

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

**MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN  
FİRMA DEĞERİ TESPİTİNE ETKİSİ:  
BİST'TE BİR UYGULAMA  
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

Sevil OĞUZ

DANIŞMAN

Doç. Dr. Tolga ULUSOY

KASTAMONU - 2017

## TEZ ONAYI

Sevil OĞUZ tarafından hazırlanan "**Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: Bist'te Bir Uygulama**" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri üyeleri önünde savunulmuş ve **oy birliği / oy çokluğu** ile Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü **İşletme Anabilim Dalı**'nda **YÜKSEK LİSANS** olarak kabul edilmiştir.

Danışman

Doç. Dr. Tolga ULUSOY  
Kastamonu Üniversitesi

.....

Jüri Üyesi

Prof. Dr. Murat ERDOĞAN  
Kastamonu Üniversitesi

.....

Jüri Üyesi

Yrd. Doç. Dr. Mine HALİS  
Kocaeli Üniversitesi

.....

22/12/2017

Enstitü Müdürü

Prof. Dr. Duran AYDINÖZÜ

.....

## TAAHHÜTNAME

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını bildirir ve taahhüt ederim.



İmza

Sevil OĞUZ

## ÖZET

Yüksek Lisans Tez

MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN FİRMA DEĞERİ TESPİTİNE ETKİSİ:

BİST’TE BİR UYGULAMA

Sevil OĞUZ

Kastamonu Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Tolga ULUSOY

Bu çalışmanın amacı makroekonomik faktörlerin, firma değeri tespitine olan etkisinin incelenmesidir. Bu kapsamda değerlendirme kavramı, firma değeri tespit süreci ve değerlemede kullanılan genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri açıklandıktan sonra makroekonomik faktörlerin firma hisse senetleri ile olan ilişkisi incelenerek firma değeri tespiti için örnek bir uygulama yapılmıştır. Borsa İstanbul’da işlem gören bir firma seçilerek 2006: 01- 2016: 06 dönemini içeren verileri ile makroekonomik faktörler olan milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam düzeyi ve petrol fiyatlarının öncelikle firmanın hisse senetleri fiyatlarına olan etkisi Basit Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi ile incelenmiştir. İkinci olarak firma değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Değeri Yaklaşımı kapsamında yer alan Fiyat/Kazanç Oranı yöntemi kullanılarak yıllara göre firma değerleri tespit edilmiştir. Piyasa Değeri Yaklaşımı Borsa’da yer alan firmalar için fiyat karşılaştırma imkânı yaratmasından dolayı bu yaklaşımdaki yöntemler sektör ya da aynı sektör kolundaki firmaların karşılaştırılmasını sağlamaktadır. Yatırımcılar açısından verilerin kolay analiz edilebilir olması ve sonuçların daha kısa sürede elde edilebilir olması nedeniyle Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi tercih edilmiştir. Çalışma sonucunda firmanın hisse senedi fiyatları ile milli gelir, döviz kuru, para arzı ve istihdam arasında pozitif bir korelasyonun olduğu; enflasyon, faiz oranı ve petrol fiyatları arasında ise negatif korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Faktörlerin görece önem sırası; döviz kuru, para arzı, istihdam, milli gelir, petrol fiyatları, faiz oranı ve son olarak da enflasyondur. Milli gelir ve para arzının; döviz kuru, faiz oranı, petrol fiyatları, istihdam ve enflasyonun hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisinden daha fazla ve anlamlı olduğu anlaşılmıştır. Fiyat/Kazanç oranı yöntemine göre makroekonomik faktörlerin yanında firmanın finansal tabloları incelenerek yıllar itibarıyla 2008 yılının diğer yıllara göre olumsuz bir gelişim gösterdiği görülmüştür. Dolayısıyla yatırım yapmak isteyen yatırımcıya yönelik yapılan çalışmada ülkenin genel durumu ve makroekonomisine bakarak gelecekteki yatırımlarının daha kazançlı olması için yapacağı firma değeri tespitinde bu makro faktörleri göz önünde bulundurmalıdır. Firmanın bilanço ve gelir tablosu verileri ile geçmiş dönem finansal verileri değerlendirilerek yardımcı olurken, gelecek yılın tahmini firma değerlemesi de yapılabilir, dolayısıyla firma değeri yönteminin iyi seçilmesi gerekmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Değer, Firma Değeri, Hisse Senedi, Makroekonomik Faktörler, F/K Oranı,

2017,

**ABSTRACT****THE EFFECT OF MACROECONOMIC FACTORS ON THE DETERMINATION VALUE OF  
THE FIRM: AN APPLICATION IN İSTANBUL STOCK EXCHANGE**

Sevil OĞUZ

Kastamonu University

Institute for Social Science

Department of Business Administration

Supervisor: Assoc. Prof. Tolga ULUSOY

The aim of this study is to examine the effect of macroeconomic factors on firm value determination. In this context, after explaining valuation concept, firm value determination process, and generally accepted valuation methods used in valuation, the relationship between macroeconomic factors and firm's stock is examined and a sample application is made for firm value determination. Firstly, macroeconomic factors such as national income, inflation, interest rate, money supply, exchange rate, employment level and oil price effects on firm's stock prices have been researched a firm traded on the Istanbul Stock Exchange is selected and with the data including the period 2006: 01 - 2016: 06 by simple correlation and multiple regression analysis. Secondly, firm values is determined according to years by using the Price / Earning Ratio method which is one of Market Value Approach in the company valuation methods. Market Value Approach due to the price comparison creating opportunities for firms in exchange methods, this approach provides a comparison of companies in industry or the same sector arm. For the investors, the price / profit ratio method is preferred because the data can be easily analyzed and the results can be obtained in a shorter time. As a result of the study, it is concluded that the firm's stock prices are positively correlated with national income, exchange rate, money supply and employment, while there is a negative correlation between inflation, interest rate and oil prices. Relative importance of factors; exchange rate, money supply, employment, national income, oil prices, interest rate and finally inflation. National income and money supply are more significant than exchange rate, interest rate, oil prices, employment and inflation on the impact of firm's stock prices. In addition to the macroeconomic factors according to the Price / Earnings Ratio method, the financial statements of the firm have been observed to show a negative development in 2008 compared to the other years. Therefore, it should consider these macro factors in determining the value of the firm to make future investments more profitable based on the general situation of the country and macroeconomics in this study for the investor who wants to invest. While the firm's balance and income statement data and past financial statements are helpful in valuation, it is also possible to estimate the firm's value of the next year, so the firm's value method needs to be selected well.

**Key Words:** Value, Firm's Value, Firm stock, Macroeconomic Factors, F / K Ratio.

**2017,**

## ÖNSÖZ

Günümüzde firmaların halka arzlarıyla birlikte yatırımcılar ve yatırım yapmayı düşünen kişiler için firma hisse senetleri oldukça önem kazanmıştır. Kar elde etmek isteyen yatırımcı için öncelikle firma bilgileri ve finansal verileri incelenirken, firma değeri tespiti için ikinci planda kalan firmanın yer aldığı sektör ve ülkenin makroekonomik faktörleri göz ardı edilebilmektedir. Bu çalışmamın yatırımcılara yardımcı olması ve dikkatlerinin biraz daha firmanın dışına çıkılarak yatırımlarını bu makroekonomik faktörler ışığında değerlendirirken firma değer tespiti için seçilen değerlendirme yönteminin önemi üzerinde durulmuştur.

Tezimi hazırlarken merak ettiğim soruların cevaplarını bulmamda bana yardımcı olan, kıymetli bilgi, birikim ve tecrübeleri ile katkı sağlayan, aynı zamanda yüksek lisans eğitimim boyunca zamanını, anlayışını, sabrını ve desteğini esirgemeyen değerli danışman hocam Doç. Dr. Tolga ULUSOY' a teşekkürü bir borç bilirim. Bu süreçte yanımda olan ve beni canı gönülden destekleyen sevgili ailem; Annem Saliha OĞUZ' a, Babam İsmail OĞUZ' a ve yüksek lisans yapmamda beni cesaretlendiren, her fırsatta bana yardımcı olan Ablam Sibel OĞUZ HAÇAT' a, çok çok teşekkür ederim.

**Sevil OĞUZ**

**Kastamonu, Ekim, 2017**

## İÇİNDEKİLER

TAAHHÜTNAME.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	x
TABLolar DİZİNİ.....	xi
GRAFİK DİZİNİ.....	xii
KISALTMALAR.....	xiii
GİRİŞ.....	1
1.BÖLÜM.....	4
DEĞER, FİRMA DEĞERİ TESPİTİ VE YÖNTEMLERİ.....	4
1.1. Değer Kavramı.....	4
1.2. Değer İle İlgili Temel Kavramlar.....	5
1.2.1. Piyasa değeri (Market Value).....	5
1.2.2. Nominal Değer (Nominal Value).....	6
1.2.3. Defter Değeri (Book Value).....	6
1.2.4. İhraç Değeri (Export Value).....	7
1.2.5. Gerçek Değer (Actual Value).....	7
1.2.6. Tasfiye Değeri (Liquidation Value).....	8
1.2.7. İşleyen Teşebbüs Değeri (Operational Enterprise Value).....	8
1.3. Değerleme Kavramı.....	9
1.4. Firma Değeri Ve Önemi.....	10
1.4.1. Firmanın Amacı.....	10
1.4.2. Firma Değeri (Firm Value).....	11
1.4.3. Firma Değerinin Önemi.....	12
1.4.4. Yatırımcılar Açısından Firma Değerleme Süreci.....	13
1.5. Firma Değerinin Belirlenmesindeki Nedenler.....	14
1.5.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almalar.....	14
1.5.2. Halka Arzlar.....	15
1.5.3. Hisse Senedi Analizleri.....	16
1.5.4. Portföy Yönetimi.....	16
1.5.5. Özelleştirmeler.....	17

1.6. Firma Değerlemede Kullanılan Analizler .....	18
1.6.1. Temel Analiz .....	18
1.6.2. Teknik Analiz .....	19
1.6.3. Modern Yöntem .....	19
1.7. Uygun Değerleme Yönteminin Seçimi .....	19
1.8. Firma değerlendirme ile ilgili yaklaşımlar ve yaklaşımlara ait yöntemler .....	20
1.8.1. Aktif bazlı / Maliyet yaklaşımı ve kapsamındaki yöntemler .....	21
1.8.1.1. Defter Değeri Yöntemi (Book Value Method) .....	22
1.8.1.2. Tasfiye Değeri Yöntemi ( Liquidation Value Method) .....	22
1.8.1.3. Net Aktif Değeri Yöntemi (Net Active Value Method) .....	23
1.8.1.4. Yerine Koyma Değeri Yöntemi ( Replacement Value Method) .....	24
1.8.2. Piyasa Değeri Yaklaşımı ve Kapsamındaki Yöntemler .....	24
1.8.2.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi (Price / Earnings Ratio Method) .....	25
1.8.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi (Market Value / Book Value Ratio Method) .....	27
1.8.2.3. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi (Price / Cash Flow Ratio Method) .....	28
1.8.2.4. Firma Değeri /Satışlar Oranı Yöntemi (Firm Value / Sales Ratio Method) .....	28
1.8.2.5. Temettü Verimi Yöntemi (Dividend Yield Method) .....	29
1.8.3. Gelir Yaklaşımı ve Kapsamındaki Yöntemler .....	29
1.8.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Discounted Cash Flow Method) .....	30
1.8.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi (Discounted Dividend Method) .....	32
1.8.3.3. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (Economic Value Added Method) .....	33
2.BÖLÜM .....	34
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ .....	34
2.1. Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri İle İlişkisi .....	34
2.1.1- Milli gelir ve Firma değeri ilişkisi .....	35
2.1.2- Enflasyon ve Firma değeri ilişkisi .....	36
2.1.3- Faiz oranı ve Firma değeri ilişkisi .....	37
2.1.4- Para Arzı ve Firma değeri ilişkisi .....	38
2.1.5- Döviz Kuru ve Firma Değeri İlişkisi .....	39
2.1.6- İstihdam Düzeyi ve Firma Değeri İlişkisi .....	40
2.1.7- Petrol Fiyatları ve Firma Değeri İlişkisi .....	40
2.2. Makroekonomik Faktörlere İlişkin Firma Değeri İle İlgili Hisse Senedi Üzerine Yapılmış Çalışmalar .....	41

2.3.Firma Değerini Etkileyen Diğer Faktörler.....	49
2.3.1. Endüstri ile İlgili Faktörler .....	49
2.3.2. Firma İçi-Mikro Ekonomik Faktörler .....	52
2.3.2.1.Sermaye Yapısı (Capital Structure).....	52
2.3.2.2. Yasal Yapısı ve Kuruluş Yeri (Legal Structure and Place of Establishment)..	54
2.3.2.3. Yönetim Kadrosu (Management Team).....	54
2.3.2.4. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımı (Working Capital and Effective Use of Assets).....	55
2.3.2.5.Likidite Derecesi (Liquidity Degree) .....	55
2.3.2.6. Entelektüel Sermaye (Intellectual Capital) .....	56
2.3.2.7. Finansal Kaldıraç Derecesi (Degree of Financial Leverage) .....	57
2.3.2.8. Karpayı Dağıtım Politikaları (Profit Share Distribution Policies) .....	57
2.3.2.9. Temsil Teorisi ve Maliyetler (Representation Theory and Costs) .....	58
3.BÖLÜM .....	60
MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN FİRMA DEĞERİ TESPİTİNE İLİŞKİN BORSA İSTANBUL'DA YER ALAN BİR FİRMA ÜZERİNE UYGULAMASI.....	60
3.1. Araştırmanın Problemi .....	60
3.2. Araştırmanın Amacı .....	60
3.2.Firmanın Yer Aldığı Sektör Hakkında Genel Bilgiler.....	61
3.3.Firma hakkında Genel Bilgiler .....	63
3.3.1.Firmanın Kuruluş Amacı ve Faaliyet Alanı.....	64
3.3.2.Firmanın Mevcut Finansal Durumu.....	66
3.4.Değerlemede Kullanılan Benzer Firmaların Genel Bilgileri.....	68
3.4.1. Tat Gıda Sanayi A.Ş. ....	68
3.4.2. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ....	69
3.4.3. Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.....	70
3.4.4. Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.....	71
3.4.5. Pınar Su A.Ş.....	72
3.5.Türkiye’de Makroekonomik Faktörlerin Yıllar İtibariyle Pınar Süt Firmasına Etkisi ...	73
3.6. Yöntem ve Veriler .....	87
3.7.Analiz.....	99
3.7.1. Makro Ekonomik Faktörlerin Pınar Süt A.Ş Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Basit Korelasyon ve Çoklu Regresyon Analizi ile İncelenmesi .....	99
3.7.2. Pınar Süt A.Ş. Yıllar İtibariyle F/K Oranı Yöntemi İle Firma Değerlemesi .....	102

3.8. Sonuç ve Değerlendirme .....	110
KAYNAKLAR.....	114
EKLER .....	122
EK 1: PINAR SÜT MAMÜLLERİ SANAYİİ A.Ş. FİNANSAL VERİLERİ .....	122
EK 2: ÇALIŞMADA KULLANILAN MAKROEKONOMİK VERİLER .....	127
EK-3: PINAR SÜT FİRMASININ FİRMA DEĞERLEME VE GIDA SEKTÖRÜNDEN SEÇİLEN FİRMALARIN F/K ORANININ ORTALAMALARININ HESAPLAMA VERİLERİ.....	133
ÖZGEÇMİŞ .....	138



## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Firma değerinin belirlenmesindeki nedenler.....	14
Şekil 2. Portföy yönetiminde yatırımcılar .....	17
Şekil 3. Değerlemede kullanılan analiz yöntemler.....	18
Şekil 4. Değerleme yaklaşımları .....	21
Şekil 5. Makroekonomik faktörlerin firma değerine etkisi .....	35
Şekil 6. Firma değerini etkileyen firma içi faktörler .....	52



## TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. Firmanın ortaklık yapısı .....	63
Tablo 2. Pınar süt firmasının genel bilgileri .....	63
Tablo 3. Pınar süt firmasının gelir tablosu ve bilanço rasyoları.....	66
Tablo 4. Pınar süt firmasının 2016 -3ç   özet gelir tablosu.....	67
Tablo 5. Çalışma için seçilen benzer firmalar .....	68
Tablo 6. Tat gıda firmasının genel bilgileri.....	69
Tablo 7. Ülker firmasının genel bilgileri.....	70
Tablo 8. Ersu firmasının genel bilgileri .....	71
Tablo 9. Kristal kola firmasının genel bilgileri .....	72
Tablo 10. Pınar Su Firmasının Genel Bilgileri.....	72
Tablo 11. İki değişken arasında korelasyon yorumu.....	88
Tablo 12. Pınar süt firmasının hisse senedinin günlük kapanış fiyatları 3 aylık ortalamaları .	90
Tablo 13. 2006: 01-2016: 06 dönemine ilişkin makroekonomik faktörlerin verileri.....	92
Tablo 14. 2006: 01-2016: 06 dönemine ilişkin pınar süt firmasının değerlendirme verileri.....	93
Tablo 15. Tat gıda firmasının yıllara göre değerlendirme verileri .....	94
Tablo 16. Ülker firmasının yıllara göre değerlendirme verileri .....	95
Tablo 17. Ersu firmasının yıllara göre değerlendirme verileri .....	96
Tablo 18. Kristal kola firmasının yıllara göre değerlendirme verileri.....	97
Tablo 19. Pınar su firmasının yıllara göre değerlendirme verileri.....	98
Tablo 20. Makroekonomik faktörlerin pınar süt hisse senetlerine olan etkisine ilişkin korelasyon değerlendirmesi.....	99
Tablo 21. Çoklu regresyon analiz sonuçları 1 .....	101
Tablo 22. Çoklu regresyon analiz sonuçları 2 .....	102
Tablo 23. Pınar süt firmasının hisse senetlerinin yıllara göre f/k oranı yöntemi ile hesaplanması .....	104
Tablo 24. Yıllara göre benzer firmaların f/k oranı ortalaması .....	105
Tablo 25. Pınar süt a.ş. yıllar itibariyle f/k oranı yöntemi ile tahmini firma değerlemesi .....	107

**GRAFİK DİZİNİ**

Grafik 1. Pınar süt firmasının hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları .....	91
Grafik 2. 31 Aralık itibariyle hisse senedi kapanış fiyatları .....	94
Grafik 3. Pınar süt firmasının f/k oranının yıllara göre değişimi .....	105
Grafik 4. Bütün firmaların yıllar itibariyle F/K oranı .....	106



**KISALTMALAR**

- AIMR: Association for Investment Management and Research (Yatırım Yönetim ve Araştırma Birliği)
- BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- BİST: Borsa İstanbul
- EVDS: TC Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
- FED: Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
- F/K: Fiyat/Kazanç
- F/NA: Fiyat/Nakit Akımı
- GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
- GSYH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
- HSP: Hisse Senetleri Piyasası
- İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları
- İTO: İstanbul Ticaret Odası
- IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
- KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformu
- OPEC: Organization of the Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)
- ÖTV: Özel Tüketim Vergisi
- SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
- SPSS: Statistical Package For The Social Sciences (Sosyal Bilimler İçin İstatistik Paketi)
- TCMB: TC Merkez Bankası
- TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
- TRFS: Türkiye Finansal Raporlama Standardı
- TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
- TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi
- TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu
- USK: Ulusal Süt Konseyi
- ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

Ülke ekonomilerinde sürdürülebilir büyümenin sağlanması için, mevcut sermaye ile gelecekte büyüyeceğine inanılan firmaların hisse senedi gibi benzer borçlandırma araçlarını kullanması büyük bir önem arz etmektedir. Sermayesini bu şekilde değerlendirebilen ülkeler güçlü bir ekonomiye ve refah düzeyi yüksek toplumlara ulaşmışlardır. Ülkemize olan sermaye girişinin artması, faiz oranlarının düşmesi ve yatırımların artması hem finans sektöründe bir canlanma, hem de reel sektör yatırımlarında alternatiflerin artmasını sağlamıştır. Bu yatırım alternatifleriyle maksimum getiriye ulaşmanın yolu; reel sektör projelerinin artırılması ya da sermaye ve para piyasalarında, yatırım araçlarının doğru ve iyi bir şekilde değerlendirilmesiyle olmaktadır. Sermayenin bu şekilde değerlendirildiği ve firmalara yönlendirilmiş olması hususunda değerlendirme konusu önemli hale gelmiştir (Konuk, 2006:1).

