketici harcamalarını etkiler, bunun yanında tüketici harcamalarını etkiler. Bu böylece sürer gider. Belli başlı sektörler birbirine bağlı olduğundan tek tek sektör tahminlerinin toplamına bağlı olan bütüne ait tahmin için tek tek tahminler arasında uygunluk olmalıdır. Sektörlere bütün içindeki paylarına ve birbirlerine olan ilişkilerine göre pay verilmelidir<sup>5</sup>.

## YATIRIM YAPILACAK ENDÜSTRİNİN SEÇİMİ

Her endüstri GSMH dan payını alır ve öteki endüstrilerle rekabet eder. Böylece, imalat endüstrisi tarım, ulaşım ve hizmet endüstrileri ile rekabet halindedir. Bu endüstriler arası rekabet önemlidir. Belli başlı endüstriler içinde mal ve hizmet üreten her bölüm GSMH daki payı için öteki kesimlerle rekabet eder. Bir endüstrinin GSMH daki payının artması veya azalması yatırımcının bir endüstride yatırım yapmasını olumlu veya olumsuz olarak etkiler. Yatırımcı rekabet durumundaki değişikliklerle ilgilenir.

Her endüstri kendi içinde dikkatli bir analizle mantiki bir mamul sınıfına bölünür.

---

(5) Cohen-Zinbarg, s. 494.

## **I. Endüstri Büyümesinin Özellikleri :**

Bir ekonomik toplulukta bir endüstrinin büyümesi önemli bir teknolojik değişme ile başlar. Endüstriyel devrim, demir-çelik, pamuk endüstrisinin ve buhar makinesinin gelişmesi ile başlamıştır. Yirminci yüzyılın başlarında otomobil, uçak, radyo ve elektrik enerjisi yeni endüstriler yaratan önemli teknolojik değişmelere örnektir. Son yıllarda roketler, kompüterler, elektronik teçhizat ve haberleşme araçları, büro malzemeleri yeni endüstriler ve hızlı teknolojik değişme yaratan yeni gelişmelerdir. Bu teknolojik değişmeler hızlı endüstriyel büyüme getirmiştir. Başlangıçta hızlı büyüme çok hızlı oranlarda olur. Uzun yıllar sonunda endüstri genişledikçe büyüme hızı azalır.

Bir endüstrinin büyüme hızının azalması için birçok neden gösterilebilir. Birincisi, endüstriyi yaratan önemli teknolojik değişmeler endüstrinin hayatının ilk yıllarında toplanmıştır. Endüstride kullanmak için sınırlı sayıda üretim fonksiyonuna sahip isek ve bunların kullanılması hızla değişmişse hızlı büyüme getiren kuvvetli ekonomik baskılar görülür.

Endüstrinin büyüme hızının azalmasının ikinci nedeni teknolojik değişmenin kendi yapısından ileri gelir. Önemli teknolojik değişme bir mamulün daha ucuz veya tamamıyla yeni mamulü seri olarak yapmayı sağlar. Fiyatı yüksek bir mal veya hizmet daha geniş pazarlar için üretilen daha düşük fiyatlı bir mal veya hizmet haline gelmiştir. Bu aynı zamanda lüks bir malı gerekli bir mal haline getirir.

Öteki endüstrilerin görece büyümesi maliyet düşüşlerinin etkisini azaltır bunun sonucunda da pazarın devamlı olarak büyümesini sınırlar. Öteki endüstriler hızlı büyümenin görüldüğü endüstri kadar hızlı büyümezlerse öteki endüstrilerde fiyatlar düşmez. Bu, hızlı büyüyen endüstrideki fiyat düşüşlerini sınırlar. Örneğin otomasyon sayesinde bir transistörün fiyatının 20 liradan 9 liraya düşüren bir teknolojik yeniliğin ortaya çıktığını kabul edelim. Transistör talebi artar ve üretilen miktar da önemli miktar da artar. Fakat transistör için kullanılan germaniyumda taleple aynı oranda bir artış olmaz çünkü germaniyumun daha ucuz olarak üretimini sağlayacak yenilikler yoktur ve transistör imalinde kullanılan germaniyum miktarı fazla üretimin yararlarını sınırlar. Hammadde fiyatı düşürülemeyeceğinden transistör fiyatının alt sınırı var de-

mektir. Gelecekte üretimi arttırmaya yarayacak herhangi bir fiyat değişmesi önemsiz olacak ve bununla birlikte görülecek büyüme hızı azaltılmış olacaktır.

Bir endüstrinin büyümesini sınırlayan üçüncü faktör öteki endüstrilerin rekabet etkileridir. Yeni bir endüstri eski bir endüstriyi tehdit edebilir. Bu yeni endüstri eski endüstrinin maliyetini yükseltecek biçimde hammadde için rekabete girişebilir bu da eski endüstrinin büyümesini önler. Bazan yeni endüstriler doğrudan doğruya eski veya orijinal mamul ile rekabete girerler. Örneğin bir metal başka bir metalin ikamesi olabilir. Alüminyumun çeliğin yerini, paslanmaz çeliğin kromun yerini alması gibi. Kullanışlarına bağlı olarak bütün metaller bir başkasının yerini alabilir. Maliyet-fiyat ilişkilerine bağlı olarak bir tür güç öteki tür güç yerine ikame edilebilir. Yün endüstrisi bir kısım pazar payını pamuğa kaptırmıştır. Pamuk endüstrisi de pazardaki payının bir kısmını ipek ve rayona kaptırmıştır. İpek ve rayon da pazardaki payının bir kısmını naylona vermiştir ve bu böylece sürüp gitmektedir. Bu değişmelerin sonucu şudur : bir mamul veya hizmet rekabet eden yerini daha iyi iş yapan bir mal veya hizmete bırakmaktadır. Bu rekabet endüstrinin büyümesini azaltma eğilimindedir.

Yeni bir teknolojik gelişmenin artış hızını azaltan bir dördüncü faktör nüfusun artış hızındaki azalmadır. Azalan bir nüfus artışı ile karşı karşıya ise endüstrinin büyümesi daha çabuk yavaşlar.

## **II. Endüstrinin Büyüme Evreleri :**

Bir endüstrinin büyümesi, büyüme evrelerine bölünebilir. Bu evreler, öncülük evresi, genişleme ve duraklama evresidir.

**1) Öncülük Evresi** - Bu evrenin en belirgen özelliği üretimde hızlı artış ve mamul için genişleyen bir taleptir. Birçok işletme pazara mal üretmek için girer ve pazarda rekabet kuvvetlidir. Mamulü ilk kez pazara çıkaran işletmenin kârı oldukça yüksektir fakat rekabet arttıkça fiyatlar hızla düşer ve kârlar azalır. Bu daha az etkin işletmelerin pazardan çıkarılmalarına yol açar. Bu evrede fiyat istikrarı yoktur ve sermaye spekülâtorler ve öncüler tarafından sağlanır.

Rekabet bazı işletmeleri pazar dışında kalmaya zorlarsa bu işletmeler rekabet güçleri kuvvetli işletmeler tarafından satın alınır. Öncülük döneminin sonu geldiğinde endüstride sadece birkaç büyük işletmenin kaldığı görülür.

**2) Genişleme Evresi** - Bir endüstri büyümesinde genişleme evresi mamul için talebin genişlemesi ile kendini belli eder, fakat büyüme oranı öncülük döneminde olduğundan daha azdır. Bu evrede fiyat, mamul ve üretim istikrarı görülür. Rekabet çok belirgindir ve sayıları az fakat büyük işletmeler endüstriye hakimdir. Bu büyük işletmeler, birleşmeler, satın almalar ve rekabetteki üstün durumları nedeniyle bir araya gelmişlerdir. Endüstrideki büyük işletmeler iyi finanslanmışlardır ve kuvvetli finansal yapıya sahiptirler. Aynı zamanda cari finansal durumları ve çalışma sermayesi durumları iyidir. Bundan başka kâr payı politikalarını belirlemişler ve iç fonlarla genişleme olanağına sahiptirler.

Bu evre, bir endüstride yatırımcının yatırım yapacağı büyüme evresidir. Yatırımcı, endüstrinin büyüme potansiyeli olduğunu biliyorsa yatırım yapabilir. Pazarın büyük kısmını büyük işletmeler ellerinde bulundurduğundan güven de vardır. Fakat işletmenin rekabetteki kuvvetli durumu başlangıçtaki başarısı ile güven altına alınmaz, kuvvetli bir durumu olan işletmenin endüstrideki durumunu devam ettirmesi gerekir. Yatırımcı, bu dönemde yatırdığı paranın tamamını kaybetme tehlikesi olmaksızın, kâr sağlayacağına güvenerek yatırımda bulunabilir. Endüstri büyümesinin bu evresi yatırımların olgunluk dönemi olarak da adlandırılır çünkü işletmenin endüstri içindeki durumu ile istikrarı olgunluk evresindedir.

**3) Durgunluk Evresi** - Bir endüstrinin büyüme evresinin sonlarında büyüme oranı düşer. Bazı endüstrilerde bu evrede hiç büyüme yoktur ve üretim düşmeye başlar. Durgunluk evresinde olan endüstrilere örnek olarak deri endüstrisi verilebilir. Bu evrede endüstri açıkça genişleme gücünü kaybeder. Milli ekonomi güçlü ise durgunluk evresinde endüstrinin büyümesi devam etmez. Ekonomi düşüş gösterirse endüstrinin üretimi ekonomiden daha hızla düşer. Genişleme evresinden durgunluk evresine geçiş yavaş olur ve yatırımcı endüstrideki değişikliğin farkında değilse bir sürprizle karşılaşabilir<sup>6</sup>.

### **III. Bir Endüstrinin Rekabet Etme Gücünü Kaybetme Nedenleri :**

Durgunluk evresinde mamule talep, başka mamullerin rekabeti veya artan maliyetler nedeniyle kârları etkileyen öteki faktörlerin etkisiyle azalır. Bu faktörler şunlardır :

(6) Amling, s. 229.



**1) Yüksek İşçilik Maliyetleri** - Yüksek işçilik bir endüstriyi kârlı durumdan uzaklaştırabilir. Bir mamul için talep azalıyorsa mamulün satışını arttırmak için fiyatlar düşürülmelidir. Fakat üretim maliyeti, özellikle işçilik yüksek iken fiyatlar düşürülemez. Değişiklikler işçilik giderlerini ve toplam giderleri azaltan değişiklikler ile birlikte yapılmadıkça endüstri ekonomisi içindeki önemini kaybedebilir.

**2) Sosyal Değişme** - Kanser ile sigara arasındaki ilişki kesin olarak ortaya çıkmıştır. Yapılan araştırmaların sonuçları halka açıklanınca normal sigaralardan filtreli sigaralara doğru bir kayma olmuştur. Daha sonra da devamlı kanser korkusu yaratan yayınlar nedeni ile her türlü sigaraya talep azalmıştır.

**3) Hükümet Kararlarında Değişmeler** - Hükümetin aldığı yeni kararlar veya bir kararında değişiklikler yapması bir endüstrinin zararına olabilir ve rekabet etme gücünü kaybetmesine yol açabilir. Hükümetin aldığı bir karar bir endüstriyi bir gecede rekabet etme olanağından uzaklaştırabilir. Hükümet, aldığı bir destekleme fiyat kararı ile bir endüstrinin rekabet etme durumunu etkileyebilir. En düşük ücret kararı bir endüstride işçilik maliyetlerini etkileyebilir. Yabancı yatırımlar ile ilgili kararlar bunların etkilenmesine yol açar. Amortisman yöntemlerinde yapılan değişiklikler veya maliyet hesaplamada yapılan değişiklikler bir endüstrinin ekonomisi içindeki yerini olumlu veya olumsuz yönde değiştirebilir.

**4) Otomasyon** - Otomasyon da bir endüstrinin rekabet durumunu değiştirebilir. Otomasyon yalnız bir endüstrinin rekabet etme durumunu değiştirmesi bakımından değil aynı zamanda sosyal bir sorun olması bakımından önemlidir. Otomasyon ülkeye ve belirli endüstrilere ölçsüz faydalar sağlayabilir, çünkü dünya pazarında rekabet etme olanağı verir.

**5) Öteki Faktörler** - Öteki faktörler bir endüstrinin durumunu ortaya koyabilir. Aşırı kapasite ve yükselen fiyatlar bir endüstrinin düşüş belirtileridir. Daha fazla genişlemeyen bir endüstri yeni fabrikalara ve üretim tesislerine gerek duymaz. Bir endüstri talebi karşılamak için kapasitesinin yalnız % 60 ına gerek duyuyorsa başabaş noktasına yakın çalışıyor olabilir. Bu durumda endüstrinin yapacağı tek şey fiyatları yükseltmek veya hükümetin yardımını istenektir. Aşırı kapasite endüstrinin milli ekonomisi ile aynı hızda büyümediğinin belirtisi olabilir. Kullanılmayan kapasite ve

artan maliyetler ile bir endüstri rekabet etme olanağını korumada zorluk çekebilir.

#### **IV. Genişleyen Bir Endüstrinin Seçimi :**

Bir endüstrinin büyüme modelinin incelenmesi, büyüme evrelerini anlamak için nereye yatırım yapılacağı sorununa da bir çözüm getirmelidir. Yatırım için büyümenin genişleme evresinde olan endüstrileri seçmeli ve araştırmalarımızı bu alanda yoğunlaştırmalıyız. Özel durumlar dışında öncülük evresinde olan endüstrilere yatırım yapılmamalıdır. Bunun yanında durgunluk döneminde olan endüstriler üzerinde de durulmamalıdır. Kuvvetli rekabet olanaklarını, az bir modası geçme tehlikesi ile birlikte, kuvvetlendiren endüstriler seçilmelidir. Rekabet durumları kuvvetli endüstrileri seçmede dikkatli analizler yapmak önemlidir. Bu öneri, büyüyen endüstrilere yatırım yaparak milli ekonomiden daha hızlı büyümeyen endüstriler üzerinde hiç durulmaması gerektiği anlamına gelmez. Rekabet durumunu GSMH ile eşit olarak devam ettiren bir endüstrinin seçimi en uygundur. Büyüme kavramı milli ekonominin büyümesinden daha hızlı bir büyüme hızını gerektirir.

#### **V. Endüstri Satışlarının GSMH ile Karşılaştırılması :**

Bir endüstrinin rekabet durumu iki yoldan biri ile meydana çıkarılabilir : 1)Belirli bir süredeki endüstri büyümesini milli ekonomi ile karşılaştırarak veya 2) Endüstrinin kendisinin büyüme oranını ölçerek. Birinci yol fiziki üretim miktarını ve para olarak satışları tahmin etmektir. Bu, söz konusu malın homojen ve verilerin güvenilir olduğu yerlerde kolaydır. Sağlanan satış rakamlarına dayanılarak endüstrinin satışlarının görece büyümesini yansıtacak indeks meydana çıkarılabilir. Bundan sonra endüstrinin satış indeksi GSMH, milli gelir veya harcanabilir kişi başına gelirlerin büyüme indeksi ile karşılaştırılabilir. Endüstri milli ekonomiden daha hızlı veya eşit olarak büyüyorsa, bu, indekslerin karşılaştırılmasından anlaşılabilir.

### **İŞLETMELERİN ANALİZİ**

Rekabetin şiddetli olduğu endüstrilerdeki işletmeler birçok yatırımcının ihtiyacını karşılayacak nitelikte hisse senedi ve tahvil çıkarmalıdır. Bu işletmelerden bir kısmı yatırılan ana paramın art-

masını sağlayacak hisse senedi çıkarırlar. Ötekileri gelir sağlayacak ve başka bir grupta hem ana parada artış hemde gelir sağlayacaktır.

### **I. Hisse Senetlerini Değerleme İşlemi :**

Bir şirketin hisse senetlerine yatırıma hazır olduğumuzda şirketin hisse senetlerinin beklenen gelirleri için ödeyeceğimiz fiyatın bize yeterli bir gelir sağlayıp sağlayamayacağına karar vermeliyiz. Belirli bir hisse senedinin fiyatının makul olup olmadığına karar vermek için şimdiki değer yönteminin kullanılması yollardan birisidir. Bunun için gelecek gelirlerin tahmin edilmesi gerekir. Gelecek gelirlerden de gelecek kâr payları bulunur. Gelecek kâr paylarının şimdiki değeri hisse senedi için ödeyeceğimiz fiyattan yüksek ise bu hisse senedi satın alınmalıdır. İkinci bir yol, gelecek gelirlerin fiyat-gelir rasyosu ile çarpımı sonucu bulunacak bir fiyattır. Bu yollarla hisse senedinin fiyatının bulunmasında riziko önemli bir etken olmaktadır. Riziko, gelirlerin miktarı, istikrarı ve kesinliği ile büyük ölçüde belirlenebilir. Riziko herkese göre değişir. Bazı durumlarda yatırımcılar yüzde 5 lik verimi doyurucu bulacak, başka bir grup yüzde 8 i yeterli görecektir, bir başka grup ise yatırıma girmeden önce yüzde 15 lik bir verim bekleyecektir. Verim yükseldikçe kuşkusuz rizikoda yükselecektir.<sup>7</sup>

Görüldüğü gibi hisse senetlerinin fiyatını belirlemede gelirler en önemli etken olarak ortaya çıkmaktadır. Bundan sonra gelirlerin ve kâr paylarının hesaplanması ile ilgili noktalar üzerinde duracağız.

### **II. Satışlar ve Hisse Senedi Başına Gelir Arasındaki İlişki :**

Bir adi hisse senedi satın almakla gelecek gelirlere ilişkin hakları da satın almış oluruz. Satışların miktarı, istikrarı ve büyümesi ile bunlar gelecekte hisse senedi başına gelirden istikrar ve büyüme sağlayacaksa, ilgileniriz. Başta gelen şirketler yalnız liderliklerini sürdürmeyi ve satışlarını arttırmayı değil aynı zamanda devamlı büyüme ve hisse senedi başına gelirden istikrar sağlamayı düşünürler. Yatırımcı olarak gelecek gelirlerin miktarı ve zamanı ile

---

(7) Douglas H. Bellemore-John C. Ritchie, Jr; *Investments*; South-Western Publishing Company; Cincinnati-ohio; 1969 s. 301.

ilgileniriz. Bir şirketin hisse senedi başına gelirini kesin olarak bilirsek fiyat ve geliri karşılaştırarak hisse senedinin doyurucu bir yatırım olup olmadığına karar verebiliriz.<sup>8</sup>

Satışlardaki artışı gelirlerin kovalayacağını kabul edersek satışları artan ve istikrarlı olan şirketlerde hisse senedi başına gelirin artacağına kabul edebiliriz. Gelirlerin satışlara paralellığı giderlerin değişmeyeceği varsayımına dayanır. Başka bir deyimle satışlarla giderler arasındaki ilişki olan kârlılık, sabit kalacaktır. Buna göre aynı zamanda üretim tesislerinin başabaş noktasının üstünde sabit olarak kullanıldığını varsaymak gerekir. Satışlar ve giderler arasındaki ilişki aynı zamanda sermaye yapısı içinde borcun miktarının değişmeyeceğini varsayar. Satışlar ve giderler arasındaki ilişki aynı zamanda üretilen malların çeşidinin değişmeyeceğini varsayar. Bu değişkenlerden herhangi biri gelecekte değişecek olursa hisse senedi başına gelirlerde değişiklik olur.

Fakat gelirler her zaman satışları takip etmez. Bazı kez, gelirler satışların aksi yönünde gelişir. Gelirler ve satış arasındaki ilişkiyi analiz ederken karşılaşılan sorunlardan birisi, satışların ve gelirlerin görece büyüme oranlarındaki farklılıklardan ortaya çıkar. Gelirlerin değişme oranı satışların değişme oranından farklı olabilir. Örneğin satışlar % 10 artarken hisse senedi başına gelirler % 4 artabilir. Bu durumdada gelirler ve satışlar arasında bir korelasyon vardır fakat bu korelasyon tam değildir.