İçinde bulunulan toplumun yapısına, kültürüne ve zamanına göre değişiklik ifade eden değer, bir objenin taşıdığı itibar olarak tanımlanmaktadır. Değerleme denildiğinde ise, varlığın değeri belirlenirken ele alınan faaliyetlerin tamamını oluşturmaktadır. Finans alanında önemli yere sahip olan firma değerlemesi, firmayı ilgilendiren her türlü faaliyet, karar ve elde edilen bilgiler sonucu firma değerine ulaştıran firmanın uygun piyasa fiyatının saptanmasıdır. (Chambers, 2009:1-2).

Firmalarda değer odaklı yönetim anlayışının artması son yıllarda kar odaklı yönetim anlayışının terkedilmesine sebep olurken, firma değerlemesinin önemi de oldukça artmıştır. Firma birleşmeleri, firma devralmaları, halka açılma ve temettü dağıtımı gibi nedenlerle firma değer tespiti ihtiyacı oluşmuştur (Karakoca, 2011:1). Yatırımcılar ve firma ile ilişki içinde olan finans kuruluşları, firma hakkında değer tespitinin belirlenmesini istemektedirler. Firma değerinin belirlenmesinde birçok yöntem mevcuttur (Küçükaraba, 2012: 1). Yatırımcılar tarafından yaygın olarak kullanılan ve güvenilirlik açısından kabul görmüş değerlendirme yöntemlerine yer verilmiştir.

Bir ülkede fonların ödünç verenlerden ödünç alanlara aktarımını sağlayan sermaye piyasası ve bu alanda rol oynayan borsa; modern piyasa ve ülke ekonomisinin en önemli gücünden biridir. Makroekonomik faktörlerdeki ve beklentilerde meydana gelen değişimler borsa getirilerini önemli ölçüde değiştirmektedir. Borsanın gücünü ve canlılığını etkileyen çeşitli unsurlar söz konusudur. Bunlar; döviz kurları, yabancı döviz rezervleri, ticaret dengesi, para politikası, petrol fiyatları vb. şeklinde sıralanmaktadır ( Albayrak vd., 2012: 2). Sahiplerine ortaklık hakkı sağlayan hisse senetleri, sermaye piyasalarında işlem hacminin artmasıyla birlikte hisse senedi değerinde ortaya çıkan değişiklikler yakından takip edilmeye başlanmıştır. Hisse senedi değeri, ülkedeki konjonktürel durum ve küresel ekonomide meydana gelen değişiklikler ile beraber makro ve mikro faktörlerin de etkisinde kalmaktadır (Kar, 2012: 2). Ancak yatırımcılar ve yatırım yapmayı düşünen kişiler, firmaların hisse senedi alımlarına karar verirken öncelikle finansal tablolarına bakarak yatırım kararı vermekte, ekonomiye etki eden faktörleri ikinci plana atmaktadırlar. Dolayısıyla firmaların yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilediği düşünülen bu faktörlerin hisse senetlerine etkisinin olup olmadığı ayrıca firma değerlemesi yapmak isteyen yatırımcı için bu makroekonomik faktörlerin firma değerlemesine etkisinin olup olmadığının araştırılması yatırımcılar açısından önemli hale gelmektedir.

Firmaya ait hisse senetleri firma faaliyetlerine göre yatırımcılar tarafından önerilen fiyat ve seçilen yöntem ile sermaye piyasasında değerlendirilmektedir. Firma yöneticileri aldıkları yatırım ve faaliyet kararları ile firma değerini etkileyecek olumlu işler yaptığında; yatırımcıların onların performansını değerlendirdiğini, hisse senedi fiyatlarına yansıtıklarını düşünmektedirler. Bu uzun dönemde doğru olurken, kısa vadede firma yöneticileri ve yatırımcılarının sahip olduğu bilgi değişiklikleri yüzünden, firma hisse senetleri aşırı veya düşük değer alabilmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 49). Hisse senedindeki değişimler firmanın mevcut değerini, ekonomiye etkisini ve geleceğe yönelik beklentilerini büyük ölçüde değiştirmektedir. Örneğin ülkemizde meydana gelen 2001 krizi o dönemde tüketimi azaltmıştır. Dolayısıyla firmalar satışlarını ve karlılıklarını kısma, kriz önlemleri alma yoluna gitmiştir. Bu durum ise firmayı olumsuz etkileyerek gerek satışları gerek karını çok fazla etkilemiş ve firma değerini düşürmüştür (Arkan, 2010: 64-65).

Çalışmanın birinci bölümünde, değer kavramı ve değerlemenin önemi, firma değeri, firma değer tespit süreci ve firma değerlemenin önemi, firma değerinin belirlenmesindeki nedenler, firma değerlemesinde kullanılan analizler, değerlendirme yaklaşımları ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerine yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, makroekonomik faktörlerin firma değeri ile olan ilişkisine, makro faktörler olarak araştırmada seçilen; milli gelir, para arzı, döviz kuru, enflasyon oranı, faiz oranı, istihdam ve petrol fiyatlarına yer verilerek, daha önce bu konu üzerine yapılan çalışmalar genel olarak incelenmiş, firmayı etkileyen diğer faktörler hakkında kısaca bilgi verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise Borsa İstanbul (BİST)'da gıda sektöründe yer alan bir firmanın hisse senetleri ele alınarak bir uygulama yapılmıştır. Öncelikle firma hisse senedine etki eden makroekonomik faktörlerin etkisinin yönü ve kuvveti araştırılmıştır. Bunun için basit korelasyon ve çoklu regresyon analizi yapılmıştır. İkinci aşama olarak firma değer tespiti için genel kabul görmüş yöntemlerden piyasa değeri bazlı yaklaşım olan Fiyat/Kazanç Oranı yöntemi kullanılarak firma değeri hesaplanmaya çalışılmıştır. 2006: 01-2016: 06 dönemi firma finansal bilgilere ve firma hakkında genel bilgilere yer verilerek, bu dönemlerde makroekonomik faktörlerin firma değer tespitine etkisinin ne olduğu sonucuna ulaşılmak istenmiştir.

## 1.BÖLÜM

### DEĞER, FİRMA DEĞERİ TESPİTİ VE YÖNTEMLERİ

#### 1.1. Değer Kavramı

Değer (Value), varlıkların önemini, varlıkların taşıdığı itibarı ifade eden bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Geçmişten günümüze pek çok araştırmalara konu olmuş ve tanımlanmaya çalışılmıştır. Bu sayede değer topluma, zamana, kültürel yapılara, toplumsal gelişmelere göre farklı görüşler içerdiği bilinmektedir

Değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda olurken, kullanım değeri ise bir nesnenin el değiştirmesi sonucunda elde edilen miktar olarak ifade edilmektedir (Akyüz ve Ertel, 1990; 60-65). Başka bir ifadeyle değer, bir varlığın, düşüncenin veya hizmetin taşıdığı faydalı araçtır (Gage, 1969; 15).

Değer, objektif ve sübjektif olarak ikiye ayrılmaktadır. Kişiden kişiye değişebilen, kişilerin arzularına, tercihlerine göre farklılık arz etmesi; sübjektif değer olarak ifade edilmektedir. Örneğin, firmanın rakip firmaya karşı malını normalin üzerinde değer vererek satmaya karar vermesidir. Objektif değer ise, içerisinde maliyet ve fayda gibi unsurları barındıran değerdir (Konuk, 2006; 3-4).

Değer kavramı, fiyat kavramın da beraberinde getirmektedir. Birbirine yakın terimler olup aslında aralarında çok önemli bir farklılık yer almaktadır. Burada açıklamamızın sebebi değerlendirme alanında çoğu kişinin değer ile fiyatı karıştırması neticesinde yanlış bilgiler elde edebilmesidir. Dolayısıyla, değer, satın alınmaya karar verilen bir malın, arz ve talep edenler tarafından belirlenecek olan fiyatı ifade eden iktisadi bir kavram iken, fiyat ise bir mal için teklif edilen, arzulanan veya ödenmek istenen miktar olup, arz ve talep edenler açısından değer göreceli ifadesi denilmektedir (Chambers, 2009: 5).

## 1.2. Değer İle İlgili Temel Kavramlar

Bir varlığın değeri, alıcılar ve satıcılar açısından farklılık gösterebilmektedir. Satıcılar için firmanın bulunduğu piyasa koşulları veya teknoloji gibi unsurlar değeri etkilerken, alıcılar için ise malın süresi, kullanımı, faydası gibi unsurlar değere eklenmektedir. Bu yüzden çalışmada değer kavramı ile ilgili günümüzde en sık kullanılan kavramlara yer verilmiştir.

### 1.2.1. Piyasa değeri (Market Value)

Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK), Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’inde piyasa değeri (Pazar değeri) “Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız, istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır” şeklinde tanımlanmaktadır (SPK, 2017).

SPK tarafından makul değer şeklinde de ifade edilen pazar değeri, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu ve Finansal Muhasebe Standartları Kurulu tarafından gerçeğe uygun değer kavramı ile ifade edilmektedir. Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu yorumlarında ise makul değer ile gerçeğe uygun değer birlikte kullanıldığı, 2006 yılında yayınlanan Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına göre kavram olarak sadece gerçeğe uygun değer ifadesi kullanılmaya başlanmıştır. Makul değer ise, belirli durumlar gerçeğe uygun değeri belirlemeye yönelik bir değer olduğu açıklanmıştır. Standardın birçok yerinde makul değer, gerçeğe uygun değerle aynı anlama geldiği izlenimi vermekle birlikte, makul değer gerçeğe uygun değer belirlenmesinde bir ölçüt olarak ifade edildiği anlaşılmaktadır. Gerçeğe uygun değer belirlenmesinde, öncelikle ilgili varlığın piyasa fiyatı esas alınmakta, bu piyasa fiyatına ulaşılmaması durumunda, gerçeğe uygun değer benzer kalemlerin piyasa fiyatı üzerinden hesaplanmakta ve son olarak piyasa fiyatının güvenilir olmaması durumunda ise değer; net bugünkü değer, opsiyon fiyatlaması ve benzeri yöntemler kullanılarak belirlenebileceği ifade

edilmektedir (Deran ve Aktaş, 2006, 154-162). Dolayısıyla Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS 13, mad.9 )’nda bu değer; “gerçeğe uygun değer olarak piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat” olarak tanımlanmaktadır. Çalışma kapsamında piyasa değerinden yola çıkılarak gerçeğe uygun değer kullanılmıştır.

Borsa değeri olarak da adlandırılan pazar değeri hisse senetleri açısından en objektif değeri ifade etmektedir. Piyasalara göre şekillenebilen piyasa değeri, piyasanın zayıf olduğu veya güçlü olduğu dönemlerde hisse senedinin gerçekte elde ettiği değerinden fazla ya da az olabilmektedir (Kalaycı vd., 2006: 616).

### **1.2.2. Nominal Değer (Nominal Value)**

Genel itibariyle hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan değer olarak bilinir ve diğer menkul değerlerinde üzerinde yazılı olan değeri ifade etmektedir. Daha çok muhasebe işlemlerinin kayıt altına alınması ve hisse başına düşen kar payı hesaplamalarında kullanılmaktadır (Karakoca, 2011: 4). Nominal değer, piyasa değeri gibi arz ve talebe göre değişebilir etkileri içermemektedir (Seyidoğlu, 2002: 510).

### **1.2.3. Defter Değeri (Book Value)**

Defter değeri, bir firmanın toplam borçlar ile toplam varlıklar arasındaki farkı olup, aynı zamanda firmanın öz sermayesini ifade etmektedir. Firma bilançosunda yer alan öz sermayesinin dolaşımda olan hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse senedinin defter değerine ulaşılmaktadır. Kayıtlı değerden farklı olup, bu değer piyasa değerinden de küçüktür (Chambers, 2009: 208).

Defter değeri, firmanın geçmişte nasıl bir durumda olduğu hakkında bilgi vermektedir. Ancak firma değeri tespitinde çok fazla rolü yoktur. Nedeni, firmanın defter değerinin bugünkü değerleriyle ilişkisinin zayıf olmasıdır. Defter değerinin olumsuz bir yönünü belirtecek olursak, firmaların kullandıkları muhasebe yöntemleriyle farklılaşabilmesidir. Konjonktürel dalgalanmalardan etkilenebileceği gibi, deflasyonist dönemlerde değer artarken, enflasyonist dönemlerde firmanın

defter değeri daha düşük olabilmektedir (Ertuğrul, 2008: 148).Firmanın defter değerinin düşüklüğü o firmaya duyulan ilgi ve güvenin azalacağı gösterirken, bu durum hisse senedi piyasa değerini etkileyecek ve düşmesine neden olabilecektir. Dolayısıyla yatırımcılar ve firma yöneticileri pek fazla defter değeriyle ilgilenmemektedir. Ayrıca defter değeri hesaplarında tarih sırası önemli olup, en son yayınlanan finansal tablolar dikkate alınmalıdır (Ercan ve Ban, 2008: 118).

#### **1.2.4. İhraç Değeri (Export Value)**

Hisse senetleri firmanın öz sermayesini temsil ettiğinden, bu hisse senetlerinin piyasaya girmesi yani firma tarafından çıkarımını ifade etmektedir. Hisse senetleri genel olarak nominal değere eşittir ancak piyasadaki talebe göre de primli şekilde satılmaktadır. İhraç değeri, piyasa talebiyle ilişkili olduğundan aslında gelecek dönemdeki piyasa fiyatının belirlenmesini sağlamaktadır (Karakoca, 2011: 4). Nominal değer altında veya üstünde işlem gören firmalar, tezgah üstü ve organize piyasalarda nominal değer üzerinde ihraç fiyatı kararı alabilmektedir. Ancak nominal değer altında bir fiyatla hisse senetleri ihraç edilememektedir(Gürbüz ve Ergincan, 2008: 13).

#### **1.2.5. Gerçek Değer (Actual Value)**

Firmanın iç faktörleri olarak bilinen; firmanın varlıkları, karlılık durumu, gelir getirici yatırımları gibi etkenler dikkate alınırken, bunların yanında firma dışı faktörler olan sektör bilgisi, ekonomik veriler gibi bilgilerle gerçek değer belirlenmektedir. Firma açısından dış faktörlerde iç faktörler kadar gelir elde edilmesinde önemli paya sahiptir. Gerçek değer, firmanın işleyen bir teşebbüs olarak değerinin spesifik ölçülerinden birini oluşturmaktadır (Ertuğrul, 2008: 150). Gerçek değer, yatırımcı tarafından firmanın iç ve dış faktörlerini değerlendirerek varlıkla ilgili doğru ya da gerçek değer şeklinde düşündüğü miktardır. Diğer yatırımcılarda bu varsayımı desteklediği takdir de bu değer piyasa değeri haline gelmektedir (Sipahi vd. 2011: 5)

Başka bir ifadeyle genel kabul görmüş gerçek değer bulunması, firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımları ve kar payları bugünkü değere ulaşıp,

toplanmasıyla elde edilmektedir. Nakit akımlarına ilişkin riski ve nakit akımın büyüme oranını içeren iskonto oranı, önemli ölçüde gerçek değeri etkilemektedir (İvgen, 2003: 25).

### **1.2.6. Tasfiye Değeri (Liquidation Value)**

Firmalar çeşitli nedenlerden dolayı faaliyet durdurma kararı alabilmektedir. Böyle durumlarda öncelikle firma, sahip olduğu bütün varlıklarının satışını yapmak zorunda kalır. Elde edilen gelir önce borç alınan firma ve kişilere ödeme ve vergi payları ödenmesi gerçekleştirilmektedir. Daha sonra hissedarlara ait ödemelere geçilir. Yapılan tüm ödemelerden sonra elde kalan kısım tasfiye değerini oluşturur. Likidasyon değeri olarak da bilinmektedir. Yani firmaya verilen minimum değerdir. Bu değer defter değerinin üzerinde olmaktadır. Nedeni ise, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değerine önem verilmesi iken, defter değerinde geçmiş maliyetler göz önünde bulundurulmaktadır (Chambers, 2009: 209-210). Diğer taraftan firmanın piyasa değeri ise tasfiye değerinin üzerinde olmalıdır. Çünkü tasfiye değeri cari piyasa değerlerini dikkate alarak söz konusu piyasa değerinin oluşumunu da sağlamaktadır. Piyasa değeri tasfiye değerinin altında olması durumunda firma likidite edilerek gelir artışı imkânı oluşacağı için hisse senedi alımında da artış yaşanacaktır (Sarıkamış, 2000: 227). Ayrıca tasfiyenin zorunlu mu yoksa isteğe bağlı mı gelişeceği tasfiye değerini etkilemektedir. İşletmenin işleyen teşebbüs olması nedeniyle değer unsurlarını içermediğinden işletmenin değeri için önemsenmeyecektir (Ertuğrul, 2008: 149).

### **1.2.7. İşleyen Teşebbüs Değeri (Operational Enterprise Value)**

İşletmenin varlığının faaliyetine devamı sırasında satılarak elde edilen gelire işleyen teşebbüs değeri denir. Firma varlıklarının bütünü elden çıkaracaktır. Bu kapsamda tasfiye değerinden ayrılarak, tasfiye değerinde olan, varlıkların parçalar halinde elden çıkarılması durumu mümkün değildir (Ercan vd. 2003: 4). İşletme değeri olarak kabul edilen bu değer, maddi ve manevi tüm değerden borçların düşürülmesi ile bulunmaktadır. Ayrıca bu değere varlıkların cari piyasa değeri, firmanın itibarı, piyasadaki payı, markasının piyasadaki durumu gibi değerlerde

eklenmektedir. Yatırımcıları yakından ilgilendiren bu değer, yatırımcı için en yüksek olası değeri vermektedir. Dolayısıyla yatırımın beklenen değerini hakkında bilgi vermek amacıyla tercih edilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 14).

### 1.3. Değerleme Kavramı

Değerleme (Valuation), firmanın karlılık, risk, işletme değeri gibi olgularını içeren değer belirlenmesindeki olguların bütünüdür (Alkan ve Demireli, 2007: 28). Değerleme faaliyetleri, varlığın değerinin tespit edilmesidir. Aslında yapılan varlığın toplam aktiflerinin değerinin tahmini ve takdiridir. Değerleme sayesinde gelecekte güçlü konumda olan sektörün içindeki en iyi firmaları tespit etmek amaçlanmaktadır. Bu kapsamda değerlendirme çalışmaları yapılmakta, çeşitli teknikler geliştirilmektedir. Değer maksimizasyonu düşünen firmalar bu hedefe ulaşmak için bu araçlardan yararlanmak durumundadır. Firmaya yatırım yapmayı düşünen yatırımcı, yapacakları yatırımın getirilerini, faydasını bilmek amacıyla değerlendirme çalışmalarına ihtiyaç duymaktadır. Benzer şekilde firmalarda yapacakları işlemler, satın almalar, varlığı en iyi fiyatla elden çıkarma gibi işlemleri için değer tespitine ve değerlendirme çalışmalarına başvuracaktır. Dolayısıyla değerlendirme olgusu, firma kararları ve yatırımcı ilişkileri ile yakından ilgilidir (Chambers, 2009: 6-8).

Değerlemeden sonraki işlem fiyat belirlenmesi firmaların değerlendirme çalışmaları sonucunda vardıkları kararı göstermektedir; tam rekabetçi piyasalarda arz talebe göre belirlenirken, planlı ekonomilerde ise belirli bir yönetim tarafından oluşturulmaktadır. Fiyat belirlenmesi yapılırken, varlığın piyasadaki değerinin para ile tahmin edilmesidir şeklinde açıklanmaktadır. Tam rekabetçi piyasa koşullarında fiyat ile değer aynı ifadeyi verecektir, çünkü firma kararları göz önüne alınmaktadır. Ancak firma değerlemeyi düşük veya yüksek fiyatlayabileceği gibi, doğru değerlendirme yapıp yanlış fiyatlamada da bulunabilmektedir. Firma değerinin doğru bir şekilde tespitini ve fiyatlaması mümkünken, yanlış zamanda ve yerde satış için pazarlama sıkıntıları oluşabilmektedir. Örnek olarak, borsa endeksinin düşme eğilimi gösterdiği zamanda hisse senedi halka arz edilmişse, senedin piyasa fiyatının arz fiyatının altında olması durumunda; o hisse senedinin yüksek değerlendirildiği veya

fiyatlandırıldığı anlamına gelmeyeceği ya da tersi durumun söz konusu olması muhtemel sonuçlar arasındadır (Yazıcı, 1997: 7).

Sonuç itibariyle değerlendirme firmaların değer maksimizasyonu gerçekleştirmesi bakımından önemli olmakta ve iki temele dayanarak değerlendirme gerçekleştirilmektedir.

Değerlemenin birinci dayanağı; etkin olmayan bir piyasa yapısının olması ve değer hesaplamalarında yanlışların var olduğu ve bu yapının, etkisizliği düzeltilmesi durumudur.

Değerlemenin ikinci dayanağı ise, etkin piyasaların söz konusu olduğu ve piyasa koşullarının ne kadarının gerçekleştirilebildiği, değer tahmininde en iyi sonucun piyasa fiyatı olmasıdır. Değerlemenin amacı bu değer doğruluğunu ortaya koymak, firmayı en iyi sonuçlara ulaştırmak olmalıdır (Tevfik, 2005: 4).

## **1.4. Firma Değeri Ve Önemi**

### **1.4.1. Firmanın Amacı**

Ekonomik faaliyetlerin temelinde, insanların doğrudan veya dolaylı olarak ihtiyaçlarının giderilmesi felsefesi yer almaktadır. Dolayısıyla işletmelerde emek, sermaye, teknoloji gibi birtakım faktörleri bir araya getirerek, mal ve hizmet üretimine yönelik, toplumsal ekonomik, teknik amaçlara ulaşmak için oluşturulan birimlerdir. İşletmelerin en genel amaçlarının başında uzun dönemde kar elde etmek, varlığının devamını sağlamak, kontrollü büyümeyi gerçekleştirmek ve topluma fayda sağlamak anlamında sosyal sorumluluk şeklinde ifade edilmektedir (Türk, 2013:1). Özel amaçlar kapsamında ise firma satış gelirlerinin artırılması, istihdam sağlama, kaliteli mal ve hizmet sunumu gibi firmanın türüne, hissedarına göre değişebilen amaçları gösterilebilmektedir (Can vd., 2000: 14-19).

Globalleşme süreci 1980'lerden sonra yoğun olarak yaşanmaya başlamış ve teknolojik gelişmelerle devam eden süreç, "bilgi ekonomisi" şeklinde adlandırılarak, kendini sürekli olarak yenileyen ekonomik yapıyı geliştirmiştir. Bu yenilikler ile

birlikte yeni bir firma profili oluşmuş, yönetici ve hissedarların davranışları ise değişmeye başlamıştır. Bu yenileşme süreci, firmaların varlık yapılarını, faaliyetleri etkileyerek, maddi varlıklar yanında maddi olmayan varlıklarında önemini artırmıştır. Beyin gücü, bilgi yönetimi gibi entektüel sermayeye dikkat çekilmiş, dolayısıyla değere yönelik bakış açısı da değişmeye başlamıştır (Ercan vd. 2006: 2). Firmanın amacı son zamanlarda değere yönelik olmuş ve firmanın net bugünkü değerini hissedarlar açısından maksimum kılma olarak ifade edilmiştir. Bu kapsamda firmaların amaçları ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmekte, yeni tanımlamalar getirilmektedir. Örneğin, kıta Avrupası'nda ve Japonya'da tüketicilerin, çalışanların, hükümetlerin çıkarları ve toplumun çıkarı olurken Amerika'da firma değerini maksimum yapmaktır (Üreten ve Ercan, 2000: 2).

Firmalar, amaçlarının gerçekleştirilmesi için firma değeri üzerinde durmakta ve bu yöndeki çalışmalar neticesinde firma değerinin tespiti ön plana çıkmaktadır.

#### **1.4.2. Firma Değeri (Firm Value)**

Firma değeri, firmaların faaliyete geçtikleri andan itibaren gelişen, mal ve hizmetlerin kalitesini, firma yönetim sistemini, müşteri memnuniyetini içeren, firma içinden ve dışından sağlanan ilişkilerin dikkate alındığı, ekonominin ve sektörün genel durumuna göre şekillenen; bu unsurlardan etkilenecek meydana gelen bir kavram olmuştur. Firma değerinin belirlenmesinde bireysel ve kurumsal yatırımcılar, firma değeri konusunda bilgi sahibi olmak isterler, en iyi bilgi veriminin kullanması firma değeri için önemlidir. O yüzden maddi unsurların yanında maddi olmayan unsurlarında önem kazandığı bilinmektedir (Düzer, 2008: 26).

Firma değeri için farklı amaçlara yönelik birçok değer tanımı yapılmakta, ancak finans açısından bakıldığında önemli olan değer kavramı, firmanın uygun piyasa değeri olduğu anlaşılmaktadır. Piyasa değeri daha öncede açıklandığı üzere; varlıkların değerini etkileyebilecek, zorlayıcı bir etki olmadan, istekli alıcı ve satıcı arasında değiş tokuşun yapıldığı fiyattır. Buradaki varlık firmanın kendisidir. Diğer yandan tasfiye değeri gibi, farklı bir amaçla kullanılan firma değeri burada varlığın uygun piyasa değeri olarak kullanılmamaktadır (Ertuğrul, 2008: 147). Firma

değerine, gelecekte nakit yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu da dahil edildiğinden, nakit yaratabilen firma bir değer ifade etmektedir. Tahminler yapılarak belirlenmeye çalışılan firma değeri, paranın zaman değeri önemli olduğu için; nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunarak da değerlendirilmektedir (Chambers, 2009: 14).

### 1.4.3. Firma Değerinin Önemi

Firma değeri ile firmanın gelecekte elde etmeyi istediği gelir ve beraberinde riski kontrol altına alma durumu ön plana çıkmaktadır. Firmanın alacağı kararlar, gelir akışının büyüklüğünü etkileyerek gelecekte ne olacağını belirlerken, riskin derecesini de etkilemektedir. Firma daha çok piyasa değerini oluşturan kararlar ve faaliyetlere önem vermektedir. Belirlenen bu kararlar ve politikalar firmanın değerini; faaliyette bulunacağı endüstri kolu, kullandığı makine ve araçların niteliği, sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesini, gerçekleştireceği yatırım projeleri, kullandığı teknoloji, kuruluş yeri seçimi gibi etmenler karlılığı etkileyerek firmanın piyasa değeri etkilemektedir (Akgüç, 1998: 9). Dolayısıyla firmaların günümüzde amacının kar maksimizasyonu olduğu bilindiğine göre, firma ile ilgilenen yatırımcılar firma değerini bilmek konusundaki merakını artırmıştır (Temizer, 2015: 40).

Firmalar için sermayenin yatırımcı kitlesine yayılması gerekir, aksi halde halka açık bilgilere talep fazla değildir. Söz konusu durum sermaye piyasasının etkin olmasını ve verimli alanlara yönelmesini engelleyecektir. Ayrıca firma değerini artırıcı çaba ve politikalar, firma yöneticileri üzerinde çok fazla zorlayıcı etki yaratamayacaktır. Bundan dolayı firmanın piyasa değeri yatırımcılar açısından önemsiz bir gösterge olarak algılanacaktır. Bir başka açıdan ise firmanın hisse senedini piyasadan satın alınamaması neticesinde piyasanın firma üzerinde değer yaratması için oluşan baskı ortadan kalkacaktır (Copeland vd., 1996: 3'ten aktaran Üreten ve Ercan, 2000: 6)

Firmanın paydaşları ya da firma üzerine yatırım kararı almayı düşünen yatırımcılar açısından kendilerine sağlayacakları faydadan ötürü firma değerinin

bilinmesi önemli olduğu gibi, firmalarda bazı durumlarda, karar almalarında, politika uygulamada varlıkların gerçek değerinin tespit edilmesine ihtiyaç duymaktadır. Firma değerinin belirlenmesinde yer alan nedenlerin bilinmesi de bu açıdan yatırımcı ve firma yönetimini yakından ilgilendirmektedir. Firma değerinin belirlenmesindeki nedenler; firma birleşmeleri ve satın almalar, halka arzlar, hisse senedi analizleri, portföy yönetimi, firmalarda stratejik karar alım süreçleri, özelleştirmeler şeklinde karşımıza çıkmaktadır (Tevfik, 2005: 6; Chambers, 2009: 8-14).

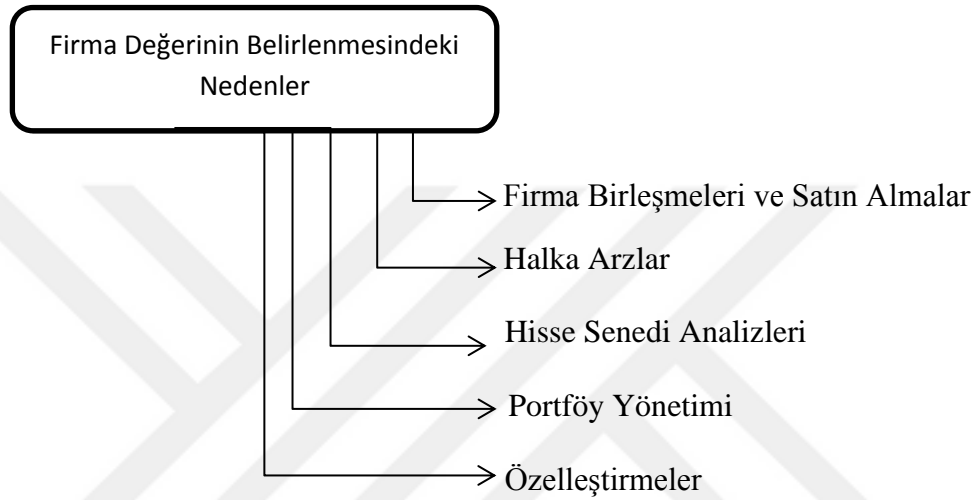
#### **1.4.4. Yatırımcılar Açısından Firma Değerleme Süreci**

Firma değerlendirme süreci, yatırımcıların firma değerinin tespitinde izlemesi gereken aşamaları ifade etmektedir. Bu aşamalar( Stowe vd., 2007:6'dan aktaran Küçükcaraba, 2012: 80-81);

1. Aşama: Firma yapısı ve özellikleri iyi araştırılır ve anlaşılır. Firmanın yer aldığı endüstrinin özellikleri, rekabet edilebilirliği ve stratejileri değerlendirilmektedir. Yatırımcılar eldeki bilgilerle birlikte firmanın finansal tablo analizlerini kullanarak geleceğe yönelik performans tahminlerini yapmaktadır.
2. Aşama: Firmanın gelecek dönemlerdeki performansları tahmin edilmektedir. Firmanın satışlarına, kazançlarına ve finansal durumunu ifade eden 5-10 yıllık bir dönem için tahminlere yer verilmektedir. Elde edilen veriler firmanın değerinin hesaplanmasında direkt yer alan veriler ve bilgilerdir.
3. Aşama: Firma değerlemesinin yapılabilmesi için uygun değerlendirme yöntemi seçilir. En uygunu ve en doğru sonuca götüren yöntemin seçilmesi büyük önem taşımaktadır. Genellikle uygulamalarda birden fazla yöntem seçilerek firma değerlendirme yapılmakta, sonrasında bulunan firma değerlerinin ağırlık ortalaması hesaplanmaktadır.
4. Aşama: Yapılan tahminleri bir değerlemeye dönüştürülmektedir. Uygun değerlendirme yöntemi aracılığıyla firma değerlendirme sonucuna ulaşılmakta ve firma değeri bu aşamada hesaplanmaktadır.

5. Aşama: Bu aşamada firma için yatırım ya da yatırım tavsiyesi alınmaktadır. Temel verilerde sıra dışı bir durum olmadığı sürece, yatırımcı ilgili firma için hesapladığı gerçek değer ile piyasa değerini karşılaştırmakta ve firmanın primli ya da iskontolu olarak işlem gördüğünü açıklamaktadır.

### 1.5. Firma Değerinin Belirlenmesindeki Nedenler



Şekil 1. Firma değerinin belirlenmesindeki nedenler

#### 1.5.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almalar

Firma birleşme ve satın almalar, firmaların amaçlarını gerçekleştirmede ve bunun devamını sağlayabilecekleri faaliyetleri gerçekleştirerek, piyasada etkili olmalarında, rekabet dünyasında yer edinebilmesi açısından önemli bir yere sahiptir (Turan İçke, 2007:5). Bu rekabet ortamına girebilmek için ise firma değerinin tespiti ön plana çıkmaktadır. Firma değerinin tespiti sadece borsada işlem gören şirketler için değerlendirilmemeli, birleşme ve satın almalarda borsa dışındaki şirketlerde de değer tespiti görülmektedir. Bir şirket satın alınacaksa ne kadar tutar teklif edilmeli veya şirketler birleştirilecekse her bir şirketin payı ne kadar olacaktır gibi soruların cevabı için firma değeri tespitine ihtiyaç duyulmaktadır. En yakın değer piyasa değeri olduğu düşünüldüğünde ki bu değer, firmanın yönetimini, gelecek performanslarını ya da mevcut performansına göre oluşmaktadır. Yatırımcılar açısından bakıldığında firmanın mevcut performansı düşükse piyasa değeri de düşük olacak ve hedef firma haline gelecektir. Çünkü yatırımcı firmanın değeri düşük

olduğu için düşük fiyattan hisse senedi almakta, firmanın mevcut durumuna katkı yaparak örneğin teknoloji getirerek performansını artırarak değerini yükseltebilecektir. Daha sonra değeri yükselen firmanın hisse senetlerini satarak daha iyi bir getiri sağlayacaktır. Dolayısıyla firma hissedarları bu durumdan çıkmak için firma değeri yöntemini önemseyerek, uzman danışmanlardan yardım alabilmektedir. Gerçekte bu durum piyasada rekabet gücünü artıran önemli bir unsurdur (Üreten ve Ercan, 2000: 7-8).

Firma satın almaları, aynı zamanda maliyetlerin azalacağını, satışların artacağını, firma yönetiminde iyileşmeler olacağını, vergi avantajları sağlayacağını ifade etmektedir. Firmanın bu sayede diğer amaçları ise; aynı işi yapan firmayı satın alıyorsa üretim kapasitesini arttırmak isteyebilir, hammadde sağlayan bir firma satın alınıyorsa hammadde pazarı kontrol altına alınmak istenebilir, pazarlama kanallarını iyileştirmek için satın alınabilir ya da ürün çeşitlemesine gitmek isteyen firmaysa yeni ürünler üreten firmayı satın almak isteyebilmektedir (Chambers, 2009: 10).

### **1.5.2. Halka Arzlar**

Firmalar halka arz yoluna giderken daha çok finansal açıdan zor durumda kaldıklarında sermayelerini artırmak için tercih etmektedir. Bunu yaparken firma ve yatırımcılar için önemli olan ihraç değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu yüzden firma değerlemesi yapılmalıdır (Sağmanlı, 1996: 10-11).

Halka arz kavramı Sermaye Piyasası Kanunu madde 5“te şöyle tanımlanmaktadır:

“Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna (Sermaye Piyasası Kanunu) göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder”. Halka arz işlemi firmalar için düşük maliyetli, uzun vadeli fon elde edebilecekleri bir yatırım yöntemidir. Halka arz işlemleri firmalara, genel olarak sermaye ihtiyacının karşılanmasının yanında, piyasada ve kamuoyunda daha fazla tanınması, finansal ortak bulmasının kolaylaşması, firmanın piyasa değerine

rahatlıkla ulaşılabilmesi, normalden yüksek fiyatlarla işlem görmesi ve bundan dolayı yüksek getiri elde etmesi gibi imkânlar da yaratmaktadır (Küçükaraba, 2012: 21).

### **1.5.3. Hisse Senedi Analizleri**

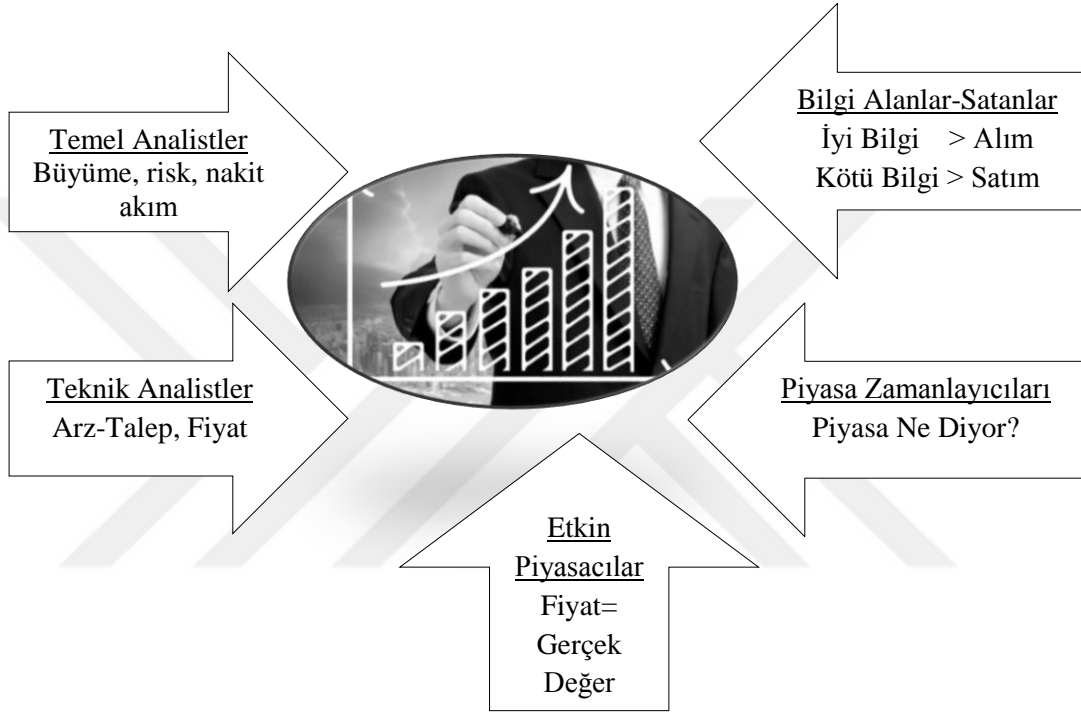
Yatırımcılara ortaklık sağlayan hisse senetleri, firma için getiri sağlamaktadır. Firma ne kadar yüksek kara sahipse yatırımcı için o kadar karlı bir yatırım olacaktır ve genelde düşük riskli hisse senetleri tercih sebepleridir. Firmanın gerçek değeri de bu anlamda önemlidir, yatırımcılar gerçek değeri bilmek, gelecekteki kazanç tahminlerini yapmak isteyeceklerdir. Yatırımcılara göre piyasa değeri gerçek değerinden düşük olan firmaya yapılan yatırım iyi bir yatırım demektir (Küçükaraba, 2012: 22)

Korkmaz ve Ceylan'a göre; hisse senedi fiyatını belirleyen belli iki değişken vardır. Bunlar beklenen nakit girişi ile beklenen nakit girişlerinin riskidir. Beklenen nakit girişlerini ise gelecekte dağıtılacak kar payları ve hisse senedinin fiyat artışı belirlemektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 250).