Satışların hacmi ve büyümesine, şirketin kazanma kabiliyetini araştırmaksızın dayanacak olursak hata yapmış oluruz. Satışlar ve kârlar arasındaki sabit ilişkinin her zaman mevcut olmasını sağlayamayız. Şirketin gelirleri dikkatle incelenmeli ve yatırım yapmayı düşündüğümüz şirketin gelecek gelirlerinden emin isek bunu iyi analiz etmeliyiz. Bir şirketin gelirleri bir endüstrinin gelirlerine veya milli ekonomiye bağlı ise işimiz kolaylaşır. Üzerinde düşüneceğimiz nokta, gelecekte satışları artacağı için seçtiğimiz şirketlerin aynı zamanda kârlı olup olmayacağını ve gelecek gelirlerin miktar kalite ve kesinlik bakımından doyurucu bir yatırım yapmamıza yeterli olup olmayacağıdır.

Yıllık satışların lira olarak miktarı bir endüstri içindeki bir şirketin görece rekabet durumunu belirlemeye yardım eder. Yıllık satışlar arttıkça bir şirketin rekabet durumu kuvvetlenir.

---

(8) Amling, s. 268.

Şirketleri büyüklüklerine göre sıralarken bir sorun ile karşılaşırız. Şirketlerin karşılaştırılabilir olduğuna emin olmalıyız.

Bir şirketin rekabet durumunu tespit ederken şirket satışlarının yıllık büyüme hızı da önemlidir. Satışları hızla artan ve yeterli olarak finanslanmış bir şirketin ortakları, geniş hacimli fakat büyüme olanakları olmayan bir şirket ortaklarından daha iyi durumdadır. Yatırım yapacağımız şirketlerin satışlarının miktar bakımından büyük olmasını ve hızla artmasını isteriz. Artan satışlar bir şirkete artan kârlar sağlar. Büyüyen bir şirket isteriz. Büyüme görelî bir kavramdır ve büyüme standardı bir endüstrideki şirketlerin öteki şirketlerle karşılaştırılması ile bulunur. Bir şirketin yeni bir fabrika yaparak veya mevcut bir fabrikayı satın alarak büyümesi önemli değildir. Önemli olan, şirketin kendisini daha büyük kârlar sağlamaya yöneltecek, pazardaki payının artmasını sağlayıp sağlayamayacağıdır.

Bir şirketin endüstrideki öteki şirketlerden daha hızlı büyüyüp büyümediğine nasıl karar veririz? Genellikle endüstrinin satışlarındaki artışı şirketin satışlarındaki artış ile karşılaştırırız. Bu hem lira hem birim olarak satışlar gözönünde tutularak yapılır. Bir şirketin büyümesini millî ekonomi ile karşılaştırabiliriz. GSMH, Millî gelir ve harcanabilir kişisel gelir endüstride başta gelen şirketin satışları ile karşılaştırılabilir. Harcanabilir kişisel gelir perakende endüstrisindeki büyümeleri karşılaştırmak için iyi bir ölçüdür. GSMH, endüstri yatırım malları endüstrisinin karşılaştırılmasında iyi bir ölçüdür.

Yatırım yapılacak şirketin, içinde bulunduğu endüstriden daha hızlı büyümesi istenir. Endüstriden daha hızlı büyüyen bir şirket zamanla pazardaki payını arttıracak ve rekabet bakımından öteki şirketlerden daha iyi bir duruma gelecektir. Şirketin satışlarını endüstri satışlarının yüzdesi olarak hesaplayabiliriz. Çok hızlı büyüyen bir endüstri söz konusu ise endüstriden daha az hızlı büyüyen fakat endüstri içindeki payı gittikçe artan bir şirket bulabiliriz. Bu şirket yine de kârlı ve genişlemekte olan bir şirket olmakla birlikte büyümesi endüstri kadar değildir.

Büyüme hızını lira ve birim olarak karşılaştırmanın nedeni enflasyon oranını belirlemektir. Biz ürettiği birim olarak ve geliri para olarak artan bir şirket isteriz. Bu büyüme, sabit fiyatlarla, enflasyonsuz veya deflasyonsuz olmalıdır.

### III. Bir Şirketin Üretici Kapasitesi :

Birçok şirket birden çok mamul üretir. Bu nedenle üretim kapasitesinin ne olduğu sorusuna cevap vermek için üretim araçlarını kullanan mamul veya mamul grubunun ne olduğunun belirtilmesi gerekir.

Bir veya birkaç homojen ve standart mal üreten şirketin kapasitesi hesaplanabilir. Elektrik üreten bir şirket buna örnektir. Bu şirketin çıktısı kw/saat olarak belirtilir. Her şirket belirli miktarda kw/saat enerji üretebilir. Bu, elektrik üretmek için kullanılan jeneratörlerin belirtilen kapasiteleri ile sınırlanmıştır. Bu koşullar altında da üretim için gerçek kapasiteyi belirlemek çok zordur. Birçok jeneratörün sınırlı bir kapasitesi olmakla birlikte bunun üzerinde de güvenle çalışabilir.

Birçok şirketin üretim kapasitesini belirlemek zordur, özellikle şirket birden çok mamul üretiyorsa bu zorluk daha açık olarak ortaya çıkar. Örneğin bir ilaç şirketi veya büyük mağazanın kapasitesi nedir? Böyle bir ilaç şirketinin kapasitesi üretilen mamul ve toplam fabrikanın ne kadar bir alanı kaplayan bölümünde üretildiğine bağlı olacaktır. En yalın bir durum olarak iki mamul üreten bir ilaç şirketi alalım. Üretilen iki mamul A ve B olsun. Şirketin toplam üretim kapasitesi, her mamul için alanın eşit olarak verilmesi ile, A mamulü için toplam alanın % 60, B mamulu için % 40 ayrılmasından farklı olacaktır. Bu tür şirketin üretim kapasitesini ölçmeye teşebbüs ettiğimizde şirketin üretim tesislerinin mamuller arasında dağılımı ile ilgili belirli varsayımlara dayanmak zorundayız.

Birçok bölümü olan çeşitli mal satan bir büyük mağazanın kapladığı alanın kapasitesi olarak kabul edilmesi gerekir. Büyük mağazanın kapladığı alan metre kare olarak bu şirketin üretim kapasitesidir. Böylece geniş bir alana sahip şirketin üretim kapasitesi daha geniş olacaktır. Etkinliği fazla olan şirket metre kare başına daha fazla satış yapacaktır.

Bazı durumlarda fiziki kapasite olmayabilir veya belirlenmesi zor olabilir. Bu durumda para rakamları alınabilir. Bu durumda işletmenin üretim kapasitesinin 50 milyon lira olduğunu söyleyebiliriz. İşletmenin çıktısını bunun üstüne çıkarabilmek için fabrika kapasitesinin genişletilmesi veya daha fazla satış elemanı kullanılması gerekir.

#### IV. Çalışma Oranı :

Çalışma oranı, fabrika kapasitesinin yüzdesi olarak çıktı ve üretim olarak tanımlanır. Birçok üretim donatımı tam kapasite veya buna yakın olarak çalıştığında kârlı olacak biçimde hazırlanmıştır. Yüksek bir çalışma oranı, kapasitelerinin % 95 inin altında çalışacak olurlarsa kâr elde edemeyecek olan şirketler için önemlidir. Bazı şirketler ise tam kapasiteye yaklaştıkça daha az etkin hale gelirler, çünkü, etkin olmayan donatım kullanırlar. Elektrik üreten bir şirket, elektrik talebi normal talebi aştığında eski donatımı kullanır. Bu şirket üretimini kapasitenin yüzde 95 inden yüzde yüzüne çıkaracak olursa kârında aynı oranda bir artış olmayacaktır. Birçok şirketin durumu da elektrik şirketleri ile aynı durumdadır; kârları artan üretimle ancak bir noktaya kadar artar. Yüzde yüz kapasiteye yaklaşıldığında giderler gelirlerden daha hızlı artar ve hasılat düşer. Kısacası, bir çok şirket üretimi arttırdığında ve yüksek kapasitede çalıştığında daha kârlıdır. Bunlar mutlaka sınırlı kapasitenin yüzde yüzü veya üstünde çalıştıklarında en kârlı durumda değildirler. Çalışma karakteristikleri şirketten şirkete değişir 'Kârlı olan düzey, bir şirket için kapasitenin yüzde 60 ı iken başka bir şirket için yüzde 90 ı olabilir.

Bir şirketin çalışma oranı ile ilgilenmemizin nedeni hisse senedi başına gelirler üzerine etkili olmasındandır. Bu etki kendini iki yolla belli eder. Birincisi, çalışma oranı yüksek ve istikrarlı ise hisse senedi başına gelirler yüksek olur. İkincisi, bir şirketin çalışma oranındaki bir yüzdeden bir başkasına değişimin etkisi hisse senedi başına gelirlerde değişik etkilere yol açar. Bir şirket tam kapasiteye doğru gidiyorsa, başka şeyler sabit kalmak şartıyla çıktıdaki bir artış gelirler üzerinde gittikçe azalan etkiye yol açar.

İlk olarak öğrenmek istediğimiz nokta şirketin geçmişteki çalışma oranıdır. Şirketin daralma ve gençleşme dönemlerinde yüksek kapasite ile çalışmaya devam edip etmediğini öğrenmek isteriz. Bir endüstrinin çalışma karakteristiklerini bilmek bir şirketin çalışma oranını değerlerken yardımcı olur.

Büyüyen şirket olarak kabul edilen bir şirket kapasitesinin yüzdesi olarak kabul edilen bir şirket kapasitesinin yüzdesi olarak yüksek bir çalışma oranına sahip olacaktır. Mamule karşı talep artıyorsa bu talebi karşılamak için olanaklarını devamlı olarak genişletecektir. Bu şirket tam kapasiteye yakın çalışacaktır. Büyüme

sınırsızdır fakat şirket büyürken çalışmanın düzeyi bir sorun olmayacaktır. En büyük sorun talebi karşılamaktır. Büyüyen endüstriler içinde olmayan bazı şirketler mamullerine olan talebin azaldığını görürler. Bu tür şirketlerin kullanılmayan kapasiteleri olacaktır. Kullanılmayan kapaste gelirlerin düşmesine yol açar. Bu durumla karşılaşan şirketlerin yapacağı şey, üretim tesislerinin kârlı olarak çalışmasını sağlayacak yeni mamuller geliştirmektir. Aksi halde, kullanılmayan üretim olanakları ortaklara düşük bir kâr getirir.

Yatırımcı olarak, yüksek oranda bir üretim devam ettiren ve bütün kaynaklarını yararlarına olacak biçimde kullanan şirketlere yatırım yapmak isteriz. Bu, yatırımın kârlılığını sağlayacaktır. Olanaklarını tam olarak kullanan, en verimli işletmeler en kârlı işletmelerdir.

#### **V. Başabaş Noktası, Çalışma Kapasitesi ve Manivela**

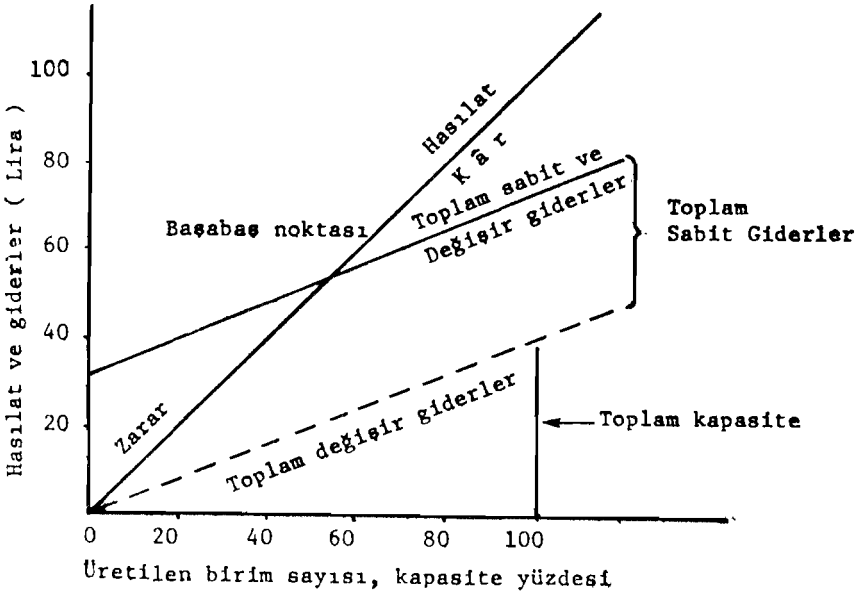
Şekilde dikey eksen hasılat ve harcamaları lira olarak göstermektedir. Yatay eksen kapasite yüzdesi veya üretilen birim sayısı gösterilir. Bazı işletmeler gözle görülür bir mamul üretmediklerinden ve birim olarak iyi tanımlanmış bir kapasiteleri ve çıktı yüzdeleri olmadığından eldeki tek veri olarak lira satışları kalmaktadır. Bu şirketlerin başabaş noktasının satış miktarı olarak belirlenmesi gerekmektedir. Bu şirketlerin başabaş grafiklerinin hesaplanmasında satış hasılatı yatay eksene yazılır.

Grafikteki hasılat doğrusu üretimin veya işletmenin kapasitesinin yüzdesi olarak her düzeydeki hasılatı gösterir. Lira olarak satışlar yatay ekseninde gösterilmişse dikey eksenede lira kullanılacaktır. Değişir gider doğrusu toplam çıktı ile değişen toplam değişir giderleri gösterir. Bu giderlerin çıktı ile direkt olarak değiştiğini kabul ederiz. Gerçekte bunlar üretim ile doğrudan değişmez. Çıktıdan büyük ölçüde üretimde bulunmanın yararları nedeniyle daha yavaş artma eğilimindedir. Çok üretimde bulunmadan yararlanma, işletmenin hacmine ve büyüklükten yararlanma kabiliyetine bağlıdır. Büyüklükten yararlanmada işletmeden işletmeye değişir. Toplam giderleri elde etmek için değişir giderler sabit giderlere eklenir. Toplam sabit giderler işletmenin üretim miktarı ile değişmez. Üretim arttıkça birim başına sabit giderler azalır. Yeni bir üretim birimi ilave edilecek olursa sabit giderler artacak ve başabaş noktası değişecektir.



Başabaş noktasında çalışmakla giderler karşılanmış fakat işletme ortakları için birşey kalmamış demektir. Ancak başabaş noktasının üstüne çıkılmakla kâr sağlanmış olacaktır. Bu nedenle düşük bir başabaş noktası ve buna uygun olarak yüksek bir çalışma oranı olan şirketler yatırım için çok uygundur. Burada çalışma oranının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

Bununla birlikte bir işletmenin belirli bir yüzdesi ile çalışmakta oluşu kârlılığın oranı hakkında bir fikir verir. Bir işletmenin % 95 kapasite ile çalışması % 85 kapasite ile çalışmasından daha kârlıdır. Fakat % 85 kapasite ile çalışan bir işletmenin mutlaka % 75 kapasite ile çalışan işletmeye göre daha kârlı olması gerekmez. İki işletmenin göreceli kârlılığı yalnız çalışma düzeyinde değil aynı zamanda başabaş noktasına bağlıdır. Yüzde 50 başabaş noktası ile kapasitesinin % 78 i ile çalışan bir işletme % 80 başabaş noktası ile % 85 kapasite ile çalışan işletmeden daha kârlıdır. Çalışma oranının önemini belirlemek için kârlılığı belirlerken çalışma oranı ve başabaş noktası ilişkisini kurmalıyız. Bu nedenle yatırım yapacağımız işletmenin başabaş noktasını ve hisse senedi başına gelirler üzerine etkisini bilmek isteriz.



Başabaş Grafiği

Başabaş noktasının belirlenmesi kolay bir iş değildir. Mevcut üretim tesisleri ve değişmeksizin kalan fiyat ve maliyet yapısına dayanan kârlılığın derecesini belirlemeye teşebbüs etmeliyiz. Bunu yapmakla ne kadar satışla veya kapasitenin yüzde kaçını işletmenin bütün giderlerini karşılayacağını ve başabaş noktasına geleceğini tahmin edebiliriz. Fakat kısa bir sürede fiyatlar, giderler ve maddelerin çeşidi değişir. Bu başabaş noktasının hesaplanmasını zorlaştırır. Bu arada karşılaştığımız bir başka sorun sabit ve değişir gider ayırımıdır. Bu ayırım bir yerde kesin olamamaktadır, çünkü, bazı giderler her iki gruba da girebilmektedir. Telefon giderleri buna bir örnektir. İşletmede iş hacmi arttıkça telefonun giderleri de artar. Telefon giderleri ve buna benzer giderler değişebilir ve değişmez olduklarından iki grup giderden birisine girebilir.

Çalışma oranındaki değişikliklerin işletmenin gelirlerindeki değişikliklere etkisini anlamalıyız. Çalışma oranındaki değişikliklerin işletmenin gelirleri üzerindeki etkilerine çalışma manivelası denir. Bu, başabaş noktasına bağlanabilir ve satışlardaki % 10 artışın neden hisse senedi başına gelirden % 20 artış getirdiğini veya % 5 azalışa yol açtığını açıklamaya yardım eder. Çalışma manivelası bir örnekle açıklanabilir. Başabaş noktasında çalışırken satışlarında % 10 artış olan bir işletme alalım. Bu gelirden bir artışa yol açacaktır. Hisse senedi başına gelir 0 iken 25 liraya yükseldiğini varsayalım. Gelirlerde sonsuz bir artış meydana gelir;  $(\frac{25.00-0}{0} \times 100)$ . Satışlardaki % 10 luk bir artış ile gelirlerin hisse senedi başına 50.00 liraya yükseldiğini varsayalım. Satıştaki artış, % 10 fakat gelirlerdeki artış % 100 dür;  $(\frac{50-25}{25} \times 100)$ . Satışlar bir % 10 daha artarak gelirler 75 liraya yükselecek olursa gelirlerdeki artış yüzde olarak 50 artacaktır;  $(\frac{75-50}{50} \times 100)$ . Böylece üretim artarak başabaş noktasından tam kapasiteye doğru gidecek olursa gelirler artar, fakat bu artış azalan oranda olur. Bir işletme, çalışma oranını, tam kapasiteye yakın bir noktaya kadar arttıracak olursa hisse senedi başına gelirler daha düşük bir artış oranı ile artar. Üretimde etkisizlik varsa azalması da mümkündür.

Çalışma manivelasının gelirler üzerindeki etkisini görebilmek için her işletme için ayrı ayrı hesaplanmalıdır. Bir işletmenin gelirlerinde devamlı olmayan ani artışlar olabilir. Bu duruma dö-

nemsel değişmelerin etkisinde olan işletmelerde daha çok rastlanır. Bu şirketlerde hasılatdaki bir düşüş gelirlerde ani bir düşüşten sonra ani bir artışla bir düzeye gelmelerini otomatik olarak sağlar. Örneğin, A işletmesinin dönemlik azalma nedeniyle hasılatında % 10 luk bir düşüş olduğunu varsayalım. Bu gelirlerde ani bir düşüşe yol açmıştır. Gelirlerdeki yüzde olarak düşüş hasılatdaki düşüşten daha büyük olmuştur. A işletmesinin çalışma karakteristiklerinin analizi satışlardaki ve çalışma hasılatındaki değişmelere dayanarak gelirlerdeki değişmelerin tahminine yardım eder. Bundan sonraki yıl işler genişler ve A işletmesinin hasılatı da genişler. İşlerdeki genişleme çalışma manivelası nedeniyle A işletmesinin kârlarında ani bir artış sağlar. Eğer yalnız kârlardaki artışa dikkat eder ve çalışma manivelasını gözden uzak tutarsak işletmenin kâr özellikleri hakkında yanlış sonuçlar buluruz.