### **1.5.4. Portföy Yönetimi**

Firma değerlemesinde portföy yönetimi, yatırımcının bakış açısına, felsefesinden yola çıkılarak ifade edilmektedir. Pasif yatırımcılar için portföy yönetimi değer esasında anlamı küçüktür. Ancak aktif yatırımcı için çok şey demektir. Nitelik ve işlev bakımından farklılık göstermektedir. Bu açıdan yatırımcıların felsefelerine bakıldığında kısaca şöyle açıklanabilmektedir. **Temel analistler** dediğimiz yatırımcılar, hisse senedinin gerçek değerini, büyüme, risk, nakit akımları şeklinde göstergelerle açıklamaktadır. Alım için düşük değerli hisse senedi oluşturmaktır. Genellikle indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmaktadır. **Teknik analistler** dediğimiz yatırımcılar; firma değeri içi hisse senedinin fiyat işlem hacmi gibi daha teknik olan göstergeleri kullanmaktadır. Onlar için arz ve talep daha çok önemlidir ve değer tespit yöntemlerini çok az kullanmaktadırlar. Bir diğer yatırımcı; **bilgi alıp satanlardır**. Firma için yeni bir bilginin gelip gelmemesi önemlidir. Gelen bilgiye göre alım satım işlemini yapmaktadırlar. İyi bir bilgi varsa alım, kötü bilgi varsa

satım gerçekleşmektedir. Bu yatırımcılar piyasadaki yatırımcılardan daha fazla bilgiden yararlanma becerisine sahip olmalıdır. **Piyasa zamanlayıcıları**; firma değeri tespiti için hisse senetlerini tek tek değil de piyasa baz alınarak yapılmaktadır. Genellikle çarpanlara dayalı yaklaşımı kullanmaktadırlar. Son olarak **etkin piyasacılar**; hisse senedine ait fiyatın, gerçek fiyat olduğunu ve firma değer tespiti için düşük değerlenmiş hisseleri bulmada yararlı olmadığını savunmaktadırlar (Tevfik, 2005: 4-5).



Şekil 2. Portföy yönetiminde yatırımcılar

Portföy yönetimi genel olarak, yatırımcılar mevcut varlıklarıyla, menkul kıymetler arasında en düşük risk ve en yüksek karlılığa ulaşabilmek için menkul kıymetler arasında seçim yapabilme ve her birinden ne miktarda portföye alabileceği konusunda belirli yöntem ve teknikleri içermektedir. (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 471).

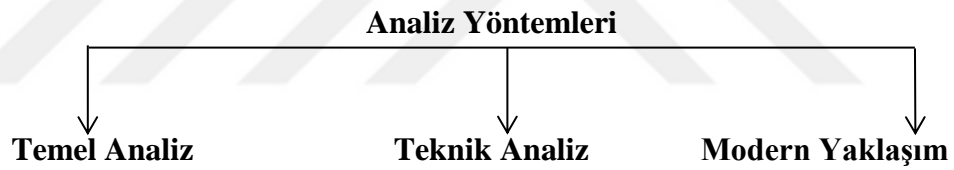
### 1.5.5. Özelleştirmeler

Özelleştirme, kamu kuruluşlarının özel kişi veya kuruluşlara satılmasıdır. Bu satış işlemi gerçekleşmeden önce, satılacak şirketler için firma değer tespiti yapılmakta ve kapsamlı değerlendirme raporları çıkarılmaktadır (Sağmanlı,1996: 11).Bu

olgu daha çok Pazar ekonomisine geçmek isteyen ülkelerde karşımıza çıkmaktadır. Özelleştirme sayesinde firmaların etkinliğinin arttığı ifade edilmektedir. Ancak çok genel yargılara varılmamaktadır. Türkiye örneği verecek olursak bankacılık kesiminde bazı bankalar önce özelleştirilmiş daha sonra kamulaştırılmaya gidilmiştir. Özelleştirme beraberinde ülkelerin kendi sınırlarını aşarak yatırımlar yaptırmaya yönlendirmiştir. Türk yatırımcıların dışa açılma örneği gibi (Tevfik, 2005: 6). Ayrıca devletin özelleştireceği kurumların değer tespitinde hatalar yaptığı kamuoyunda tartışmalara neden olmuş, bu yüzden değerlendirme konusunda özelleştirme açısından daha titizlikle çalışmalar yapılmıştır (Demir, 2013: 12).

### 1.6. Firma Değerlemesinde Kullanılan Analizler

Firma değerlendirilmesinde; temel analiz, teknik analiz ve modern yaklaşım olmak üzere üç analiz kullanılmaktadır. Şirket değerlendirilmesinde ağırlıklı olarak temel analiz üzerinde durulmaktadır.



Şekil 3. Değerlemede kullanılan analiz yöntemler

#### 1.6.1. Temel Analiz

Bu yöntemde hedeflenen, varlığın gerçek değerinin değeri etkileyen temel göstergelerden yararlanarak ortaya çıkarılması ve piyasa değeriyle kıyaslanarak yatırım kararının verilmesidir. Varlığın değerini etkileyen faktörlerin analiz edilmesi ve bu varlığa yatırım yapılmadan gerçek değerinin bulunması işlemi temel analizi oluşturmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 573).

Temel analizde ekonomi, sektör ve firma analizi yapılmaktadır. Ekonomi analizinde, milli hasıla, istihdam, enflasyon, faiz, döviz gibi makro ekonomik göstergeler incelenmektedir. Sektör analizinde ise rekabet koşulları, sanayi yapısı, yapısal düzenlemeler, arz talep ilişkileri, maliyetler, çevre, sektöre özgü göstergelere

yer verilmektedir. Firma analizinde ise bilanço, gelir tablosu, firma ile ilgili haberler, yöneticiler, beklentiler gibi bilgiler analiz edilmektedir (Arkan, 2010: 63).

### **1.6.2.Teknik Analiz**

Ekonominin genel verilerinden hareketle nasıl temel analiz tekniğine ulaşıyorsa, teknik analizde firma için daha içsel bir olgudur. Firmanın geçmiş fiyat hareketleri, işlem hacimleri kullanılmaktadır ve veriler ışığında gelecek veriler hakkında tahminler yapılmaktadır.

Firma değerlemesi, teknik analizciler tarafından pek dikkate alınmaz. Çünkü işlem hacimleri ve geçmiş fiyat verilerine göre gelecek tahminlerinin sağlam olduğuna inanılmaktadır. Elde edilen ve faydalanabilecekleri tek husus destek ve direnç noktaları olarak yararlanabilmeleridir (Damodaran, 1997 'den aktaran., Üreten ve Ercan , 2000: 9). Analiz yapılırken çeşitli grafikler kullanılmaktadır. Bunlar; çubuk, nokta ve Şekil grafikleridir. İşlem miktarlarının da önemli olduğu unutulmamalıdır (Düzer, 2008: 40).

### **1.6.3.Modern Yöntem**

Etkin piyasa hipotezi olarak da adlandırılan modern yöntem, temel ve teknik analiz yöntemlerinin başarılı olmadığını savunmaktadır. Menkul kıymetin, varlığın fiyatını şekillendiren dinamik bir bilgi olduğu; tüm piyasa katılımcılarıyla birlikte aynı anda ve büsbütün paylaşımlı olduğunu ifade etmektedir (Arkan, 2010: 64).

### **1.7. Uygun Değerleme Yönteminin Seçimi**

Firma değerinin tespiti için gerekli olan değerlendirme yönteminin seçimi, uygulama ve yorumlama yeteneği açısından önemlidir. Analist için değerlemeyi yapma amacına göre değişkenlik gösterebilir, önemsedığı değişkenler farklılık arz edebilmektedir. Değerleme amacına en uygun yöntemin seçimi ve doğru tahminlerin yapılması, firma değeri hakkında en iyi sonucu verecektir. Ne kadar doğru tahmin yapılırsa yapılsın ya da hangi yöntem seçilmiş olursa olsun, kazanç elde etmek amacıyla hata içeren fiyatlara sahip hisse senetlerine ulaşmak, analistler açısından

belirsizliklere yol açabileceği gibi, hisse senedine yansıyan riskleri de hesaplamalara dahil edip etmediğinin farkında olamayabilecektir. Riskleri kontrol altına almak veya hisse senedinin gerçek değerine yakın olması varsayımına dayandırmak, analistin planladığı vadede gerçekleşmeme ihtimalini de beraberinde getirebilmektedir (Konuk, 2006: 17).

Yatırım Yönetim ve Araştırma Birliği (AIMR) tarafından ifade edilen uygun değerlendirme modelinin seçiminde genel geçer üç nitelik mevcuttur. Bunlar (Konuk, 2006: 18);

- Değerlenecek şirketin karakteristik özellikleri ile tutarlı olması.
- Kullanımı için gerekli olan girdilerin kaliteli ve ulaşılabilir olması.
- Değerleme işleminin hizmet edeceği amaç ve kişi(yansız)ile uyumlu olması.

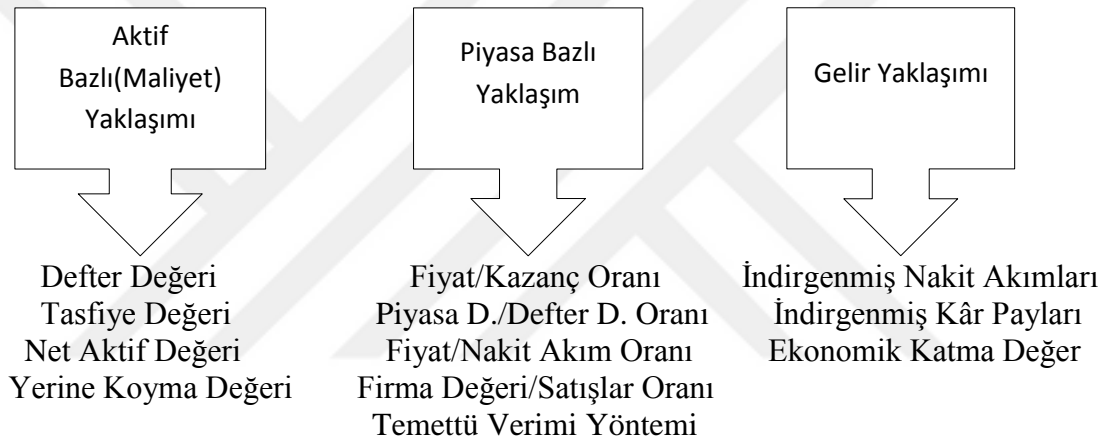
### **1.8.Firma değerlendirme ile ilgili yaklaşımlar ve yaklaşımlara ait yöntemler**

Değerleme yaklaşımları, değerlendirme yöntemleri kullanılarak değer belirlemenin yolu olmakla birlikte yaklaşım içinde değer belirlemek ise değerlendirme yöntemidir. Değerleme yönteminin aşamalar halinde uygulanması ise değerlendirme prosedürü olarak bilinmektedir (Chambers, 2009: 199).

Firma değerlemesi ile ilgili yaklaşımlar; aktif, piyasa değeri ve gelir bazlı olarak kabul gören yaklaşımlardır. Aktif bazlı (Maliyet) yaklaşımda muhasebe kayıtlarına yer verilirken; piyasa değeri bazlı yaklaşım, varlığın değerini karşılaştırılabilir ortak değişkenler aracılığıyla tahmin etmektedir. Gelir bazlı yaklaşım ise bir varlığın beklenen gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeriyle ilişkisini açıklamaya çalışmaktadır. Bu yaklaşımlara ve kapsamında yer alan yöntemler açıklanmaya çalışılmıştır.

Firma değerlemesi yöntemlerinin TRFS' ye göre uygulanarak gerçeğe uygun değerin bulunması ise, firma değer tespitinin yapılması için aşağıdaki durumların geręekleşmesi halinde ortaya çıkmaktadır (TRFS 13, mad 65);

- Yeni piyasaların oluşması,
- Yeni bilginin ortaya çıkması,
- Önceden kullanılan bilginin artık var olmaması,
- Değerleme yöntemlerinin gelişmesi
- Piyasa koşullarının değişmesi



Şekil 4. Değerleme yaklaşımları

### 1.8.1. Aktif bazlı / Maliyet yaklaşımı ve kapsamındaki yöntemler

Bu yaklaşımın temelinde firmanın varlıklarının kayıtlara yansıyan edinme maliyetine dayanmaktadır. Bu maliyete yapılan ekleme ve çıkarmalar neticesinde bir değer elde edilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım kayıtlı değer olarak da ifade edilmektedir. Değer bulurken firma aktifleri değerlenmektedir. Maddi ve maddi olmayan aktiflerinin yanında kullanılmayan aktiflerde firma aktifleri dahilinde değerlenmektedir. Fakat şerefiye ve benzer maddi olmayan aktifler yer almaz. Yaklaşımın olumsuz yanı ise muhasebe kayıtlarına dayanan edinme maliyetinin doğruyu yansıtmıyor olması, muhasebeleştirilme sürecinde yanıltıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Chambers, 2009: 200).

Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS), maliyet yaklaşımına piyasada yer alan satıcının belirleyeceği satış fiyatının, alıcının bu varlıktan elde edeceği fayda için varlığın değer yitirme faktörleri dahil edilerek hesaplanan inşa veya edinme maliyeti olarak yer verirken, alıcının varlığın hizmet kapasitesinin yenilenme sürecinde gerekli olan tutardan fazla bir ödemede bulunamayacağı nedenini oluşturmaktadır. Değer kaybetme, fiziksel, işlevsel, ekonomik bozulması ifade etmekte ve finansal raporlamaya göre amortismanına oranla daha geniş kapsamlıdır (TRFS,26).

Bu yaklaşımda değerlendirme yöntemi olarak; Defter Değeri, Tasfiye Değeri ve Net Aktif Değeri, Yerine Koyma Değeri yöntemleri yer almaktadır.

#### **1.8.1.1. Defter Değeri Yöntemi (Book Value Method)**

Defter değeri, belirli bir tarihte kayıtlı varlığın muhasebe kaydına göre belirlenmiş değerini ifade etmektedir. Dolayısıyla bu değer bulunması için bilanço kalemlerinden faydalanılmaktadır. Defter değeri özsermaye değeri olarak da adlandırılmaktadır. Firmanın toplam aktiflerinden toplam borçlarının düşürülmesi defter değerini veriyor olması aynı zamanda firmanın özsermayesi demektir (Chambers, 2009: 208). Genel olarak defter değerini ifade etmek gerekirse şu şekilde göstermek mümkündür:

$$\text{Defter Değeri (DD)} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç toplamı}$$

#### **1.8.1.2. Tasfiye Değeri Yöntemi (Liquidation Value Method)**

Firma piyasada başarılı ile faaliyet gösteriyorsa, tasfiye değerinden bahsetmek mümkün değildir. Daha çok iflas duruma gelen firmalar için söz konusudur. Çalışmasına devam eden firma için tasfiye değeri tespit edilerek yatırım kararı verilemez. Tasfiye değeri piyasa değerinden daha düşük tutulmalıdır, yoksa firmayı likide etmek daha karlı olacaktır (Savsar, 2012: 41). Tasfiye değerini ifade etmek gerekirse;

$$\text{Tasfiye Değeri (TD)} = \text{Varlıkların cari piyasa değeri} - \text{Toplam Yükümlülükler}$$

Firmalar çeşitli nedenlerden dolayı faaliyet durdurma kararı alabilmektedir. Böyle durumlarda öncelikle firma, sahip olduğu bütün varlıklarının satışını yapmak zorunda kalır. Elde edilen gelir önce borç alınan firma ve kişilere ödeme ve vergi payları ödenmesi gerçekleştirilmektedir. Daha sonra hissedarlara ait ödemelere geçilir. Yapılan tüm ödemelerden sonra elde kalan kısım tasfiye değerini oluşturur. Likidasyon değeri olarak da bilinmektedir. Yani firmaya verilen minimum değerdir. Bu değer defter değerinin üzerinde olmaktadır. Nedeni ise, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değerine önem verilmesi iken, defter değerinde geçmiş maliyetler göz önünde bulundurulmaktadır (Chambers, 2009: 209-210).

### **1.8.1.3.Net Aktif Değeri Yöntemi (Net Active Value Method)**

Varlıkların normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanan gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılmasıyla ulaşılan net tutar olarak ifade edilmektedir. Başka bir tanımla; varlığa ait geçmiş maliyetlerin cari değerlere dönüştürülmesiyle ortaya çıkan değerdir. Cari değerle bulunan firma değeri, firma değerinden borçların çıkarılması ile de öz sermaye değerine ulaşmayı sağlamaktadır. Bu yöntemde aktifler yeniden değerlendirilmiş değeriyle kullanılmaktadır. Yeniden değerlendirme yapılması için ise şu araçlar kullanılmaktadır: TEFE oranları, Stok devir hızı, Yabancı para cinsinden varlıklar ve borçlar, iç reeskont, ekspertiz değeridir (Alkan ve Demireli, 2007: 30-32).

Bu yaklaşımda firma, yaratacağı değeri veya gelecekte elde etmeyi planladığı gelirleri dikkate almamakta, firmanın olası tasfiye değerine veya yeniden değerlendirme değerine yakın, firmanın minimum değeri açısından tahmin edilmektedir. Bu yaklaşımın tercih edileceği haller genellikle firmanın faaliyetine son vereceği ve varlıklarının değerlendirileceği durumlardır. Ayrıca faaliyet dışında kalan veya firma için fazlalık ifade eden varlıkların elden çıkarılmasında da kullanılan bir yöntemdir (Savsar, 2012: 42).

#### **1.8.1.4.Yerine Koyma Değeri Yöntemi ( Replacement Value Method)**

Firma değerlemesi için değerlemeye konu olan firmanın bütün özellikleri ile aynı olan başka bir firmanın yeniden inşa edildiğinde yapılan harcamaların toplamını ifade etmektedir (Temizer, 2015: 46). Aynı özelliklere sahip firmanın varlıklarının bulunması oldukça güç olduğundan, bu varlıklara benzeyen başka araçların yerine koyma maliyeti hesaplanarak bir maliyete ulaşılmaya çalışılmaktadır. Değerleme ile ilgilenen kişilerin çoğu aynı düşüncede olmasa da yerine koyma değeri hesaplanırken tüketici fiyat endeksi kullanılmaktadır. Varlığın yıpranma payını dikkate almayan hesaplamada, tüketici fiyat endeksi arttığı zaman firmanın sahip olduğu bazı varlıklarının fiyatlarında düşüşler yaşanabilmektedir. Yerine koyma değeri bu düşüşleri de göstermemektedir. Dolayısıyla bu değerlendirme yöntemi seçiliyorsa firmanın sahip olduğu her varlık için tek tek hesaplama yapılması gerekmektedir (Merkit, 2004:90 ‘dan aktaran Düzer, 2008:31).

#### **1.8.2.Piyasa Değeri Yaklaşımı ve Kapsamındaki Yöntemler**

Piyasa değeri yaklaşımı, piyasada önceden değerlendirme işleminin de bulunmuş firmalarla karşılaştırma yapılarak ilgili firma için fiyat oluşturulmasıdır. Bu işlemin yapılabilmesi için benzer firmaların değerlendirilmesinin yapılmış olması, iyi sonuçlar elde edilmesine yardımcıdır (Chambers, 2009: 201).Yaklaşımın önemli noktası karşılaştırılabilir firma seçimi ve firmaların faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi için çarpanlarının belirlenebilmesidir. İşlemler çarpanlara dayanarak yapıldığı için basit ve kolay gibi algılanabilmektedir. Yatırımcılar açısından bu durum şüphe çekebilme, bilgilerin doğru kullanılıp kullanılmadığı konusunda tereddüt yaratmaktadır. Dolayısıyla çarpanlara dayanarak değerlendirme yapılması sakıncalı olabilmekte bu yüzden ikincil olarak bu yöntem tercih edilmesi gerekir, karşılaştırma amacıyla kullanımı değerlendirme açısından daha uygundur ( Üreten &Ercan, 2000: 121-122).

TFRS 'ye göre piyasa bazlı bir ölçüm yapılmak istendiğinde gerçeğe uygun değer bulunup, piyasa katılımcıları arasında varlığın satışı veya devri gibi durumlarda oluşan bir işlemdeki fiyatın tahmin edilmesini ifade etmektedir.