Başabaş analizinin yatırımcı için önemi büyüktür. İşletmenin çalışma oranına bağlı olan başabaş noktası işletmenin kârlılığını verir. Düşük başabaş noktası olan işletme yüksek ve düşük çalışma düzeylerinde kârlı olur. İş hayatındaki düşüşlere karşın gelirler düzeyini koruyacak, ekonomik daralma dönemlerinde başarılı bir işletme olarak görünecektir. Yüksek başabaş noktası olan işletme daralma dönemlerinde kârlardaki azalmalara karşı çok hassastır. Hasılatdaki az bir azalma kârları tamamiyle ortadan kaldırabilir. Bu nedenle, yatırım için, düşük başabaş noktası, yüksek çalışma oranı ve hasılatı düzenli olan işletmeleri seçeriz. Bu işletmenin gelecekteki kârını da güven altına alır.

**1) Başabaş Noktasının Kullanılması İle İlgili Sınırlar** - Başabaş analizi bir yatırımcı tarafından bir işletmenin kâr sınırlarını hesaplamada etkin bir biçimde kullanılabilir. Başabaş noktası ve çalışma oranı verilmiş bir işletmenin kârlılığının sınırları kolaylıkla hesaplanabilir. Kârlılığın tahmininde de kullanılabilir. Çalışma oranının gelecekte ne olacağını tahmin edebilirsek gelirlerin ne olacağını tahmin edebiliriz. Fakat bu gelirlerin tahmininde uygulanan tek yöntem değildir. Kârları geçmişteki kâr ve satışlar arasındaki ilişkileri ve gelirleri tahmin ederek hasılat ve gider tahminlerine dayanarak da tahmin edebiliriz.

Başabaş analizi esas olarak statiktir. Fiyatlar, ücretler, sermaye ve faizin üretim süresince sabit olduğunu varsayarız. Fakat bu değişkenlerin sabit olmadığını biliyoruz. Başabaş noktasını hesap-

ladıktan sonra değiştiğini gursek kuşkusuz bu analizin geçerliğini bozar. Ayrıca hasılat ile giderler arasındaki ilişkinin doğrusal olduğunu varsayarız. Fakat bunlar yalın olarak tarif edilemez. Daha önce değişir giderlerin, büyüklüğünün yararları nedeniyle, aynı oranda değişmediğini söylemiştik. Bu doğru ise doğrusal tahminler yaptığımızda kr tahininlerimiz gerçek olmayacaktır.

## VI. Çalışma Etkinliği lleri :

Bir işletmenin görelisi çalışma etkinliğini ortaya çıkarmada çalışma oranı ve başabaş noktasından başka ölçüler de vardır. Bunlardan  şunlardır : 1) alışma rasyonu, 2) alışan başına satış veya kr, 3) 1 liralık yatırım için satış veya kr.

**1) alışma Rasyosu** - Bu rasyo, çalışma hasılatının, çalışma giderleri artı satılan malın maliyetine bölünmesi ile bulunur. Çalışma rasyosu, direkt olarak kr marjına bağlıdır. Kr marjını yüzde 100 den çıkaracak olursak çalışma rasyosunu buluruz.

Çalışma rasyosu, çalışma etkinliğinin iyi bir ölçüsüdür, çünkü, giderleri ve maliyetleri direkt olarak hasılatla bağlar. Kolaylıkla anlaşılır. Çalışma rasyosu düşük ise, işletme etkindir ve kârlıdır. Bununla birlikte bütün kârlılık ve etkinliğin çalışma varlıkları ile bağlantısı kurulmalıdır. Çalışma rasyosu yalnız aynı endüstrideki işletmeler arasında karşılaştırmalar yapmaya elverişlidir. Bir analizde değişmenin yönünü göstermesi bakımından önemlidir. Yükselen bir çalışma rasyosu zayıflığın ölçüsü olarak yorumlanmalıdır. Sabit veya azalan çalışma rasyosu kuvvet belirtisidir.

**2) alışan Başına Satış veya Kr** - Lira olarak satışlar ve birim olarak üretim ile hesaplanan çalışan başına gelir işletme etkinliğinin bir başka ölçüsüdür. alışan başına büyük gelir işletmenin görelisi etkinliğinin büyük olduğunu gösterir. Çalışanlar başına gelirler büyük ve düzenli ise işletmenin toplam etkinliği fazladır. Çalışanlar başına bir etkinlik rasyosu olmaktan çok bir finansal rasyodur fakat etkinlik rasyosu olarak kullanılabilir. Zaman içinde çıktı ve gelirler artıyorsa işletme iyiye gidiyor demektir.

**3) 1 liralık Yatırım İçin Satış veya Kr** - 1 liralık yatırım başına satışlar ve gelirler işletme etkinliğinin ölçüsüdür. alışan başına satış ve gelir için söylediklerimizi etkinliğin ve kârlılığın bu ölçüsü içinde söyleyebiliriz. 1 liralık yatırım başına satışın büyük oluşu işletmenin iyi durumda olduğunu gösterir. Bu rasyo bazı ana-

lizciler tarafından satışlardan sağlanan net gelirden daha önemli bir ölçü olarak kabul edilir. Bu rasyo yeni fabrika ve donatım için yapılan harcamalardan sağlanan hasılatı yansıtır. 1 liralık yatırıma düşen satışlardaki bir düşüş işletmenin etkinlik ve kârlılığında bir zayıflığı gösterir.

## **VII. Yatırım Harcamaları :**

Gelecek gelirler, yönetimin, yeni işletme fonlarını akıllıca yatırımlarına ve eskileri etkinlikle yönetmelerine bağlıdır. İşletme fonlarının yatırım harcamaları da denir. Fabrika ve donatım için bütün harcamalar eşit kârlılıkta değildir. Fakat, yeni fabrika ve donatım için harcamaların çok oluşu ve eskilerin geliştirilmesinin işletmeye gelecekte daha iyi kâr dağıtma olanağı sağlayacağını söyleyebiliriz. Bu nedenle yatırım harcamalarının işletmenin gelecekteki kârlılığını belirleyen faktörlerden biri olduğunu söyleyebiliriz. Sermaye malları, satışlar ve gelecek gelirler arasında kesin ilişki vardır. İşletmenin üretim ve satış kabiliyeti için fiziki bir sınır vardır. Bu limite bir kez erişildikten sonra yeni fabrika ve donatım veya eski fabrika ve donatımın geliştirilmesi için harcamalar yapılmaksızın üretim arttırılamaz. Satışlar ve üretim tesisleri arasındaki ilişki her endüstri için aynı değildir.

Yatırım harcamalarının etkisi çok önemlidir. Bundan daha önemli olan yatırım harcamaları ile mevcut üretim tesisleri arasındaki ilişkidir. Bir işletme yeni fabrika için 1 milyon lira harcarken ikinci bir işletme 10 milyon lira harcayabilir. İkinci işletmenin yaptığı harcama dikkatimizi çekebilir. Birinci işletmenin harcama sabit varlıklarını %50 arttırıyorsa ve ikinci işletmenin yaptığı harcamalar varlıklarını % 10 arttırıyorsa, birinci işletmenin harcamalarının görece önemini büyük olduğunu söyleyebiliriz. Birinci işletmenin başlangıçta 2 milyon liralık fabrika ve donatımı varken ikinci işletmenin başlangıçtaki fabrika ve donatımı 100 milyon liradır. Yatırımların birinci işletmenin gelirleri üzerinde görece önemi ikinci işletmeye göre daha büyüktür.

Bir işletmenin yaptığı yatırım harcamaları mamul için artan bir talebi veya fabrikayı geliştirmek, böylece maliyetleri düşürmek ve işletmeyi daha rekabetçi bir duruma getirmek için yapılan harcamaları gösterir. Her işletmenin ihtiyaçları rekabet durumuna göre değişir. Bir mamule olan talebin artması gözönünde tutularak yapılan sermaye yatırımları dikkatle yapılmalıdır. Görülen talep

azalabilir. Artık kapasite, kötü çalışma sonuçları ile karşılaşılmasına ve gelir ve kârların azalmasına yol açabilir. Başlangıçta yatırım harcamaları kuvvet ölçüsü iken, yanlış hesaplanmış talep nedeniyle zayıflığın ölçüsü olabilir. Bir işletmenin yatırım harcamalarını incelediğimizde gizli ve gelecek bir aşırı büyümenin tehlikelerini gözönünde tutmalıyız.

### **VIII. Şirket Gelirlerinin Saptanması :**

Gelirleri analiz ederken gelirlerin satışları yakından takip edip etmediği sorunu ile karşılaşırız. Bir şirketin para kazanma kabiliyetinin ortaya çıkarılması gerekir. Bu, şirketin hisse senetlerinin gelecekteki gelirlerini tahmin etmede yardımcı olur. Şirket gelir tablolarının dikkatli olarak incelenmesi gelirlerin analizinde yardımcı olur.

**1) Çalışma geliri** - çalışma geliri endüstriden endüstriye değişir. Hizmet şirketlerinin geliri çalışma hasılatına bağlıdır. Elektrik, gaz, su şirketleri, taşıma şirketlerinde hasılat gelirin başlıca kaynağıdır. Ticari bankalar gelirlerini işletmelere verdikleri kredi faizlerinden ve yatırım faizlerinden sağlarlar. Bankalar genellikle faizi hasılat olarak görürler. Sigorta şirketlerinin gelirlerinin iki kaynağı vardır; birisi poliçe sahiplerinin primleri, öteki ise yatırımlarından faiz, kâr payı ve kiradır. Bunlar çalışma hasılatı olarak kabul edilen gelirlerdir. İmalat işletmeleri mal imal ederek satan **şirketlerdir. Gelir sağlamak için bir malın imal edilmesi ve satılması gerekir.**

**2) Çalışma İle İlgili Olmayan Gelir** — Birçok imalat şirketinin satış hasılatlarına ilave olarak çalışma geliri olmayan gelir sayılabilecek geliri vardır. Çalışma geliri olmayan gelir genellikle tahvil faizi geliri, kira geliri veya kendisine bağlı şirketlerin menkul kıymetlerinden kâr paylarıdır. Bunlar bazı şirketler için çok önemli bir hasılat kaynağıdır.