İşletmeye ilişkin bazı varlıklar ve borçları için piyasada bilgiler yer almaktadır (TRFS13, mad. 2).

Piyasa değeri yaklaşımında yer alan yöntemler; Fiyat/Kazanç Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Nakit Akım Oranı, Firma Değeri/Satışlar Oranı ve Temettü Verimi Yöntemidir.

### 1.8.2.1.Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi (Price / Earnings Ratio Method)

Chambers, “Fiyat/kazanç oranı, hisse başına net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gerektiğinden hareket eder. Bu çarpan katsayısı, firmanın 1 TL’lik vergi sonrası hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir.” şeklinde ifade etmiştir (Chambers, 2009: 217). Aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

Fiyat/ Kazanç Oranı (F/K) = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı (Gerçeğe Uygun Değer) / Hisse Başına Net Kâr (Net Kar/ Hisse Senedi Sayısı)

Firma Değeri = Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı \* Şirket Net Kârı

Araştırmada kullanılan firmamızın verilerine göre ve sektörden seçilen firmaların 2006 yılı F/K Oranı ortalamaları 34,575 olup, hesaplanan firma değerini aşağıdaki şekilde örnek göstermek mümkündür:

Gerçeğe Uygun Değer (GUD) = Sermaye \* Hisse Senedi Kapanış Değeri

Pınar Süt GUD (2006 ) = 44 951 051 TL \* 2,07 TL = 93 048 675, 57 TL

ve

F/K Oranı = Gerçeğe Uygun Değer / Net Dönem Karı

Pınar Süt F/K Oranı (2006) = 93 048 675, 57 TL /28 585 922 TL = 3, 25

$$\text{Firma Değeri} = 34,575 * 28.585.922,00 \text{ TL} = 130.780.593,15 \text{ TL}$$

Yatırımcılar gerçek hisse değerini bulurken net kardan yararlanarak, hisse senedi başına net karı oranı yüksek olanı ancak fiyat/kazanç oranının düşük olan hisse senetlerine yatırım yapmalıdırlar (Gacar, 2009: 51). Çünkü firmanın kazançlarının ne kadar verimli olduğu gösteren düşük fiyat/kazanç oranı, yatırımcılar açısından gelecekte yatırımların getirisinin fazla olacağı beklentisini oluşturacaktır. Ayrıca F/K oranı, yatırımcıların bir birim kar elde edebilmek için hisse senetlerine ödemeye hazır olduğu fiyatı göstermekte olduğundan bu oran, sektör ortalamasından yüksek ise hisse senetleri pahalı veya sektör ortalaması altında ise hisse senetleri ucuz olduğu düşünülerek yatırım kararı alınacaktır (Arkan, 2010: 59).

F/K oranı, halka arz olan firmaların yanında halka arz olmayan firmalara da uygulanabildiği için firma değerlemesinde fazla tercih edilen bir yöntemdir. Bu açıdan eğer şirketin hisse senedi fiyatı belli değilse, aynı sektördeki diğer firmaların F/K oranından faydalanarak firma değeri tespit edilebilmektedir (Gençer Gemici, 2010: 44). Firma değerlemesi yapılırken şu seçeneklerden de yararlanılabilmektedir:

-Ele alınan firmanın değerlemesi yapılmadan önce faaliyet gösterdiği sektörün ortalama F/K oranı hesaplanabilir.

-Değerlemede kullanılacak toplam piyasa ortalama F/K oranı kullanılabilir.

-Benzer firmalardan bir grup oluşturularak, bu grubun ortalaması alınabilir.

-Son olarak da yurtdışındaki firmaların F/K oranlarından faydalanılabilir (İvgen, 2003:122).

Fiyat/Kazanç oranı, karını tekrar yatırıma yatıran firmalarda yüksek çıkmaktadır. Nedeni ise hisse sahipleri temettü almamakla birlikte firmanın gelecek yıllardan beklentisinin büyük olacağı düşüncesiyle en yüksek fiyat ödemeye razı olmalarıdır (Alkan & Demireli, 2007: 32).

### 1.8.2.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi (Market Value / Book Value Ratio Method)

Piyasa bazlı yaklaşımın bir diğer yöntemi PD/DD oranıdır. Bu oran, hisse senedi piyasa fiyatının, hisse senedi defter değerine bölünmesiyle elde edilmektedir. Hisse senedi defter değeri ise firmanın özkaynak toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle ulaşılmaktadır(Düzer, 2008: 39).

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PD/DD Oranı )= Hisse Senedinin Piyasa Değeri/ Hisse Senedinin Defter Değeri

Bu oran sayesinde firmaya yapılan yatırımların bugünkü değeri ile maliyetler karşılaştırılmaktadır. Genel olarak sonucu 1'in üzerinde olmalıdır.1'in altında olması demek, firmanın ortaklarına bir değer artışı getiremediği ve değerinden kaybettiği şeklinde ifade edilmektedir (Sağmanlı,1996: 37).

Firma Değeri = Seçilen Sektörün veya \* Firmanın Defter Değeri  
Piyasanın Ortalama PD /DD (öz Sermaye)

Yöntem tercih edildiğinde firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullandığı varsayılmaktadır. Firma değeri için, firmaya yatırım yapmak isteyen yatırımcıların taleplerinin değerlerinin toplamı şeklinde de ifade edilmektedir (Sayılğan, 2003: 268). PP/DD oranı, firmanın aktiflerinin fazla olduğu ve mevcut durumda bile yüksek aktife ve borca sahip olan, banka, sigorta ve menkul kıymet firmaları için seçilebilir, bu endüstrilerde piyasa değeri çoğunlukla defter değerine yakın çıkmaktadır (Savsar, 2012: 51-52).

Oranın olumsuz yanı ise, firmaların verimlilik farklarını dikkate almamasıdır. Eğer firmalardaki muhasebe uygulamalarında önemli farklılıklar mevcutsa, oranlamaya geçilmeden önce gerekli ayarlamaları değerlendirme konusu firmaya ve karşılaştırılabilir firmalara uygulamalıdır. Bu oranın, o sektördeki diğer firmalara kıyasla yüksek olması demek, fiyat şişkinliğinin ifadesi olarak gösterilebilmektedir (Demirkol, 2006: 31).

### 1.8.2.3.Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi (Price / Cash Flow Ratio Method)

Firmanın hisse senedi piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, firmaya yakın veya benzer firmaların değeri tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Oranın hesaplanabilmesi için benzer firmaların fiyatı ve nakit akımları oranı tespit edilmelidir. Değer tespit edilecek firmanın nakit akımı ile tespit edilen benzer firma oranı çarpılarak firma değerine ulaşılmaktadır. Kullanımda yaygın olarak nakit akımı; net kar ile amortisman toplamı şeklinde kullanılmaktadır (Gençer Gemici,2010:46) F/NA oranına ait formül şöyledir:

Fiyat/Nakit Akımı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Basına Düşen Nakit Akımı

Veya F/NA oranı;

Fiyat/Nakit Akımı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Senedi Basına Nakit Akımı  
(Net Kar + Amortisman)

Firma Değeri = Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama Fiyat/Nakit Akımı Oranı \*  
Firma Nakit Akımı

Firmalar farklı amortisman oranları uyguladıkları için nakit akımlarını, firma gelirine yani F/K oranına tercih etmekte, nakit akımlarının kullanımının daha sağlıklı sonuçlar vereceğini ifade etmektedirler (Arkan, 2010: 60).

### 1.8.2.4.Firma Değeri /Satışlar Oranı Yöntemi (Firm Value / Sales Ratio Method)

Aynı sektörde faaliyette bulunan firmaların karşılaştırılmasında piyasa değeri bazlı yaklaşımın bir yöntemi olarak sık kullanılan bir yöntemde Firma Değeri/Satışlar Oranı yöntemidir. Firmanın mevcut piyasa değerinin yıllık satışlarına oranını ifade etmektedir. Yöntemin temelinde firmaların birbirine göre farklı muhasebe incelemeleri olmasından dolayı meydana gelebilecek değişikliklerden kurtulma amaçlanmaktadır (Ercan ve Üreten, 2000:133).

Firma değeri = Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama Firma Piyasa Değeri (özermaye + borçlar) \* Firmanın net satışları

Bu oran daha çok perakendecilik sektöründe kullanılmakta olup, firma toplam piyasa değeri özsermayenin piyasa değeri ile borçların piyasa değerinin toplamını ifade etmektedir (İvgen, 2003:133-134).

#### **1.8.2.5. Temettü Verimi Yöntemi (Dividend Yield Method)**

Yatırımcı, bir hisseye yaptığı yatırımın karşılığını o hisseyi satarak veya elde ettiği temettü ile alacaktır. Hisse senedinin değeri firmanın dağıttığı temettülere bağımlı olup, hisse senedi fiyatları ile temettü verimlerinin piyasa ile karşılaştırılmasını sağlayan bir yöntemdir. Gelişmekte olan ve borsada işlem görmeyen firmalar için uygulanması sakıncalı görülmektedir (Sağmanlı,1996: 39-40).

Yabancı yatırımcıların daha çok üzerinde durduğu bir yöntem olan temettü verimi yöntemi, yatırımcıların sermaye kazancından çok, olası temettü ödemeleriyle olan ilişkilerini göstermektedir. Temettü verimliliği yüksek olan firmalar yatırımcılar tarafından tercih edilmekte ve firmaların uyguladığı temettü politikaları yakından takip edilmektedir. Temettü verimi hesaplaması ise şu şekilde gösterilmektedir (Demir, 2013: 38-39) ;

$$\text{Temettü Verimi} = \text{Hisse başına ödenen temettü} / \text{Hisse senedi fiyatı}$$

ve

$$\text{Hisse senedi fiyatı} = \text{Hisse başına temettü} / \text{Temettü verimi}$$

#### **1.8.3.Gelir Yaklaşımı ve Kapsamındaki Yöntemler**

Gelir yaklaşımında, varlığın özelliklerinin gözlemlendiği ve gelecekte sağlayacağı faydanın doğru şekilde ifade edilebileceği bir ekonomik değerinin yaratılması, varlığın değerinin en iyi göstergesidir. Bu yaklaşım ile varlığın özellikleri sayesinde

sahibine gelecekte yaratacağı faydanın sayısal ifadesini ölçülmesini sağlamaktadır. Bugünkü değere indirgenmiş nakit akımları ile vergi öncesi ve sonrası kazançlar gibi önceden beklenen faydaların değerlendirilmesiyle firma değerinin belirlenmesidir. Gelir yaklaşımını aktif bazlı yaklaşımdan ayıran tarafı ise, varlığın elde bulundurulması ile sağlanacak kazançları esas almasıdır. Aktif bazlı yaklaşım varlığın edinme maliyetini esas almaktadır. Ayrıca gelir yaklaşımı varlık sahibi gözünde oluşan değeri ifade etmesinden dolayı, belirli bir tarihteki varlığın piyasada oluşan fiyatından farklı bir fiyata sahiptir (Chambers, 2009: 206).

Gelir yaklaşımına dayanan metotlar kullanılırken firma değerinin belirlenmesinde, firmanın gelir ve giderini detaylı gösteren mali tablolar kullanılır; gelir tablosu ve kullanılan metoda göre nakit akım tablosuna yer verilmektedir (Sağmanlı, 1996: 41).

Bu yaklaşımın olumsuz yanı ise, gelecekte beklenen kazançların beş yıl veya daha fazlası için tahminin zor olması, yapılamaması ve iskonto oranının gelir akımlarının elde edilmesindeki riskliliğin belirlenmesinin zor olduğu durumda uygulama güçlüğü çekilmesidir. Bu yüzden varlığın değerlendirilmesinde elde edilecek gelir akımlarının miktarını ve süresinin sözleşmelerle belirlenmesinin daha uygun olduğu ifade edilmektedir. Örneğin, lisans, patent marka ve telif haklarının değerlendirilmesinde seçilebilmektedir (Demirkol, 2006: 22).

Gelir yaklaşımını temel alan ve genel olarak tercih edilen yöntemlere yer verilmiştir. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi, indirgenmiş kâr payları yöntemi ve ekonomik katma değer yöntemidir.

### **1.8.3.1.İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Discounted Cash Flow Method)**

Firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildiği sürece bir değer meydana getirecektir. Gelecekteki nakit akımlarının değerlendirilmesi söz konusu olduğu için yöntem, paranın zaman değerine dayanmaktadır. Yöntemde ilk olarak iskonto oranı belirlenmekte ve genellikle sermaye maliyeti olarak bilinmektedir. Nakit akışları bu orana göre bugünkü değer olarak indirgenerek hesaplanmaktadır. İNA yöntemi,

tanım olarak belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit giriş ve çıkışları arasındaki fark şeklinde ifade edilmektedir (Gençer Gemici, 2010: 41).Pamukçu'nun tanımın da ise; Nakit akımı, işletme varlıklarının yaratacakları vergiden sonraki kar ile amortismanları toplamını ifade etmektedir. Enflasyonun olduğu dönemlerde nakit akımları, nominal olarak tahmin edildikten sonra enflasyonu dikkate alan ıskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmektedir (Alkan&Demireli, 2007: 30).

Bu yöntem, firmanın satış hacmi, büyümesi, faaliyetleri ile ilgili gider, firma sermayesi, sabit yatırım tutarı gibi unsurların yıllara göre tahminini içerdiğinden, yapılacak tahminlerin doğru olması, çelişkilere yer verilmemesi gerekmektedir. En küçük hatalar bile firma değerinde önemli değişikliklere yol açabilmekte, dolayısıyla uzmanlar veya analistlerin çalışmaları, yaklaşımları çok dikkatli yapılarak hazırlanmalıdır (Üreten ve Ercan, 2000: 11).

Nakit akımları tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken konuları Demirkol şu şekilde ifade etmektedir (Brigham'den akt. Demirkol, 2006: 25) :

- Satıcı şirketin geçmiş gelirlerinin analizi
- Şirketin faaliyette bulunduğu sektörün analizi
- Gelecekteki gelirlerin tahminlenmesi
- Nakit akımlarının yıllar içerisinde sabit kalıp kalmayacağını saptanması ve
- Bu durumda şirket değerinin tahminlenmesi
- Nakit akımlarının yıllar içerisinde değişken olacağı tahmin edilen durumlarda
- Şirket değerinin bulunmasıdır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, günümüzde yatırımcılar ve firma değerini tespit etmek isteyen uzmanlar tarafından en çok tercih edilen yöntemdir. Bu yöntem seçilirken, gelecekteki nakit akımlarına ve bu nakit akımlarının riskliliği ile firmanın risk seviyesi dikkate alınarak bugünkü değerine ulaşmaya çalışması yöntemin seçilmesinin temel nedenidir (Karakoca, 2011: 21-22). Yöntemin seçilmesindeki diğer nedenler ise firmanın sermaye yapısı, geleceğe yönelik bakış açısı, marka değeri, insan kaynakları ve entelektüel sermayedir (Ercan vd. 2006: 27).

Yöntemin üstün yönleri; firma değerinin belirlenmesinde bilimsel bir yöntem olması, firmanın gelecekteki performansını en yakından gösteren yöntem olması, nakit yaratma olasılığının yüksek olması, esnek bir yapıda olması, ekonominin etkilerini barındırması, firmanın şerefinessini içermesi şeklinde ifade edilmektedir. Eksik yönleri ise; yöntemin karmaşık bir yapıya sahipliği, varsayımlarının sübjektif olması, gelecek beklentilerinin belirsizliği, çok fazla girdi ve bilgiyi içermesi şeklinde sıralanmaktadır (Chambers, 2009: 236-237).

### 1.8.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi (Discounted Dividend Method)

Yöntem, nakit akımları yerine, bir öz sermaye değerlendirme yöntemi olup, firmanın ortaklara dağıttığı kar paylarını ifade etmektedir. Bulunan değer, hisse senedi fiyatını göstererek, firmanın varlığındaki toplam hisse senedi fiyatı ile çarpılması sonucu firma değeri tespit edilmektedir. Firma ne kadar büyürse büyüsün, firmanın hisse senedi fiyatı, sonunda gelecekteki kar paylarının bugünkü değerine eşitlenecektir. Aşağıda formüle edilen hisse senedi fiyatı bulunurken, ke öz sermaye maliyetini ifade etmektedir (Karakoca, 2011: 36).

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı} = \sum [ \text{Gelecekte Dağıtılacak Kar Payları} / (1+ke)^t ]$$

Hissedarlara olan nakit akımları, yöntemdeki öz sermayeye olan nakit akımları olup, bir firmanın belirli dönem içerisindeki finansal yükümlülüklerini karşıladıktan sonra geride kalan ve hissedarlara dağıtılacak maksimum nakit akımlarını ifade etmektedir. Kar payı denildiğinde ise firmanın belirli dönemde elde ettiği kar üzerinden hesaplanarak hissedarlara verdiği pay anlamına gelmektedir (Chambers, 200: 239)

İndirgenmiş kar payları yöntemi, firmanın sahiplerine sağlayacağı faydadan yol çıkılarak, alıcı açısından da bir getirisi olan alternatif bir yatırımın azami fiyatının saptanmasını sağlamaktadır (Sağmanlı, 1996: 45-46). Ancak bu yöntem, halka açılmayan firmaların kar dağıtım politikasının bulunma zorunluluğu olmadığı için, halka açılan firmalarında muhasebe karı üzerinden karını dağıttığı için çok kullanılan bir yöntem olmamıştır. Firma nakit olarak kar elde edebilirken, muhasebe karını elde

edememiş olması durumunda karını dağıtması mümkün olmamaktadır. Bunun sonucunda bu yöntemin doğru sonuçlar vermemesi görülebilmektedir (Karakoca, 2011: 36).

### 1.8.3.3.Ekonomik Katma Değer Yöntemi (Economic Value Added Method)

Ekonomik katma değer (EKD) yöntemi, firmanın hangi birimlerinin değer yaratıp yaratmadığını ölçebilen performans belirleyici bir ölçüm ifade etmektedir. Değeri meydana getirebilmesinden dolayı değere dayalı yönetim anlayışının da önemli bir unsurunu oluşturmaktadır ( Chambers,2009: 28). EKD, değeri doğru bir şekilde ölçmek, firmalarda değer yaratma anlayışını teşvik etmek ve uygulama kolaylığı açısından yaygın olarak kullanılan bir ölçüttür. Firmanın stratejik planlamasından bütçelemesine, insan kaynaklarından firma hedeflerinin belirlenmesine kadar etkili bir finansal yönetim sistemini de oluşturmaktadır. Firmanın vergi sonrası net faaliyet karının, sermaye maliyetinden düşülmesiyle elde edilen değer EKD'dir (Alp vd.2009: 60). Bir diğer ifadeyle, bir yatırım tarafından meydana getirilen artı değer ölçüsü; yatırımlarda kullanılan sermayenin oluşturduğu artı gelirin ürünüdür. Artı değer ise yatırımdan elde edilen gelir ile yatırımın toplam maliyeti arasındaki farkını ifade etmektedir (Damodaran, 2008' den aktaran Düzer, 2008:37).

EKD=( Yatırılan sermayenin getirisi – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) \*  
Yatırılan sermaye

EKD hesaplaması sonucunda ortaya çıkan sonucun pozitif olması, katma değer elde edildiğini, firmanın kar isteği üzerine yatırımlar için harcanan maliyetlerinden fazla bir faaliyet karına ulaşıldığına; sonucun negatif olması ise firma sermaye tüketerek, daha önceki dönemlerde elde edilen katma değeri kullandığını göstermektedir. Firmanın finansal amacı pozitif ve sürekli artan bir EKD değerine ulaşmaktır (Ercan vd., 2003: 85).

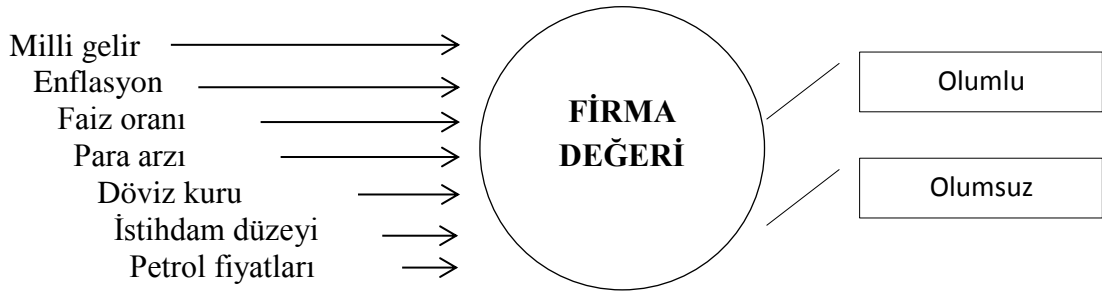
## 2.BÖLÜM

### MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ

#### 2.1. Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri İle İlişkisi

Ülkenin ekonomik faktörleri firma değeri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Hisse senedindeki değişimler firmanın mevcut değerini, ekonomiye etkisini ve geleceğe yönelik beklentilerini büyük ölçüde değiştirmektedir. Örneğin ülkemizde meydana gelen 2001 krizi o dönemde tüketimi azaltmıştır. Dolayısıyla firmalar satışlarını ve karlılıklarını kısımaya, kriz önlemleri alma yoluna gitmiştir. Bu durum ise firmayı olumsuz etkileyerek gerek satışları gerek karını çok fazla etkilemiş ve firma değerini düşürmüştür (Arkan, 2010: 64-65).

Bir firmanın hisse senedi fiyat değişimleri ile toplam hisse senedi piyasasındaki fiyat değişimleri birbiri ile yakından ilişkilidir. Toplam hisse senedi piyasası, firma hisse senedi üzerinde çok büyük bir etki yaratırken, birçok makroekonomik faktörden de etkilenmektedir (Tevfik, 2005: 120) Hisse senedi fiyatını etkileyecek bu faktörler firma değerini de aynı şekilde etkileyecektir. Makroekonomik faktörler, çalışma kapsamında günümüzde firma değerini veya hisse senedi fiyatını en çok etkileyen değişkenler olarak ele alınmıştır. Bu faktörler; milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam düzeyi ve petrol fiyatlarıdır. Araştırmada sadece ekonomik faktörler üzerinde durulmuştur. Ayrıca makroekonomik faktörler, ekonomik faktörler olduğu gibi karşımıza siyasi, teknolojik, sosyal faktörler olarak da çıkmaktadır. Örneğin, Avrupa Birliği, Birleşmiş Milletler gibi küresel ekonomiyi etkileyen organizasyonların gözlem ve değerlendirme raporları firma değerinin ulusal ve uluslararası düzeyde etkilenmesi sağlamaktadır. (Küçükcaraba, 2012: 26).



Şekil 5. Makroekonomik faktörlerin firma değerine etkisi

Firma değeri daha öncede bahsettiğimiz gibi, içerisinde birçok değişkeni barındırmaktadır. Ancak yatırımcıların ve analistlerin firma değeri tespiti yapmada firma değerinin temelinde yer alan hisse senedi fiyatını ele almaları, dolayısıyla hisse senedi fiyatının hangi faktörlerden etkilendiği ve firma değerinin tespiti açıklanmaya çalışılmıştır. Makroekonomik faktörlerin yanı sıra firmanın içinde bulunduğu değişimler, firmanın kendi bünyesinden kaynaklanan ve faaliyet gösterdiği endüstrideki faktörleri de vardır. Ancak firmalar bu faktörlerden aynı derecede etkilenebilmektedir. Bir firma olumlu değişimler yaşarken, diğer firma olumsuz bir şekilde etkilenebilmektedir (Küçükaraba, 2012: 26).

### 2.1.1-Milli gelir ve Firma değeri ilişkisi

Milli gelir, iki temel kavramdan oluşmaktadır. Bunlar gayri safi milli hasıla (GSMH) ve gayri safi yurt içi hasıla (GSYH) dir. GSYH, bir ülkenin sınırları içinde hem o ülkenin vatandaşları hem de yabancılar tarafından elde edilen gelirdir, başka bir ifadeyle belirli bir zaman içinde bir ülkede üretilen nihai mal ve hizmetlerin piyasa değeridir. GSMH ise bir ülkenin vatandaşları tarafından o ülkenin sınırları içinde ve sınırları dışında elde edilen geliri ifade etmektedir (Ertek, 2007: 213). Aynı zamanda ülkenin üretim gücünü ve ekonominin büyüklüğünü göstermektedir. Örneğin, bir ülke önceki yıla göre % 5.6 büyüdü deniliyorsa bu GSMH' nin arttığı anlamına gelmekte ve firmalarında üretimlerini arttırdığını ifade etmektedir. Yani firmalar üretimlerini artırıyor olması GSMH'yi de aynı oranda etkilediği, ekonomi genişlediğinde firmalarında karı artacak, dolayısıyla firma değeri olumlu olarak etkilenecektir (Düzer, 2008: 41-42). Firma değeri tespitinde GSMH'nin rolüne bakıldığında, firma hisse senedi fiyatlarını ne oranda etkilediği önemlidir. Ülkenin

her yıl değişen GSMH' sı firma değer tespitinde kullanılan yöntemler için veri niteliğinde olduğundan yakın ilişkilidir.

Ekonomik hayat beraberinde ekonomide yapılan faaliyetler dinamik bir yapıya sahiptir. Bu yapısı nedeniyle sürekli dalgalanmalar yaşanmaktadır. Çeşitli iktisatçılar bu dalgalanmaları konjonktür teorisiyle açıklamaktadır. Birçok firma konjonktüre karşı kendilerini hazırlamakta ancak etkilenme dereceleri endüstrilerin, firma koşullarının farklı olması gibi sebeplerden dolayı değişiklik göstermektedir. Bu konjonktür ya da dalgalanmalar firmanın satış gelirini, karlılığını etkilemektedir (Kaba, 2009:17).

Firma değerinin ya da özsermaye değerinin göstergesi olarak, beklenen getiri oranı, sermaye maliyetinin üzerinde olan yatırım tutarıdır. Yatırımlarını artıran firmaların reel getirilerinin de artması sonucu firma hisse senedi değeri de artacaktır. Ekonomide reel gelirin artmasıyla birlikte bireylerin gelirlerinde de artış yaşanacaktır. Dolayısıyla bireyler ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla mal ve hizmet alımına yönelecek ve böylece toplam talebin yükselmesi söz konusu olacaktır. Firmalar satışlarını artıracak ve kar elde edecektir. Yatırımcılar firmaları takibi halinde olup, kara geçen firmalara yatırımlarını yönlendirecek ve o firmanın hisse senedini talep edecektir. Firmanın hisse senedi değerinin artmasına neden olacaktır (Süslü, 2010: 87). Firma hisse senedinin getirisinin gelecekteki değerine ilişkin olarak, ülkedeki ekonomik faaliyet düzeyini ifade eden GSYH veya sanayi üretiminin gelecekteki değeri ile firma hisse senedi değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu bilinmektedir (Öztürk, 2008: 11).

### **2.1.2-Enflasyon ve Firma değeri ilişkisi**

Enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki sürekli yaşanan artışlar olarak tanımlanmaktadır. Ortalama bir tüketicinin yıl içinde kullandığı tüm mal ve hizmetlerdeki fiyat değişikliğini ifade etmektedir. Bir ülkede enflasyon artarken bazı malların fiyatı düşebilir ya da tam tersi olabilmektedir. Fiyatlarda yaşanan artışa enflasyon denilebilmesi için sadece belirli bir dönemi kapsamaması değil, süreklilik arz etmesi gerekmektedir (TCMB, 2013: 2).

Enflasyon artışı, paranın satın alma gücünü etkileyerek düşmesine ve ekonomide bir istikrarsızlığa neden olmaktadır. Böyle bir ortamla karşılaşan yatırımcılar uzun vadeli plan veya yatırım yapmak yerine kısa vadeli yatırımı tercih etmektedir. Yatırımcının kısa vadeli spekülatif kar olarak bilinen yatırımlara yönelmesi, mal ve hizmete olan talebin artmasıyla birlikte üretimde bir azalma söz konusu olmaktadır (Arkan, 2010: 66). Ekonomideki üretimin azalması firmaların üretim gücünü yakından ilgilendirdiği için firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir. Ancak bu durum firmaların karlılık ve satış durumlarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

Firmalar enflasyonun olduğu dönemlerde karlarında meydana gelen fiktif bir kar artışı sonucu ödeyecekleri vergiler artmakta, firmaların temettü kararları etkilenmektedir. Bu durum firmaların rasyonel olmayan kararlar almasına neden olmaktadır. Örneğin, çalışanlara prim verilmesi gibi. Firmaların enflasyon nedeniyle yaşadığı belirsizlik, geleceğe ilişkin endişelerin artmasına ve uzun dönemli kararlar alınmasından kaçmalarına yol açmaktadır. Ertelenen veya gerçekleştirilemeyen kararlar, ülke kalkınmasını ve refahını da olumsuz etkileyecektir(Küçükaraba, 2012: 28).

### **2.1.3-Faiz oranı ve Firma değeri ilişkisi**

Faiz oranları, firmanın yapacağı yeni yatırım kararlarını etkilemektedir. Genel olarak bu etki olumsuz yöndedir. Faiz oranları arttığında, firmaların yatırım maliyetleri artacağı için firma değerini olumsuz etkileyecektir. Firmanın sahip olduğu kısa süreli borçlarını yenilemek istediğinde ve faiz oranları artışa geçtiğinde, yüksek maliyetle kaynak temin etmek zorunda kalmaktadır. Bununla birlikte piyasa faiz oranlarının yükselmesi, firma kar sahiplerinin beklentilerini artırmaktadır. Bu durumda alternatif yatırım araçları daha fazla yüksek kazanç sağlayacaktır. Böylelikle firmanın özkaynak maliyeti artmaktadır. Firmanın sahip olduğu uzun süreli borçları ise, böyle bir etkiyi çok daha geç karşılamaktadır. Firmanın öz kaynak maliyetinin yüksek oluşu, firma karını görece olarak azaltacak ve hisse senedi değerini olumsuz şekillendirecektir (Kaba, 2009: 16-17).

Başka bir ifadeyle faiz oranları firmanın karları üzerinde iki etkisi olmaktadır. İlki, faiz bir gider olduğu için artışa geçtiğinde ceteris paribus etkisiyle firma karları azalmaktadır. İkincisi ise faiz, firmanın ekonomik faaliyetlerini etkileyerek firma karına yön vermektedir. Dolayısıyla firmanın hisse senedi fiyatlarının etkilenmesine neden olacaktır. Faiz oranları yükselişi artarsa, yatırımcılar tahvillerden daha çok kazanacaklarını düşündükleri için, hisse senedini satın tahvil piyasasına yöneleceklerdir. Firma hisse senedi fiyatlarında kayıp etkisi ortaya çıkacaktır (Brigham, 2006: 94- 95 ).

#### **2.1.4-Para Arzı ve Firma değeri ilişkisi**

Para arzı, bir ekonomideki belirli bir anda mevcut bulunan parasal varlıkların toplamını yani para stokunu ifade etmektedir. Dar anlamda bakıldığında, dolaşımdaki para miktarı ile vadesiz banka mevduatlarının toplamını oluştururken, geniş anlamda para arzı kavramı, dar anlamda ifade edilen para arzına bankalardaki vadeli mevduat miktarının eklenmesinden oluşmaktadır (Arslan, 2015: 283).

Para arzındaki değişiklikler hükümet kontrolünde olup, ekonomik faaliyetlere yön verilmesi amacıyla yapılan çalışmalar para politikasını ifade etmektedir. Para arzındaki artışlar, GSMH'deki artışlardan fazla olması durumunda enflasyona neden olacaktır. Ayrıca para arzı faiz oranlarını da etkilemekte olup, para arzı yükselişe geçtiğinde faiz oranlarını düşürecek ve bu düşüş hisse senedini de etkileyecektir. Hisse senedine talebin artması ve giderek değerinin yükseleceğini sağlaması para arzındaki yükselmeye söz konusu olacaktır. Bu durum kısa dönemde spekülasyon kazanç sağlama yarayacaktır. Hükümet, para arzında yaşanan artışın piyasada yarattığı olumsuzlukları ortadan kaldırmak için çeşitli önlemler alacaktır. Bunun sonucunda uzun dönemde ekonomik durgunluk kaçınılmaz olacak ve hisse senedi değerleri olumsuz yönde seyredecektir (Kaba, 2009: 16).

Ekonomistler ve yatırımcılar, para arzı ve politikasının firma değerini etkilemesi sürecinde hisse senetlerindeki değişimleri uzun süre incelemiştir, Bazıları, para arzının hisse senedini fiyatları üzerinde etkisiz olduğunu, diğerleri ise etkilediğini belirtmiştir. Yukarıda da değinildiği gibi, para arzındaki artışın değerlendirme modelinde

iskonto oranını yükselterek faizi artırması, hisse senedi fiyatı ile olumsuz sonuca varmasını doğuracaktır. Diğer yandan, bu duruma parasal büyüme ile sağlanan ekonomik teşvik ile önlem alınabilmektedir. Böyle bir durumda teşvik gelecek nakit akımları ve hisse senedi fiyatını arttıracak ve yatırımcılar daha fazla kar payı beklentisinde olacaklardır. Böylelikle firmanın hisselerine talep artacak ve para arzının firma değeri üzerinde olumlu bir ilerleyiş gözlemlenebilecektir (Liu ve Shrestha, 2008: 746-747'den aktaran Elitaş, 2010: 63). Para arzı, firma değerini pozitif veya negatif olarak etkileyebilmektedir.

### **2.1.5-Döviz Kuru ve Firma Değeri İlişkisi**

Genel olarak döviz fiyatlarına, döviz kuru denmektedir. Yabancı paranın bir birimi esas alınması döviz kurunu ifade etmektedir. Yani yabancı para biriminin değiştirilebildiği ulusal para miktarıdır. Çoğu kez kur tanımlamalarında bir yanılğıya düşülmektedir. Dolayısıyla döviz kuru denilince daha dikkatli olunmalıdır. Döviz kurundaki bir yükselmeden, dövizin değer kazandığını veya ulusal paranın değer kaybettiği anlaşılmaktadır. Döviz kurunun düşmesi ise yabancı paranın değerinin azaldığı, ulusal paranın değerinin arttığı anlamına gelmektedir (Seyidoğlu, 2001: 295).

Ülke ekonomisinde döviz fiyatları sürekli bir artış halindeyse, bu durum yatırımcıların dikkatini çekecektir. Döviz piyasalarındaki hareketlilik, yatırımcıların hisse senetlerini likit haline getirmeye ve alternatif olan döviz piyasasına yönelmesine yol açacaktır. Birbirine rahip olan döviz ve hisse senedi fiyatı, negatif ilişki içerisinde olduğu için döviz fiyatındaki artış, hisse senedi talebini azaltacaktır ve hisse senedi fiyatı düşüşe geçecektir. Döviz fiyatındaki artışın durması halinde ise yatırımcılar hisse senedi piyasasına yönelerek, hisse senedi fiyatında artış söz konusu olacaktır (Kanalıcı, 1997: 53).

Sermaye hareketleri ve döviz kurundaki değişiklikler, para arzını, firma karlılığını ve hisse senedi fiyatının önemli belirleyicisi olmuştur. Ulusal paranın değerinin artması üretim için gerekli olan ithal hammadde fiyatlarını düşürmekte, rezervler arttırmakta, böylelikle para arzı artışa geçerken faiz oranları düşüşe

geçmektedir. Sermaye maliyetindeki azalma ve ithal malların fiyatında düşüş yaşanması ülke içindeki kazancı arttırmakta yani firmaların gelecekteki nakit girişlerini arttırmaktadır. Dolayısıyla firma hisse senedi ile döviz kuru arasında negatif bir ilişki meydana gelmektedir. Firmalar için döviz kurunun başka bir önemi ise dış borçlar ve kaynak sağlayan firmaların bilançolarında meydana gelen etkiler olmaktadır. Bu firmaların bilançoları kurlara bağlı olduğu için, kurdaki değişiklikler firmaların hisse senedi fiyatlarına yansıtacak ve firma değerini etkileyecektir (Öztürk, 2008: 11-12).

### **2.1.6-İstihdam Düzeyi ve Firma Değeri İlişkisi**

Ekonomik koşulların uygun olduğu ve istihdam düzeyini arttırmak için emek ve yoğun yatırımların yapılması işsizliği azaltmaktadır. Eğer ekonomide durgunluğun var olduğu biliniyorsa işsizlikte bir artış meydana gelmektedir (Gacar, 2009: 71). Hükümet, ekonomi de tam istihdamın yaşanması için birtakım politikalarla müdahalelerde bulunmaktadır. Merkez bankası bu amaçla, ekonomide işsizliğin olduğu dönemlerde para arzını arttırıcı, aşırı istihdam düzeyi söz konusu olduğunda ise para arzını daraltarak ekonomideki istihdam düzeyini dengede tutmaya çalışmaktadır (Arslan, 2015: 266).

Bir ülkede mevcut işgücünün devamlı şekilde çalıştırılması istihdam olarak ifade edilmektedir. İstihdam oranının artması demek, ülkede işsiz bulunan insanların sayısının azaldığını, çalışan sayısının artmasıyla da üretimde artış görüldüğünü göstermektedir. Mal ve hizmetlere yapılan talep ve artış, ülke milli gelirinde artışa yol açarak firma değerinin artmasını sağlamaktadır (Temizer, 2015: 64).

### **2.1.7-Petrol Fiyatları ve Firma Değeri İlişkisi**

Petrol, ülkelerin ekonomisini etkileyen önemli üretim faktörlerinden biri olarak, petrol fiyatlarındaki değişiklikler nakit akışlarını etkilemektedir. Petrol fiyatlarındaki artış firma üretim maliyetlerini arttırmakta, bundan dolayı nakit akışları azalmaktadır. Firma hisse senetleri düşme eğiliminde olmaktadır. Petrol fiyatları aynı zamanda iskonto oranlarını etkileyerek artmasına da neden olmaktadır. Petrol fiyatlarındaki yükselme ekonomide enflasyon yaratabilme gücüne sahiptir. Merkez

Bankası enflasyonu kontrolünde tutabilmek için faiz oranlarını arttırma yoluna gidecektir. Böylece faiz oranları yükselirken, hisse senedi değeri düşme gösterecektir (Basher ve Sadorsky, 2006: 224 – 251’ den aktaran Sayılğan & Süslü, 2011: 79).

Petrol fiyatlarının bir diğer etkisi ise, yatırımcılar tarafından petrol, alternatif bir yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir. Ekonomi alanında merkezi idare birimleri, petrol fiyatlarını yakından takip ederek, yatırım kararlarını bu doğrultuda vermekte, ekonomik faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Firma değerlendirme sürecinde hisse senedi üzerinde çeşitli yollardan önemli etkiye sahip olan petrol fiyatları, piyasa aktörleri tarafından üzerinde durulması gereken bir konudur (Abdioğlu ve Değirmenci, 2014: 3).

## **2.2.Makroekonomik Faktörlere İlişkin Firma Değeri İle İlgili Hisse Senedi Üzerine Yapılmış Çalışmalar**

Makroekonomik faktörler firma dışı ortaya çıkan ve firmaların kontrolünü yapamadığı değişkenlerdir. Bu faktörlerin firma değeri üzerine etkileri bakımından çeşitli analizciler ve yatırımcılar arasında araştırma ve tartışma konusu olmuştur. Firma değerinin en önemli değişkeni olan hisse senedi önemli bir role sahiptir. Hisse senedi fiyatını etkileyen tahminlerin güvenilir ve değere en yakın şekilde ifade edilmesi gerekmektedir. Yatırımcıların dikkatini diğer değişkenlere göre hisse senedi çektiği için çalışma kapsamında hisse senedi üzerine yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Finans literatürün de bir ülkenin makroekonomik faktörleriyle öncelikle borsada işlem gören hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi gösteren birbirinden farklı piyasalarda, farklı dönemleri içeren çalışmaların pek çok olduğu görülmekte, ancak firma değerine etkisi bakımından çalışmaların az olduğu bilinmektedir. Farklı bulgular ve görüşler olmasına rağmen, bu ilişkinin varlığı, araştırmacıların ortak bir görüşü haline gelmiştir.