**3) Hisse Senedi Başına Gelir** — Yatırımlarda ölçü birimi hisse senedi olduğundan vergiden sonra net gelir, hisse senedi başına rakamlar haline getirilmelidir. Hisse senedi başına gelirler, vergiden sonra net gelir, dolaşımdaki toplam hisse senedi sayısına bölünerek bulunur. Hisse senedi başına gelir, hisse senedi başına kâr payı ile karşılaştırılmamalıdır. Kâr payları hisse senedi sahibine ödenen miktarı gösterir.

Analizde sorun, işletme gelirlerinin hisse senedi başına şimdi ve gelecekteki durumunu görmektir. Büyüme, düzen ve gelirlerinin yüksekliği bakımından en iyi potansiyele sahip işletmeye yatırım yapılması gerekir.

**4) Hisse Senedi Başına Nakit Akışı** — Bugün finansman ve yatırım alanlarında işletmelerin nakit akımına giderek artan bir önem verilmektedir. Nakit akımından anlaşılan işletmenin eylemleri ile yaratılan fonlardan bütün nakit ödemeleri çıktıktan sonra kalan miktardır. Hisse senedi başına nakit akımını tahmin etmek için vergiden sonra net gelire, bütün harcamayı gerektirmeyen giderleri eklemelidir. Ondan sonra bulunan rakam dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünür. Birçok işletme için en başta gelen harcamayı gerektirmeyen gider amortismanıdır. Birçok durumda da amortisman tek harcamayı gerektirmeyen giderdir. Bütün öteki giderler harcamayı gerektirir. Nakit akımını ortalama olarak bulmanın en kolay yolu amortismanı vergiden sonra toplam net gelirle toplamaktır.

Birçok işletme geleceği plânlarken, gelecek amortisman fonlarının kaynağı olarak önem verir. Gerçekte fon kaynağı satışlardır, fakat amortisman giderleri fonların işletme içinde kalmasını sağlarlar. İşletmenin yatırım harcamaları politikası bilinçli olarak yönetiliyorsa bu amortisman fonları yeni fabrika yapmak veya inşa etmek için veya çalışma sermayesini arttırmak için kullanılır. Net gelir yerine nakit akışını ele almakla şirketin kazanma gücünü olduğu kadar, gelecek kazanma gücünü gerçeğe daha yakın olarak değerlemiş oluruz. Hisse senedi başına net geliri küçük bir işletmenin büyük bir nakit akımı ile kârsız bir işi kârlı hale getirmesi olanlığı vardır<sup>9</sup>.

**5) Şirket Gelirlerinin Niteliği** — Şirketlerin yayımladığı gelir tablolarındaki rakamların gerçek gelirleri mi yoksa gerçeğe aykırı olarak gelir, maliyet ve harcamalardaki geçici değişikliklerden mi etkilendiğini bilmek isteriz. Kaliteli ve her yıl tekrar eden gelirlere değer verilir. Geçici gelirler her yıl tekrar etmeyeceği için önemi azdır. Şirketin yayımlanan gelirlerini etkileyebileceğinden amortisman politikaları ve muhasebe uygulamasını anlamalıyız. Gelirlerde değişiklikler olmuşsa bunu düzeltici ayarlamalar yapılmalıdır.

---

(9) Ralph E. Badger-Paul B. Coffman; *The Complete Guide to Investment Analysis* McGraw-Hill Book Company; New York 1967, s. 233.

a — Gelirde değişmeler- Çoğu kez Şirketlerin gelirleri satışlarındaki tekrar etmeyen değişmeler nedeniyle çok sert değişmeler gösterir. Örneğin, bir Şirketin ömründe ilk kez işletmede grevle karşılaştığını varsayalım. Şimdi de grev sona ermiş ve anlaşma sağlanmış olsun. Grevin işletmenin üretiminde ve satışında düşüşe yol açtığını bunun sonucunda hisse senedi başına gelirde 50 liralık düşüşe yol açtığını varsayalım. Grevin gelirler üzerindeki etkisi geçici idi. Böylece gelir kazanma gücü esastan etkilenmemiştir. Gelir raporunda gösterilen gelirlerin Şirketin esas gelirlerini yansıtmaları için ayarlama yapılması gerekir. Öte yandan gelirlerde düşüşe yol açan grev Şirket için bir yıllık olaydı. Bu grevle yönetim ile işçi ilişkilerindeki zıt düşünceler ortaya çıkmış oluyor. Böylece gelirlerdeki düşüş sonraki yıllarda da beklenecektir. Grev ve gelirlerdeki düşüş tekrar edebileceğinden gelirdeki düşüş için bir ayarlama yapmamalıyız. Yani gelirdeki geçici düşüşü tekrar ilave etmemeliyiz. Böyle bir hisse senedi için gelirlerindeki dalgalanmalar nedeniyle o kadar çok ödemeyi göze alamayız. Gelecekteki gelirler için o kadar çok ödeme yapmak istemeyiz, çünkü, gelecekte bu gelirler tekrar eden grevlerle düşebilecektir. Bu nedenle gelirlerin değerlenmesinde Şirket ister hizmet ister ulaştırma veya imalat işletmesi olsun hasılatın temel kaynaklarının güvenilirliğini araştırmalıyız.

Bazı kezde, bu Şirketin geliri satışlarındaki geçici artış nedeniyle birdenbire artar. Azalan satışlar nedeniyle hasılatdaki geçici azalmalar için nasıl ayarlama yapılmışsa satışlardaki artış nedeniyle net gelirdeki geçici birdenbire artışta da ayarlama yapmamız gerekecektir.

b — Harcama ve giderlerde değişmeler - Gelirlerdeki değişmenin bir başka nedeni giderlerde ve harcamalardaki değişmelerdir. Gider hesaplarındaki her kalem, gelirler üzerinde artış ve azalış olarak geçici mi yoksa devamlı mı bir etki yaptığını tespit etmek için incelenmelidir. Bu tür analiz, analizciye gelecek gelirlerin tahmininde yardımcı olur.

Öteki harcamaların genellikle Şirket gelirlerinde etkili olmaya cağı kabul edilir. Birçok işletme, gelirleri üzerinde çok önemli değişiklikler yapacak, mühendisliği ilgilendiren değişiklik yapar. Araştırma geliştirme çalışmalarının maliyetleri çok yüksektir. Araştırmanın yapıldığı yılların gelirleri düşer. Bu giderlerin her zaman yapılmayacağını varsaymak mantiki olur.



c — Amortisman - Şirket gelirlerini yükselten veya alçaltan bir başka işletme gideri amortismanıdır. Amortisman gideri veya amortisman giderindeki değişimin şirketin net gelirlerindeki geçici değişikliklere yol açıp açmayacağını araştırmalıyız. Her şirketin çeşitli zamanlarda vergi kanunlarına göre değişen oranlarda amortismanına tabi çeşitli varlıkları vardır. Bu, şirket için tek bir amortisman oranının tespit edilmesini olanaksız hale getirir. Gözlem ve değerlendirme amortismanların şirket gelirleri üzerine etkisini gösterir.

Bir örnekle amortismanın giderleri nasıl etkilediğini ve şirket gelirlerinin nasıl değiştiğini görelim. Şirketin amortisman yönteminin doğrusal yöntemden hızlandırılmış amortisman yöntemine değiştiğini varsayalım. Hızlandırılmış amortisman ilk yıllarda geliri gerçekten daha düşük, son yıllarda daha yüksek gösterme eğilimindedir. Nakit akışları üzerinde duruluyorsa bu doğrusal amortisman yöntemine göre ilk yıllarda daha yüksek olacaktır, çünkü, yüksek amortisman nedeniyle vergi az ödenecektir. Bir amortisman yönteminden ötekine geçilmişse şirketin gelirlerinde de buna uygun ayarlamalar yapılmalıdır. Bu, bir şirketin çalışmalarını genişletmesi nedeniyle üretim tesislerini genişlettiğinde özellikle önem kazanır. Bu ayarlamalar karşılaştırılan iki şirketin uyguladıkları amortisman yöntemlerinin değişik olmasına karşın, gerçekten karşılaştırılabileceklerinden emin olmak bakımından önemlidir.

Uygulanan amortisman politikasının şirket gelirleri üzerine etkisi başka bir yönden şöyledir: bir harcamanın kapitalize edilerek yıllık amortismanlarının gider olarak gelirlerden düşülmesi ile bu harcamanın bir defada gider yazılarak o yılın gelirinden düşülmesi yıllara ait gelirleri değiştirecektir. Amortismanın yıllara bölünmesi sonucunda ilk yılda gelirler gerçekten yüksek gösterilmiştir. Bir şirket bir yöntemden ötekine geçecek olursa örneğin gelirlerin kapitalizasyonu yönteminden harcamanın yıllık gider olarak yazılması yöntemine geçtiğimizi varsayarsak bu gelirleri düşürecekler çünkü cari giderler arttırılmış olacaktır<sup>10</sup>.

d — Stoklar - Yatırımcının satılan malın maliyetinin tespitinde uygulanan yöntemi bilmesi önemlidir. Stok politikasının değişiminin gelirler üzerinde önemli etkisi vardır. Stokların hesaplan-

---

(10) Jack Clark Francis; *Investments: Analysis and Management*; McGraw-Hill Book Company; New York 1972, s. 292.

masında kullanılan yöntemin yıllık raporda açıklanması gerekir. Fiyatlar sabit kalırsa stok muhasebesinde çok az sorun olacaktır. Fakat stok fiyatları sabit değildir. İşletmeler zaman zaman stok maliyet yöntemlerini değiştirirler ve bu değişikliklerin gelirler üzerinde etkisi vardır. Stok maliyetini bulmak için kullanılan iki yöntem İlk giren ilk çıkar (İGİÇ) ve son giren ilk çıkar (SGİÇ) yöntemlerini ele alalım. İGİÇ yönteminin uygulandığını varsayalım. Bu yöneme göre mallar alındıkları sıraya göre satılırlar. Eldeki herhangi bir mevcudun en son alınan mal olduğu kabul edilir. Şirket yıl içinde 200 birim mal almış ve 100 birim satmışsa kalan 100 birimin en son satın alma fiyatına göre maliyeti hesaplanacaktır. Şirket 100 birimi 10 liradan ve öteki 100 birimi daha sonra 11 liradan satın almışsa ve 100 birim mal satılmışsa bunlar 10 liradan alınmış mallar olacak ve geri kalan 100 birimin maliyeti 11 lira olacaktır.