Makroekonomik faktörlerden enflasyon ile hisse senedi getiri arasında bir negatif ilişki olduğunu ifade eden ilk olarak Fama (1981) olmuştur. Ardından çalışmaya Kaul (1987) tarafından devam ettirilmiştir. Kaynaklarda vekalet etkisi olarak bilinen hipotez, enflasyon ile gelecekteki üretim büyümesi arasındaki negatif

ilişki sonucunda enflasyonla hisse senedi arasındaki negatif ilişkinin olduğu belirtilmiştir. Firmalar gelecekte kazanç sağlamak istedikleri için bu durum hisse senedi fiyatlarına yansıtılmış, enflasyonun artması sebebiyle hisse senedi getirileri düşmüştür. Bu hipotez, Lee (1992), LeRoy (1984)ve Marshall (1992) tarafından çalışmalarında desteklenmiştir (Yılmaz vd., 2006: 3).

Brealey (1983) çalışmasında, yüksek enflasyon dönemlerinde hisse senetlerinin fiyatındaki düşmeyi, firmaların nakit giriş çıkışlarında azalma ve yatırımcıların faiz beklentilerinin yüksek olmasıyla açıklamıştır. Sharpe (1999), hisse senedi fiyatları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ele almış ve anlaşılmasının zor olduğunu ifade etmiştir, Yine de yüksek enflasyonun, hisse senedi fiyatlarının düşüreceğini belirtmiş, genel olarak aylık ve üç aylık hisse senedi getirilerinde bu sonuca varırken, yıllık yapılan çalışmalarda ilişkinin azaldığını belirtmiştir (Brealey, 1983 ve Sharpe, 1999'dan aktaran Süslü, 2010: 52).

Hiraki (1985),yaptığı çalışmasında Japonya verilerini baz alarak incelemede bulunmuş ve hisse senedi getirileri ile enflasyon arasındaki negatif ilişkinin sahte olduğunu açıklamıştır. Carmichael ve Samson (2003), hisse senedi fiyatı üzerinde makroekonomik faktörlerinin etkilerinin gizli olduğunu, ekonomik risk, firma kazançları etkilerini nedeniyle hisse senedinin etkilediğini ifade etmiştir. Çalışmaları rakamsal olarak ifade edildiğinde ise ilişkinin tespit edilmediği ve doğrudan etkilerinin olmadığını ortaya koymuşlardır (Hiraki, 1985; Carmichael ve Samson, 2003' ten aktaran Özer vd., 2011: 167).

Boudoukh ve Richardson (1993), ABD ve İngiltere için inceledikleri çalışmalarında cari ve beklenen enflasyonla hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu savunmaktadırlar. Ely ve Robinson (1997), hisse senedi fiyatlarındaki değişmelerin yatırımcıları enflasyona karşı koruyup korumadıklarını araştırmış, enflasyon ile hisse senedi değeri arasında pozitif yönde bir ilişki olduğunu savunmuşlardır (Boudoukh ve Richardson, 1993; Ely ve Robinson, 1997 'den aktaran Sayılğan ve Süslü,2011: 75-76).

Telatar (1998), Türkiye için yaptığı çalışmasında enflasyon ile hisse senedi getiri arasındaki ilişkiyi 1989 ve 1998 dönemlerini ele alarak incelemiş ve çalışma sonucunda negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir (Telatar, 1998' den aktaran Güngör ve Yerdelen Kaygın, 2015: 153).

Makroekonomik faktörlerden faiz oranının etkisi üzerine yapılan birçok çalışma yapılmıştır. Flannery ve James (1984), Cook ve Hahn (1988), Bae (1990), Fung ve Lie (1990), Kwan (1991), Gjerde ve Sættem (1999) ve Achsani ve Strohe (2002); faiz oranlarının hisse senedi getirilerine etkisinin negatif yönde olduğu; faiz oranlarındaki düşüşün iyi, yükselişin ise kötü sonuçlar verdiğini saptamışlardır (Flannery ve James,1984; Cook ve Hahn,1988; Bae, 1990; Fung ve Lie, 1990; Kwan, 1991; Gjerde ve Sættem, 1999; Achsani ve Strohe, 2002'den aktaran Özer vd., 2011:168).

Zhou (1996), çalışmasında faiz oranları ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiş, regresyon yöntemi kullanarak faiz oranlarının önemli etkiye sahip olan bir değişken sonucuna varmıştır. Harasty ve Roulet(2000), hisse senedi fiyatları uzun dönem faiz oranları ile aynı zamanda hareket ettiklerini bulmuşlardır, bu sonuç 17 gelişmiş ülke üzerine yapılan bir çalışmada İtalya hariç olmak üzere saptanmıştır (Zhou, 1996; Harasty ve Roulet, 2000' den aktaran Albayrak vd., 2012: 4-5).

Kargı ve Terzi (1997),Türkiye üzerine yaptıkları çalışmada İMKB, faiz oranları, enflasyon ve reel kesim arasındaki nedensellik ilişkilerinin VAR yöntemi ile analiz etmişlerdir. 1986-1996 dönemini içeren çalışmada yapılan nedensellik testi sonuçlarına göre, İMKB Ulusal 100 endeksi ile enflasyon oranı arasında nedensellik ilişkisinin mevcut olduğu, faiz oranları ve enflasyon arasında ise, çift yönlü bir nedensellik ilişkisi görülmüştür. Araştırma döneminde faiz oranları enflasyonu etkileyirken, enflasyonda faiz oranlarını etkileyebilmektedir (32).

Aggarwal (1981), ABD üzerine yaptığı çalışmasında 1974–1978 dönemindeki aylık hisse senedi fiyatları ile efektif döviz kurlarını basit regresyon analizi ile açıklamıştır. Hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurlarının aynı yönde etkileşimde olduğunu, kısa dönemde daha güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermiştir. Döviz

kurlarının, ABD hariç, diğer ülkelerde hisse senedi fiyatlarını pozitif olarak etkilediği savunmuştur (Aggarwal, 1981'den aktaran Gençer Gemici, 2010: 27).

Mukherje ve Naka (1995), Japonya üzerine yaptığı incelemede Tokyo Borsası hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu açıklamıştır. Popper et al. (1996) ise, Amerikan ve Japon bankacılık sektörünün hisse senetlerinin döviz kuru ile ilişkisini inceleyerek, Amerikan bankacılık sektörünün hisse senetlerinin kurlardaki değişimlerden etkilendiğinin, Japon bankacılık sektöründe ise etkilenmenin mümkün olmadığını ileri sürmüştür (Mukherje ve Naka, 1995; Popper et al., 1996'dan aktaran Süslü, 2010: 67-69).

Akçoraoğlu ve Yurdakul (2002), global faktörlerin hisse senedi getirileri üzerine etkisini inceledikleri çalışmalarında İMKB bileşik endeksi ile döviz kuru ve cari işlemler dengesi arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır(18).

Kasman (2003), hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi nedensellik analizi ile ele alarak uzun dönemde istikrarlı bir ilişkinin var olduğunu savunmuştur (Kasman, 2003'den aktaran İpekten& Aksu, 2009: 414).

Doğru ve Recepoğlu (2013), Türkiye üzerine yaptığı çalışmada hisse senedi fiyatlarıyla döviz kurları arasında hem doğrusal hem de doğrusal olmayan eş bütünleşme ilişkisinin varlığını analiz etmiştir. Uzun dönemde pozitif bir ilişkinin olduğunu kısa dönemde ise negatif ilişkisi sonucuna varılmıştır. İlişkinin yönü ise döviz kurlarından hisse senedine doğrudur(1).

Friedman ve Schwartz (1963), para arzının hisse senedi getirilerine etkisini bir hipotezle ileri sürmüştür. Palmer (1970) ve Spirinkel (1971), bu alanda ilk çalışmayı yapmıştır. Hamburger ve Kochin (1972), Kraft ve Kraft (1977), Mukherjee ve Naka (1995), Kwon ve Shin (1999), Maysami ve Koh (2000) çalışmalarıyla desteklemişlerdir. Cooper (1974), Nozar ve Taylor (1988) ise çalışmalarında böyle bir etkinin söz konusu olmadığı, para arzının hisse senetlerini etkilemediğini ileri sürmüşlerdir. Atan vd. (2005), İMKB'de işlem gören hisse senetleri ve makroekonomik değişkenlere ilişkin veriler ile bir arbitraj fiyatlama modeli kullanarak analiz yapmıştır. Hisse senetleri getirilerinin para arzından etkilendiğini,

aynı yönlü hareket ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Para arzının artması demek hisse senetlerinin getirisinin de artması şeklinde yorumlanmıştır (Özer vd., 2011: 166).

Fosback (1991), Abdullah ve Hayworth (1993), Fitzpatrick (1994) ve Alexakis vd., (1996)'nin yaptığı çalışmalarda da para arzının hisse senedi fiyatlarını etkilediği görüşmüştür. Fosback (1991) bu görüşe ait bulgular bulmasa da genel değerlendirmeler para arzındaki artışların hisse senedi fiyatını da arttırdığı şeklindedir. Para arzı, ekonomi üzerinde finansal piyasaları etkilemektedir. Para arzındaki artışlar artma eğilimde ise, piyasa faiz oranlarını etkileyecek ve faiz oranları düşme gösterecektir. Diğer yandan firmaların faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyüme sağlanarak, hisse senedi fiyatları artacaktır (Fosback, 1991; Abdullah ve Hayworth,1993; Fitzpatrick, 1994; Alexakis vd., 1996'dan aktaran Durukan,1999: 26-27).

Zügül ve Şahin (2009), İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Kullanılan değişkenler M1 para arzı, döviz kuru, faiz oranı ve tüketici fiyat endeksidir. Sonuçlara göre M1 para arzı, döviz kuru ve faiz ile hisse senedi getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşılık enflasyon oranıyla pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.(1)

Yılmaz, vd. (2006 ), çalışmasında hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenlerin ilişkisinin olup olmadığını incelemiştir. Çalışmada EKK, Johansen-Juselius eş-bütünleşme testi, Granger Nedensellik testi ve bu değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri incelemek için de VEC modeli kullanılmıştır. Analiz sonucunda hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasında, farklı derecelerde de olsa, bir ilişkinin olduğunu ifade etmişlerdir.(1)

Sönmez ve Terzioğlu (2007)'nin çalışmasında GSMH ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi regresyon analizi yaparak ortaya koymaya çalışılmış, İMKB 100 Endeksi kullanılmıştır. Bu kapsamda GSMH'nin önemli bir değişken olup olmadığı tespit edilmek istenmiştir. Diğer hisse senedi piyasalarının aksine GSMH, İMKB 100 Endeksi etkilemediği ya da açıklama için yetersiz kaldığı sonucuna varılmıştır.(1)

Ekonomik faaliyetler ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişkinin varlığı hakkında tam görüş birliği bulunmamaktadır. Mahdavi ve Sohrabian (1991) iktisadi faaliyetlerin en iyi göstergelerinden biri olan GSMH'nin hisse senedi fiyatlarıyla aynı yönde hareket ettiğini belirtmiştir. Abdullah ve Hayworth (1993) ise firma kazançları üzerindeki etkisinden dolayı ekonomik faaliyetlerin, hisse senedi fiyatlarını etkilediğini savunmuşlardır. Fama (1990), Shwert (1990), Abdullah ve Hayworth (1993), Fitzpatrick (1994), Chatrath vd. (1996) ve Zhao (1999) çalışmalarında iktisadi faaliyetlerin ölçüsü olarak GSMH'yi kullanırken, Kwon ve Shin (1999), Nasseh ve Strauss (2000) ve Binswanger (2004) ise sanayi üretim endeksini kullanmışlardır (Fama,1990; Shwert, 1990; Mahdavi ve Sohrabian,1991; Abdullah ve Hayworth, 1993; Fitzpatrick, 1994; Chatrath vd., 1996; Zhao, 1999; Kwon ve Shin, 1999; Nasseh ve Strauss, 2000; Binswanger, 2004' den aktaran Yılmaz vd., 2006: 6).

Chen et al. (1986) ve Mukherjee ve Naka (1995) çalışmaların da ise, hisse senedi getirileri ve GSYH arasında pozitif bir ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Araştırmaya göre, GSYH ile temsil edilen ekonomik faaliyet, hisse senedi getirilerini firmaların karlarını değiştirmek suretiyle etkilemektedir. Üretimin artması, gelecekte beklenen nakit akışlarının artmasına ve bundan dolayı hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır. Kwon ve Shin (1999) tarafından, eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik testini kullanarak Kore üzerine yapılan çalışmada reel ekonomik faaliyetin borsa getirilerini açıklayıp açıklayamadığını araştırılmıştır. Kore Birleşik Endeksi ve Küçük Ölçekli Fiyat Endeksi, dış ticaret dengesi, döviz kuru, sanayi üretimi ve M1 gibi değişkenler kullanılmıştır. Kore borsasında hisse senedi getirileri ile diğer makroekonomik değişkenler arasında bir es bütünleşme ilişkisi bulunamazken; döviz kuru, dış ticaret dengesi, sanayi üretimi ve para arzı ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli es bütünleşme ilişkisi söz konusudur (Chen et al.,1986; Mukherjee ve Naka, 1995; Kwon ve Shin, 1999' dan aktaran Süslü, 2010: 84-88).

Flannery ve Protopapadakis(2002), ABD üzerine araştırma yaptıkları çalışmada hisse senedi getirilerini etkileyen 17 makroekonomik faktörü ele almıştır. TÜFE, ÜFE, para arzındaki büyüme ile dış ticaret dengesi, istihdam düzeyi, konut

yatırımlarının hisse senedini etkilediğini ifade etmişlerdir. Sanayi üretimi ve GSYİH ile hisse senedinin anlamlı ilişkisine rastlanmamıştır. Adjasi (2009), çalışmasında Gana Borsa Endeksi (GSE) ile çeşitli makroekonomik faktörleri arasındaki ilişkiyi araştırmış, faiz oranlarının hisse senetlerinin fiyat belirsizliğini artırdığını, petrol fiyatları ve para arzı faktörlerinin ise hisse senedi fiyatındaki belirsizliğini azalttığını ifade etmiştir(Flannery ve Protopapadakis, 2002; Adjasi, 2009'dan aktaran Albayrak vd., 2012: 6-7).

Gay (2008), Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'nin hisse senedi endeksi ile döviz kuru ve petrol fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada döviz kuru ve petrol fiyatları ile bu ülkelerin hisse senedi fiyatları arasında hiçbir anlamlı ilişki bulunamazken, diğer yerel ve uluslararası makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatını etkileyebileceğini belirtmiştir. Kuwornu ve Victor (2011), ise Gana Borsası'ndaki hisse senedi getirileri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Box-Jenkins zaman serisi analizi ve EKK regresyon modeli kullanmışlardır. Çalışmalarına göre, ham petrol fiyatları, döviz kuru ve faiz oranının hisse senedi getirilerini etkilemediği, ancak enflasyon oranının hisse senedi getirilerine etkisinin önemli olduğunu ifade etmişlerdir (Gay, 2008; Kuwornu ve Victor, 2011'den aktaran Güngör & Yerdelen Kaygın, 2015: 154).

Sayılgan ve Süslü (2011), gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisini dengeli panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi getirilerinin döviz kuru, enflasyon oranı ve Standart and Poors 500 endeksinden etkilendiği; ancak faiz oranı, gayri safi yurtiçi hâsıla, para arzı ve petrol fiyatları ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını saptamışlardır.(1)

Özer vd. (2011), İMKB 100 Endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Bağımlı değişken olarak İMKB-100 Endeksi, bağımsız değişkenler olarak da Faiz Oranı, Para Arzı, Dış Ticaret Dengesi, Sanayi Üretim Endeksi, Altın Fiyatları, Döviz Kuru ve Tüketici Fiyat Endeksi kullanılmıştır. Çalışma En Küçük Kareler Tahmin Yöntemi, Johansen-Juselius

Eşbütünleşme Testi, Granger Nedensellik Testi ve VEC modelleri uygulanmıştır, hisse senedi fiyatı ile bazı makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli anlamlı bir ilişki bulunmuştur.(1)

Rastgeldi (2012) 'nin yaptığı analiz de seçilmiş makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkisini Johansen Eş bütünleşim Analizi kullanarak göstermiştir. IMKB Ulusal 100 Endeksi ile döviz kuru, faiz oranları, tüketici fiyat endeksi ve tüketici güven endeksini ele almıştır. Hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyen tüketici fiyat endeksi ve tüketici güven endeksi olmuştur. Enflasyonun olması mal ve hizmetlerin fiyat artışını beraberinde hisse senedinin de fiyatının artmasını getirmiştir. Talep yönle bir enflasyon görülen durumda firmaların satışlarını ve karlılığını etkileyerek hisse senedi fiyatını arttırmıştır. Tüketici güven endeksinin ise tüketicilerin ekonomiye bakış açılarını yansıtmasından dolayı tüketicilerin ve firmaların güvenleri artmış, güven ortamının yaşanmasından etkilenen yatırımcı risk almayı arttırmış ve hisse senedi talebinin artmasına neden olmuştur.(6)

Aktaş ve Akdağ (2013), çalışmalarında Türkiye'de temel ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkili olup olmadıklarını araştırmışlardır. Çoklu doğrusal regresyon yöntemi, Granger Nedensellik Testi ve 2008- 2012 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak, mevduat faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, dolar kuru, Euro kuru, işsizlik oranı, sanayi üretim endeksi, ihracat tutarı, kapasite kullanım oranı, altın fiyatları, tüketici güven endeksi ve ham petrol fiyatları kullanılmakta, bağımlı değişken ise hisse senetleri fiyatıdır. Analiz sonuçlarına göre, mevduat faiz oranının, tüketici fiyat endeksinin, dolar kurunun, kapasite kullanım oranının ve tüketici güven endeksinin BIST-100 endeksi yani hisse senetleri fiyatları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduklarını göstermiştir(50).

Abdioğlu ve Değirmenci (2014), petrol fiyatlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini, Borsa İstanbul (BİST) kapsamındaki sektöre bazında hisse senetlerini incelemişlerdir. Çalışmada Granger nedensellik testi çoğu alt sektörler için hisse senedi fiyatlarından petrol fiyatlarına doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Kalyanaraman ve Tuwajri (2014), makroekonomik faktörlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Suudi Arabistan üzerine yapılan çalışmada tüketici fiyat endeksi, endüstriyel çıktı, para arzı, döviz kuru ve petrol fiyatları olmak üzere beş tane makroekonomik değişken ile Suudi Arabistan hisse senedi endeksleri ve Standart & Poor 500 endeksi kullanılmıştır. Johansen Eşbütünleşme ve Vektör Hata Düzeltme metotları aracılığıyla incelenmiştir. Johansen Eşbütünleşme analizine göre, faktörler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu, Vektör hata düzeltme bulguları ise faktörlerden hisse senedi fiyatlarına doğru uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin varlığını göstermiştir (Kalyanaraman ve Tuwajri, 2014'den aktaran Topçu, 2014: 169).

### **2.3.Firma Değerini Etkileyen Diğer Faktörler**

Başarılı bir yatırım kararı vermek için hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri bilmek, yatırımcının firmanın değerini anlaması konusunda önemli bir etkidir. Firma değerlemesi yapılırken, yatırımcının öncelikli dikkat edeceği husus, makroekonomik faktörler olurken, bu analizinden sonra firmanın yer aldığı endüstri incelemesini gerçekleştirmesi gerekmektedir. Yatırımcı firma hakkında ne kadar çok bilgiye ulaşırsa yatırım kararını almada iyi bir rol oynayacaktır. Endüstriye ait bilgilerden sonra ise mikro ekonomik faktörler dediğimiz firmayı içten etkileyen faktörlere bakılması gerekmektedir.