SGİÇ yöntemine göre satılan malın maliyeti en son alınan mala göre bulunur. Böylece yukarıdaki örneğe göre stok maliyeti malın satıldığı zamanki örneğe göre stok maliyeti malın satıldığı zamanki fiyatına göre bulunacaktır. 100 birim mal 10 liradan ve öteki 100 birim 11 liradan alınmış ve 100 birim mal satılmışsa bunun birim maliyeti 11 lira olacaktır. Bundan sonraki 100 birimin maliyeti 10 liradır. SGİÇ stok muhasebesinin etkisi fiyatlar artarken maliyetleri arttırması ve şirket gelirini düşürmesidir. Aynı koşullar altında İGİÇ fiyatları düşürerek net geliri düşürür<sup>11</sup>.

e — Ücretler — Birçok işletme için işçilik toplam çalışma giderleri içinde önemli bir yer tutar. İşçiliğin işletme gelirleri üzerindeki etkisini incelerken işçilik maliyetlerindeki değişmelerin şimdiki etkisini ve gelecekteki etki yapma eğilimini incelemeliyiz. Toplam maliyetler içinde işçilik maliyetinin payı büyük olan işletmelerde ücretlerdeki değişmelerin etkisi işçiliğin düşük olduğu işletmelere göre daha kuvvetle hissedilir. Her işletmenin kendine özgü işçilik maliyet koşulları vardır ve bir bütün olarak ekonomideki eğilimden ayrı olarak incelenmelidir. En düşük ücretin 30 liradan 35 liraya çıkmasının endüstrideki kârları nasıl etkileyeceğini araştırırız. Bu tür değişmelerin gelirlerde devamlı ve tekrar eden bir etkisi olduğu kadar gelirleri düşürücü bir etkisi olabilir. Kuşkusuz bu varsayım ücret artışının fiyat artışı ile karşılanamayacağına dayanır.

---

(11) Benjamin Graham-David L. Dodd-Sidney Cottle; *Security Analysis*; McGraw-Hill Book Company, Inc.; New York 1962, s. 139.

**6) Kârlılığın Ölçülmesi** — Bir şirketin geçmişteki, şimdiki ve gelecekteki gelirlerinin ve nakit akışının seyrini saptama yanında kârlılığında incelemeliyiz. Kârlılığın ölçülmesi bir endüstrideki şirketler arasında en kârlı şirketin tespitinde yardımcı olur. Bütün kârlılık ölçüleri kârı şirket satışlarına veya varlıklarına bağlar. Bu ölçüler bir şirketin finansal etkinliğinin veya kazanma etkinliğinin bir ölçüsü haline gelir. Bu ölçüler, gelirlerin yönünden daha anlamlıdır. Bunlar satışlarda veya çalışma varlıklarındaki artışın gelirleri nasıl etkileyeceğini gösterir. Üzerinde durulan ölçüler kâr marjı, kazanma gücü ve satışlardan net gelirdir.

a — Kâr marjı — Kâr marjı, Çalışma geliri çalışma kârına bölünerek bulunur. Bu, genellikle çalışma gelirinin yüzdesi olarak gösterilir ve dikkatleri satışların veya hasılatın kârlılığı üzerine çeker. Çalışma kârı, çalışma gelirinden bütün çalışma giderleri ve satılan malın maliyeti çıktıktan sonra kalan miktardır. Gelir vergileri faiz ve öteki çalışma ile ilgili olmayan giderler veya gelir çıkarılmaz. Bir şirketin çalışma kârı 16 milyon lira ve çalışma hasılatı 197 milyon lira ise kâr marjı yüzde 8.1 dir (197 milyon/16 milyon).

Bazı analizciler nakit akışı üzerinde durur. Bunlar amortismanı bir çalışma gideri olarak düşünmezler, kâr marjının bir parçası olarak görürler çünkü amortisman genel işletme amaçları için kullanılan sermayenin geri dönen bir parçasıdır. Kâr marjı, bu görüş kabul edilecek olursa, nakit akışının 19 milyon lira olduğu durumda, yüzde 9.6 dır (197 milyon/19 milyon).

b — Kazanma gücü — Kârlılığı ölçen bir başka yol çalışma varlıklarının çalışma kârına bölünmesidir. Bu ölçü kazanma gücü olarak bilinir ve varlıkların net defter değerlerine dayanan çalışma varlıklarının ne kadar kârlı olarak kullanıldığını gösterir. Bu yöntemi teklif edenler, bunun, kârlılığın satışlar üzerinden kârdan daha iyi bir ölçü olduğunu ileri sürerler. Bu ölçü oldukça mantiki bir ölçüdür. Çalışma varlıklarına yatırım ile satışlar ve kârlar arasında direkt bir ilişki vardır. Kazanma gücü yüksekse kâr marjı yüksek olacak ve şirket kârlı olacaktır. Çalışma ile ilgili olmayan varlıklarla ilgilenilmediğinden çalışma varlıklarını bulmak için bunlar çıkarılmalıdır. Çalışma gelirini elde etmek için direkt olarak ihtiyaç duyulmayan herhangi bir varlık çalışma varlığı olarak sayılmamalıdır. Çalışma varlıklarını her zaman için kesin olarak ayırma olanağı yoktur. Bir şirketin çalışma kârı 19 milyon ve ça-

İşma varlıkları 100 milyon lira ise bu şirketin kazanma gücü yüzde 19 dur.

c — Satışlardan net gelir — Kârlılığın ölçüsü olarak kâr marjı ve kazanma gücü yalnız faaliyetlerden gelir ve geliri elde etmek için giderler ve harcamalar arasındaki ilişkileri gözönünde tutar. Çalışma ile ilgili olmayan gelirler hariç tutulur. Birçok şirket çalışma ile ilgili olmayan varlıklarından veya kısa dönemli menkul kıymetlere geçici yatırımlardan ek gelir elde eder. Bu varlık ve yatırımlar şirket hasılatının esas kaynağı olmamakla birlikte bazı şirket gelirlerine önemli ölçüde katkıda bulunur.

Çalışma ile ilgili olmayan harcamalar kâr marjında gözönünde tutulamaz. Birçok şirketin her yıl ödenmesi gereken faiz gibi çalışma ile ilgili olmayan harcaması olur. Bu harcamaların gelirler üzerinde önemli etkisi vardır. Çalışma gelirine faizin ilk etkisi ortakların eline geçecek net geliri azaltmasıdır. Bununla birlikte faizin ödenmesi düşük maliyetli sermaye ve finansal manivelanın sonucu olduğundan ortakların geliri gerçekte artmış olmaktadır. Manivelanın işleyişinin ayrıntılarına girmeden, % 6 faizle alınmış bir borcun maliyetinin vergiden sonra % 3 olacağını söyleyelim. Bu para vergiden sonra % 10 getirecek bir işe yatırılmış olsun. Bu işlem, aşırı gidilmemek şartı ile hisse senedi sahiplerinin yararınadır. Aşırı borç alınacak olursa hisse senedi başına gelirlerde düzensizliklere yol açar.

Satışların yüzdesi olarak vergiden sonra net gelir yalnız çalışma gelirlerini değil, bütün gelir ve giderleri gözönünde tutar. Satışların yüzdesi olarak net gelir yüksekse şirketin kârlı olduğu söylenebilir. Net gelirin bulunması için amortisman çıkarılır. Şirketin satışı 197 milyon lira ve vergiden sonra geliri 6 milyon lira ise net gelirin satışlara oranı yüzde 3.51 dir.

**7) Kârlılık Ölçülerinin Önemi** — Kâr marjı şirketin kârlı olarak mal ve hizmet üretme yeteneği üzerine dikkatleri çeker. Kuskusuz bir şirketin yüksek kâr marjı olması istenir, fakat gelecek kârın incelenmesi eşitliğin bir tarafıdır. Aynı zamanda satışlardan ne beklendiğini bilmeliyiz. Kâr marjı % 10 olan ve beş yıl içinde satışları iki katına çıkaracak bir şirket kâr marjı % 15 olan fakat satışlarının artması beklenmeyen bir şirkete göre daha iyi bir yatırımdır. Kâr marjı büyüyen ve satışları artan bir şirkete yatırım yapılmak istenir fakat bu her zaman olmaz. Bu nedenle sabit bir kâr marjı ile satışları artan bir şirket seçmek isteriz.

Kazanma gücü ve satışlardan net gelirin önemi kâr marjı analizine benzer. Kazanma gücü şirketin çalışma varlıkları üzerinden kâr elde etme olanaklarını araştırır. Satışlar üzerinden net gelir şirket satışlarının bütün olarak kârlılığını ölçen bir ölçüdür. Gelecekteki kârlılığı garanti edecek çalışma varlıklarının genişlemesi istenir. Artan bir kazanma gücü ve satışların yüzdesi olarak net gelirin artması istenir. Bununla birlikte satışlar arttıkça bu yüzdelerin de artması gerekmez. Büyük miktarda fabrika için harcamalar ve sabit kârlarla büyük satışlar kârlılık ölçülerinde bir artma görülmezse bile hisse senedi sahibi için kârlı bir geleceği gösterir.

Yüzdelerin doyuruçu olup olmadığına karar vermek için en iyi yol bir şirketi, endüstri içindeki öteki başta gelen şirketlerle karşılaştırmaktır. Endüstrideki karşılaştırmalarla bir yargıya varılabilir. En başarılı şirket bu yolla kolaylıkla tespit edilebilir. En başarılı şirketi seçmek için kriterler, düzenlilik ve kârlılık ölçülerinde artıştır.

**8) Gelecek Gelirler** — Gelirlerin miktar, düzenlilik ve niteliği yanında gelecekteki miktarları üzerinde de durmalıdır. Gelecek gelirler hakkındaki tahminler geçmiş gelirlerden daha önemli midir? Bir sermaye yatırımı gelecek kârlardan faydalanma hakkını bize verir. Bu nedenle gelecek gelirler değerlendirme sürecinde en önemli etkidir. Geçmişte şirketin durumu ne olursa olsun gelecek gelirler ve gelecek gelirler hakkındaki tahminler bir şirketin adi hisse senetlerinin değerini saptar. Bu, yatırımcının gelecek gelirlerle ilgili olarak rasyonel davranacağı anlamına gelmez, fakat, başarı durumunu araştırdığı şirketin gelirlerinin önemine dikkatlerini çeker.

Gelecek gelirlerin fiyat üzerindeki etkisi ve gelecek gelirlerin fiyat üzerindeki etkisini tahminde değişiklikleri anlamak zordur. Gerçekleşen uzun dönemli ve kısa dönemli değişiklikler rasyonel gelmeyebilir. Örneğin, gelirlerde keskin bir artışın ilan edildiği halde fiyatların düşmesi nasıl açıklanabilir? Yatırımcı bunun rasyonel olup olmadığını düşünür. Hisse senedinin fiyatının artması gerekmez miydi? Kuşkusuz fiyat yukarı gitmeliydi. Gerçekte hisse senedinin gösterdiği hareket mantikidir, çünkü, yatırımcı topluluğu iyi bir gelir raporu beklemekteydi. Yatırımcılar ve muhtemelen bazı spekülâtörler fiyatlarda bir artış bekliyerek hisse senedini satın alırlar. Hisse senedinin fiyatı artar ve gelirlerin ilan edildiği tarihte

birçok hisse senedi sahibi kısa dönemli kâr için elindeki hisse senedini satar. Satışların baskısı fiyatları aşağı doğru iter.

Bir şirketin dikkatle analiz edilmesi isteniyorsa, geçmiş gelirler analiz edildiği gibi, gelecek gelirler tahmin edilmelidir. Gelirlerin geçmişteki seyrinin şirketin geleceği hakkında bir fikir verebileceğini düşünebiliriz. Şirketin geçmişteki durumu iyi ise gelecekte de iyi olacağını söylemek gerçeğe aykırı olmaz. Gelecek gelirleri tahmin etmenin birçok yolu vardır. Bunlardan üç yol şudur : 1) Hisse senedi başına gelirin tahmini, 2) Satışlar ve gelir arasındaki ilişki ve ya ortalama ilişki doğrusuna dayanarak tahmin, 3) kâr marjı ve satış tahminlerine dayanan gelir tahmini.

### **IX. Yönetimin Hisse Senetlerinin Değerlemesindeki Etkisi**

Bir şirketin başarılı veya başarısız oluşu, şirketi yönetenlere bağlıdır. Şirketin gelirleri yüksekse, bu, yetenekli bir yönetim tarafından yönetilen bir yürütücü takım tarafından başarılıdır. Şirket ortakları, şirket işlerinin yönetilmesi için profesyonel yöneticiler tutarlar. Onlardan, sahip oldukları hisse senetlerine en çok geliri sağlayacak veya onların değerini en yükseğe çıkaracak çabaların harcanmasını isterler. İyi bir yönetimin yatırımın başarıya ulaşmasındaki rolü çok önemli olmakla birlikte yönetimin etkinliğini belirlemek o kadar kolay değildir. Bir şirketin ürettiği malların pazardaki payının büyük olması yeterli değildir, aynı zamanda pazardaki öteki şirketlerle rekabet etmelidir.

Birçok şirketin en önemli amacı şirketin kârını en yükseğe çıkarmaktır. Biz bunun bir şirketin gözönünde tutacağı tek amaç olduğunu söylemek istemiyoruz. Şirket ortakları olduğu kadar çalışanlar ve halk da gözönünde tutulmalıdır. Halk makul bir fiyatla mal ve hizmetlerin devamlı arzını ister. Daha fazla fayda ve daha iyi bir yaşama sağlaması için bu hal ve hizmetlerin geliştirilmesini isterler. Ortaklar, yöneticiler ve çalışanlar arasında daha iyi ve doyurucu ilişkiler olması istenir. Çalışanlar çalışmak için güvenilir bir yer, makul ücret, devamlı istihdam, işletmede olan bitenler hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Ortaklar, etkinlikle yönetilen ve yeterli finanse edilmiş şirket, yatırımları üzerinden makul bir gelir, mevcut üretim araçlarının tam olarak kullanılmasını, gelişmeler hakkında bilgi ve şirket için uzun dönemli bir program isterler. Üç ana grubun amaçları yönetim tarafından birleştirilmeli böylece grupların ana amaçları yerine gelmiş olsun.

Yöneticiler amaçlarına temel yönetim fonksiyonları; plânlama, organize etme, yerine getirme ve kontrolün dikkatli bir uygulaması ile ulaşabilir. Bütün fonksiyonlar yerine getirilecek olursa şirket kâr elde eder. Bu kâr ortakların istediği miktarda olmayabilir fakat kârın, yönetimin amaçlarından sadece biri olduğunu ve şirket yönetiminin kârlara değişen derecelerde önem verdiğini biliyoruz. Bazı şirketler ötekilere göre daha çok kâra yönelmiştir. Bununla birlikte kâra önem vermeyen bir şirket, kâr üzerinde duran bir şirketten daha çok şirketin geleceğini tehlikeye sokmuş olur. Kâr sağlanmayacak olursa yeni sermaye gelmeyecek veya sermaye şirketi terkedecek ve şirketin başarısı sona erecektir. Bir şirketin durumu kötü ise ve gelecek vadetmiyorsa hisse senedi sahiplerinin tek tek hisselerini satmaları rasyonel bir harekettir. Buna göre yönetimle hisse senedi sahiplerinin çıkarlarının çatışması olağandır. Yetersiz de olsalar işlerinde kalmak ister. Bu yöneticilerin eğilimi, büyük çalışma sermayesi, düşük kâr payı, genişleme, hepsi adi hisse senetlerinden sağlanmış sermaye ile ne pahasına olursa olsun işletmenin hayatının sürdürülmesidir.

Yönetimin değerlendirilmesi belirli bir işletmeye yatırım yapılıp yapılmaması ve bir işletmedeki yatırımın devam ettirilip ettirilmemesinde en önemli faktör olduğu kabul edilir. Tecrübeli yatırımcılar ve bunların danışmanları satın alma ve satma kararlarında kişisel kararlarından veya yönetimin yetenekleri konusunda genel kabul görmüş görüşlerden büyük ölçüde etkilenir. Bu görüşler neden bütün hisse senedi sahiplerini harekete geçirmez? Yatırımcılar yönetimin zayıflığı nedeniyle bir şirkete yatırım yapmaktan çekiniyorlarsa bu şirketin ortakları işlerin gidişini değiştirmek için harekete geçmemekle yanlış davranmış olmuyorlar mı?

Bunlara cevap olarak şunlar söylenebilir: Yönetimin yeteneği hakkında düşünceler kuvvetli de olsa kanaatten ileri geçemez. Bunlar açık bir olayla doğrulanmamış veya değerlendirme ile ilgili kurallara bağlanmamış olabilir. Sonuç olarak, tek bir yatırımcı kişisel kararı ile elinde bulundurduğu hisse senetlerini satarken böyle bir görüşün etkisinde kalmış olabilir, bu nedenle başkaları böyle bir karara varmamış olabilir<sup>12</sup>.

---

(12) Graham-Dodd-Cottle, s. 665.

## ÖZET

Hisse senedi satın alarak bir yatırım yapacak kişinin karar vermeden önce ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşulları incelemesi gerekir. İçinde bulunulan konjonktür dönemi, gayri safi milli hasıla, milli hasıla, milli gelir ve harcanabilir kişisel gelirin miktarı yatırım zamanının seçiminde etkili olabilir. Konjonktür dönemi ve milli gelirin seyri, endüstrinin seçiminde de etkili olur. Endüstrinin değerlemesinde endüstrinin içinde bulunduğu evrenin incelenmesine de yer verilmelidir. Öncü ve durgunluk dönemlerindeki endüstrilerin yatırım için seçimi uygun olmaz.

Bundan sonra işletmenin değerlemesine sıra gelir. İşletmenin değerlemesinde önemli adım işletmenin gelirlerinin saptanmasıdır. Gelirlerden iki yoldan işletmenin hisse senetlerinin değerlemesinde yararlanılır. Birincisi, gelirlerden gelecek yıllarda kâr payı olarak dağıtılacak bölüm tahmin edilir ve bu gelecek kâr paylarının şimdiki değeri bulunur. Şimdiki değer hesaplanmasında uygulanacak iskonto oranı değerlemenin en önemli sorunudur. İkincisi, endüstri için ortalama bir fiyat-gelir katsayısı hesaplanır ve işletmenin gelirlerine bu katsayı uygulanarak hisse senetlerinin fiyatı hesaplanır. Hesaplanan fiyat, o hisse senedinin pazar fiyatından yüksek ise, olması gerekenden düşük fiyatlanmış; hesaplanan fiyat o hisse senedinin pazar fiyatından düşük ise olması gerekenden yüksek fiyatlanmış demektir.

Hisse senetlerinin fiyatlarının hesaplanmasında yararlanacağımız gelir rakamları çok önemlidir. Şirketlerin yayımladıkları finansal raporlardaki rakamlar ayarlamalar yapılmaksızın hesaplama işleri için kullanılmayabilir. Uygulanan amortisman, stok değerlendirme yöntemi gelirin miktarını etkileyebilir. Çalışma ile ilgili olmayan gelirin yüksekliği bir yıla ait gelirin yüksekliğine yol açabilir. Bunlar gözönünde tutularak analiz için gelire bazı katmalar veya çıkarmalar yapmak gerekir.

Bir hisse senedini yatırım yapılacak bir varlık olarak değerlemede dikkat edilecek başka ölçüler de vardır. Bu arada işletmenin yönetici kadrosu da gözden uzak tutulmamalıdır.