#### **2.3.1. Endüstri ile İlgili Faktörler**

Firma değerini etkileyen makroekonomik faktörlerin yanında endüstri ile ilgili faktörlerde vardır. Endüstri analizi yapılmak isteniyorsa, Endüstri ya da ürün hayat eğrisi gelişimine dikkat edilmelidir. Ürünler, gelişir, büyür, olgunlaşır ve yok olurlar, tıpkı insan ömrü gibi. Bu durumun izlemesi bize ürün hayat eğrilerini vermektedir. Geçmiş dönemlerde çok önemli bir yere sahip olan endüstriler yok olarak, yerini günümüzde yeni endüstriler almıştır. 1950'lerde Sovyet Birliği 30 yıl içinde demir, çelik ve kömür üretiminde ABD'den daha üstün hale geleceğini iddia ederek, 1980'lerde bu iddiasını gerçekleştirmiş olması bu durumun en güzel örneğidir. Nitekim bu yıllarda demir, çelik ve kömür stratejik mal olmaktan çıkmıştır (Karan,

2001:450 ‘den Akt. Arkan, 2010: 67). Bir başka ifadeyle, bir ürünün gelişimi bazı devrelerden geçerek oluşur, örneğin bir ürüne talep çoktur ve üreticiler o üründen standardın üzerinde üretimde bulunabilir ve hızla o firmanın gelişiminde rol oynar. Endüstriler de tıpkı ürünler gibi bu evrelere sahiptir. Gelişme ve büyüme gibi aşamalar endüstrileri yakından ilgilendirmektedir. Firmanın yer aldığı endüstri büyüme aşamasındaysa firma hisse senedi olumlu şekilde etkilenecektir. Endüstri tam tersi gerileme dönemindeyse firma hisse senedi de olumsuz etkilenecektir. Endüstrinin geçmiş performansı, satışları, kazançları, endüstri de yer alan ürünlerine olan talebin belirlenmesinde rol oynamaktadır. Eldeki bilgiler ışığında endüstrinin gelecek performanslarının tahmin edilmesi, arz ve talep koşullarının belirlenebilmesi ve endüstrinin büyüme potansiyeli gibi durumların belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Endüstri içi rekabet durumlarında olumlu veya olumsuz şekilde firmalar etkilenebilmektedir. Firmalar kazanç kayıpları ya da kar elde edebilmektedir. Genellikle endüstriye girişler kolay olduğu için bu durum yıkıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Firmalar bundan olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Devlet bu duruma müdahale ederek iç ve dış rekabete karşı gerek firmayı gerek endüstriyi korumaktadır. Bunun için çeşitli koruyucu mevzuat, tarife, muafiyet gibi olumlu ve olumsuz çalışmaları yürürlüğe koyabilmektedir (Kaba, 2009: 17-18).

Firmaların yer aldığı endüstrideki değişiklikler önemlidir. Endüstrinin gelişim o endüstriye bağlı diğer firmaların gelişmişlik düzeylerini de göstermektedir. Bu nedenle firma hakkında bilginin yer aldığı, firmayı oluşturan bir çerçeve niteliğini taşımaktadır. Endüstri analizi sayesinde hangi firmanın hisse senedinin değerli olduğu, daha fazla getiri sağlayacağı gibi bilgilere ulaşılabilmektedir. Endüstrinin bugünkü ve gelecekteki durumları da analiz edilebilmektedir (Gacar, 2009: 72-73).

Endüstrinin gelişmesi, firma performansını yakından ilgilendirdiği için bu durum firma hisse senetlerine yansımaktadır. Dolayısıyla endüstri hakkında gerekli bilgiler toplanmalıdır. Endüstri endeksi ile borsa endeksi geçmiş performansları karşılaştırılabilir, endüstri borsadan geride ise hisse senedi seçiminde yatırımcı daha dikkatli olmalıdır. Endüstri özellikleri, endüstrinin riskinin zaman içinde değişken olup olmadığı, firma performansları uzun vadeli dönemler için tutarlı mı, piyasa ile endüstri arasındaki verileri gelecek tahmin edilmesinde kullanılıp kullanılmayacağı

gibi, bunların araştırılması yapılmalıdır. Örneğin, ekonomideki dalgalanmalardan en kolay etkilenen endüstri kolu inşaat olduğu için, yatırımcı bu endüstriye girmek için dikkatli davranması ve iyi bir araştırma yapması gerekmektedir. Bu yüzden endüstri analizi yapmak isteyen yatırımcı şu faktörlere dikkat etmelidir;

- Endüstrinin uzun vadeli büyüme potansiyeli taşıyıp taşımadığı,
- Endüstri ve firmanın yaşam eğrisinin hangi noktasında yer aldığı,
- Ortalama veya beklenen karlılık oranının ne olduğu,
- Endüstrideki rekabet düzeyinin durumu,
- Endüstride yer alan hisse senetleri fiyatlarının değeridir (Gençer Gemici, 2010: 5-6).

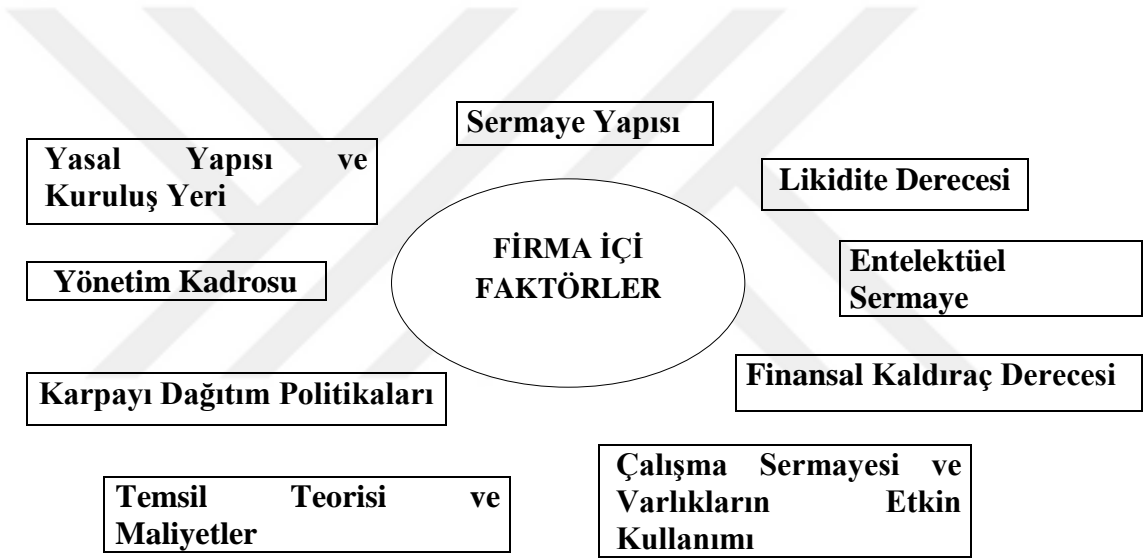
Canbaş ve Doğukanlı (2007), çalışmasında Endüstrinin durumu incelenirken göz önüne alınması gereken diğer temel faktörleri de şu şekilde sıralamıştır;

- Kar dağıtım oranları,
- Üretim ve satış oranları,
- Ekonomik dalgalanmalardan etkilenme oranları,
- Sektör sendika ilişkileri,
- Sektörün hükümetlerin ekonomik plan ve programlarına uyumu,
- Hammadde kullanımında diğer ülkelere olan bağlılık oranı,
- Sektörde uygulanan teknolojinin gelişimi,
- Sektördeki kapasite kullanım oranı,
- Sektörün çevre sorunlarıyla ilgisi

Bu faktörlerin yanında üretim maliyetleri, geçmiş satış gelirleri, sektörün ürettiği mallara olan talep ve kişi başına düşen tüketim harcamalarının diğer endüstrilere göre durumu da firmaları yakından ilgilendirmektedir (Küçükaraba, 2012: 31).

### 2.3.2. Firma İçi-Mikro Ekonomik Faktörler

Firma değerini etkileyecek son faktör, firmanın içinden kaynaklanan ve mikro ekonomik açıdan değerlendirildiği kısımdır. Firma değerlemesi yapılırken amaç, firmanın gelecekteki nakit akışlarının belirlenmesidir. Firmanın kazanma gücüyle ilişki olarak dolaylı ya da dolaysız etki eden tüm faktörleri araştırılması gerekmektedir. Bu nedenle firmanın varlıkları, borçları, kaynakları, ürettiği ve sattığı ürünlerin özellikleri, yönetim kadrosu, izlediği politikalar ve aldığı riskleri incelemek firma değerlemesi açısından önemlidir (Savsar, 2012: 52-53). Firma değerini etkileyen firma ile ilgili faktörleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz



Şekil 6. Firma değerini etkileyen firma içi faktörler

#### 2.3.2.1. Sermaye Yapısı (Capital Structure)

Firmanın sermaye yapısı değerlendirme için önem arz etmekle birlikte firma bilançosunun pasif kısmını oluşturmaktadır. Yani yabancı kaynaklar ve özsermayedir. Firmanın amacı, sahip olduğu kaynaklardan en iyi bileşimi oluşturarak firma değerini artırmak ve maksimum seviyeye çıkarmaktır (Düzer, 2008: 48). Firmaların sermaye yapılarındaki değişiklikler, piyasa değeri üzerinde ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde ne kadar etkili olup olmadığını 4 farklı yaklaşımla

incelenmiştir. Bunlar; Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı'dır (Temizer, 2015: 68).

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapılarında sabit kaldığı varsayımdır. Borç/ özkaynak oranından bağımsız olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit kalması; ortakların borçlarıyla birlikte riski karşılamak için aynı oranda yatırımlarından bekledikleri verimliliği yükseltme çabaları nedenini oluşturmaktadır.

Ayrıca tüm sermaye yapılarında borç maliyetleri de aynı kalacağı varsayılmaktadır (Kaba, 2009: 19).

Net Gelir Yaklaşımı, sermayedeki borcun payının artmasına bağlı olarak firma değerinin artacağını ifade etmektedir. Özsermaye ve borcun sermayenin yapısından etkilenmediği ve devamlı sabit kaldığı varsayılmaktadır. Ağırlıklı ortalama maliyeti (ka), borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azalmaktadır. Ka, sıfır borç düzeyinde sermaye maliyeti olan ke 'ye, borç düzeyinin %100 olduğu durumda da borcun maliyeti olan kd 'ye eşittir (Ercan ve Ban, 2008:228). Bu yaklaşım firmanın, sürekli borçlanma yapamayacağını ifade etmektedir. Firmanın faiz ödemeleri arttıkça hem likidite riski hem de finansal riski artacaktır. Yeni bir borç, artan risk telafisi için daha yüksek karlılık beklentisi yaratacaktır. Bu yüzden borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyeti oranlarında artış yaşanacaktır. Firmanın fazla borca girmesi nedeniyle yeni yatırım alanlarına girişini de engelleyecektir. Firma değeri artarken sürekli borçlanma durumu olduğundan tartışmalı bir konu haline gelmektedir (Başaran, 2008: 19' dan Akt. Temizer, 2015: 71).

Geleneksel Yaklaşım, firmanın daha az maliyetli borç oranını artırarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürüldüğü, toplam cari değer arttırıldığı varsayılmaktadır. Belirli bir noktaya kadar süren bu durum, belirli borç/ özkaynak oranında firma optimal sermayesine ulaşacaktır. Bu aşamadan sonra firma borçlanmaya devam ederse risk oranı artması sonucu hem özkaynak hem de borç maliyetlerinde ortaya çıkacak artış, firma değerini düşürecektir (Kaba, 2009: 19-20).

Modigliani-Miller yaklaşımında ise, firma sermaye yapısı, firma sermaye maliyeti ve firma değerinde bir etki yaratmaz. Karı kullanmak isteyen firma için firma değeri önemsizdir. Firmanın kazanma gücü daha önceliklidir. Firma değerini etkileyen unsur burada yatırım kararının alınmasıdır. Yaklaşım temel varsayımları ise şöyledir (Baldemir ve Süslü, 2008: 2-3):

- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur.
- Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- Her risk kategorisine giren firmaların is riski aynıdır.
- Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

### **2.3.2.2. Yasal Yapısı ve Kuruluş Yeri (*Legal Structure and Place of Establishment*)**

Firmanın ne tür bir yapıya sahip olacağı; anonim, limited veya şahıs şirketi olması yasal yapı gereği önemlidir. Firma türünün vergi ve benzeri yükümlülükler nedeniyle farklı olması firma değerini etkilemektedir. Firmanın kuruluş yeri ise, ilk olarak nerede kurulacağıyla ilgilidir. Kuruluş yerine göre verilebilecek ayrıcalıklar, teşvikler, yasal değişiklikler olabilmektedir. İkinci olarak firmanın kurulacağı yer pazara, hammadde kaynaklarına göre konumu, alt yapı gibi faktörler de firma değerini etkileyecektir. Kuruluş yeri farklı olup, aynı sektörde yer alsa bile firmaların değerleri de farklılık gösterebilmektedir (Arkan, 2010: 68).

### **2.3.2.3. Yönetim Kadrosu (*Management Team*)**

Firmanın başarısı yönetim kadrosunun iyi karar verebilme iş yapabilme yeteneğiyle ilişkilidir. Yönetici birey, organizasyonda tek veya daha fazla kişinin iş performansından sorumlu olan kişidir. Yönetici, gerek çalışan birey üzerinde gerek materyal kaynaklarını yüksek performansta kullanarak firmanın amaçlarına ulaşmasına yardımcı olmaktadır. İşletme içi ve dışı koşullarda koordinasyona

sağlayarak organizasyonu başarılı sonuca ulaştırmayı hedefleyen kişidir ( Rodoplu & Akdemir, 1998: 148).

Firma beşeri ve fiziki kaynaklardan oluşmakta, beşeri kaynakların işletme de tüm çalışanları kapsadığı da bilinmektedir. Firma faaliyetlerini, yönetim kadrosunun sahip olduğu bilgi ve becerileriyle gerçekleştirmektedir. Firma faaliyetlerini gerçekleştiren, bunun için kullanılan kaynakların en uygun şekilde düzenlenmesi ve idaresini sağlayan yönetim kadrosu firma değerini etkilemektedir(Aksoy, 1993: 61).

Yönetimin başarısı, belirli bir dönemde değişim ve gelişim gösterebilmesi, yenilikleri takip edebilmesi, firmanın hedeflerini gerçekleştirebilmesi, organizasyonları planlayabilmesi ve yönetimi oluşturan kişilerin kişisel becerisine bağlıdır. Sonuç olarak, yönetim kadrosunun firma değeri üzerine etkisi olumlu olabileceği gibi olumsuz da etki yaratabileceği göz ardı edilmemelidir (Düzer, 2008: 50).

#### ***2.3.2.4. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımı (Working Capital and Effective Use of Assets)***

Çalışma sermayesi, kasa, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar gibi kalemleri içeren dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bir başka ifadeyle dönen varlık toplamı şeklinde de ifade edilebilmektedir. Çalışma sermayesi firmalar için önemli bir yere sahip olup, firmanın tam kapasite çalışabilmesi, üretimdeki aksaklıkların giderilmesi, iş hacminin genişletilmesi, kredi değerliliğini artması, faaliyetlerini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açısından gereklidir. Kısacası varlıkların etkin bir şekilde kullanımı çalışma sermayesi ile olup, firmaların verimliliğini artırarak firma değerinin artması sağlanmaktadır (Kaba, 2009: 21).

#### ***2.3.2.5.Likidite Derecesi (Liquidity Degree)***

Firmanın sahibi olduğu varlıkları istediği anda paraya çevirebilmesi ve bu sürede geçen hızı likidite olarak ifade edilmektedir. Firmanın mali yapısını etkileyebilecek, borçlarının vadesinde ödenmesi gibi imkanların yaratılması likiditenin derecesi ile sağlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, kısa vadeli borçlarının ödenebilmesi ve çalışma

sermayesinin yeterli olup olmadığının ölçülmesini sağlamaktadır. Firmalar, firma ömrünü uzatabilmeleri ve ayakta kalabilmeleri için vadeleri gelen borçlarını ödeyebilme gücüne, dolayısıyla nakit sağlama kapasitesine sahip olmalıdır. Uzun bir süre içinde bulunan firma, yükümlülüklerini yerine getirebilmek için karına ve borçluluk derecesine dikkat etmelidir. Firma kısa süre içinde borçlarını ödeyebiliyor olması ve bunu sağlarken yeterli likiditesinin olması, ekonomik bunalım dönemlerinde, ayakta kalabilmeleri için oldukça önemlidir (Akgüç, 1998: 23).

Likit varlıkların verimlilik oranları düşük olmaktadır. Firmanın sahip olduğu likit varlıkları, karlılığını ve sonrasında firma değerini azaltacaktır. Firmanın likit varlıklara sahip olamaması ise iflas tehlikesine maruz bırakabilmekte veya firmayı çeşitli maliyetlerle karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu nedenle firma değerinin olumsuz etkilenmemesi için, firma yeterli likit varlıkları elinde bulundurması gerekmektedir (Kaba 2009: 21). Firmanın likit varlıklarını belirleyebilmek için, cari oran, likidite oranı, nakit oranı gibi oranlar kullanılmaktadır. Firma değerine etkisi görebilmek için bu oranlardan yararlanılabilmektedir (Düzer, 2008: 46).

### **2.3.2.6. Entelektüel Sermaye (*Intellectual Capital*)**

Entelektüel sermaye, firmanın fikirlerini, yeniliklerini, teknolojisini, bilgi yönetimi, ilişkilerini, süreçleri ve yaratıcılıklarının kara dönüşmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Kısaca ifade edilirse kara dönüştürülen bilgidir (Demir, 2005: 78). Dolayısıyla firma değeri yalnızca maddi duran varlıklarının değerinden meydana gelmez. Maddi olmayan duran varlıklar olarak bilinen varlıklarda firma değerlemesinde değer yaratıcı role sahiptir. Firmanın fiziksel varlıkların değerinden daha fazla bir değeri vardır. Son yıllarda, maddi varlıklardan maddi olmayan varlıklara doğru bir değişme söz konusudur. Bu değişme sürekli hale geleceği, yeniliğin ve bilginin değer artıracağı öngörülmektedir (Öztürk& Ünsal, 2003:4-5'den Akt. Akmeşe, 2006: 58).

Dünya yeni ekonominin kurallarına ve gelişmelerine hızla entegre olurken, firmalarda bu yönde kendilerini geliştirmekte ve uyum sağlamaktadır. Rakiplerini geçmek, firma bilgi varlıklarını bulmak, geliştirmek, ölçmek ve raporlamakla yeni

bilgiler elde edilebilecektir. Örneğin, ABD'nin en büyük 500 firmasının üst yöneticilerin %77'si, bilgi ve entelektüel sermaye yönetimine çok değer verildiğini ifade etmişlerdir (Demirkol, 2006: 234).

### **2.3.2.7. Finansal Kaldıraç Derecesi (*Degree of Financial Leverage*)**

Finansal kaldıraç, firmanın sahip olduğu özkaynaklarının verimlilik oranının yükseltilmesini sağlayan borç/özkaynak ilişkisidir. Sermaye yapısıyla ilişkili finansal kaldıraç derecesi, firmanın borçtan yararlanması halinde ortaya çıkmaktadır. Daha öncede sermaye yapısındaki yaklaşımlarda açıklandığı gibi, firma borçtan yararlanması halinde belirli bir noktaya kadar firma değerini yükseltecektir. Böyle bir etkinin ortaya çıkması, firmanın kazançlarının borç için katlanılan maliyetlerden fazla olması gerekmektedir. Bu durumda firma borçlandıkça belirli bir noktaya kadar özkaynak verimliliği ve firma değeri artacak, firma kazançları borcun maliyetinden düşük olduğunda ise kullanılan borç miktarı arttıkça özkaynak verimliliği ve firma değeri azalacaktır (Uyanık, 1993: 43'den Akt. Kaba, 2009: 20).

### **2.3.2.8. Karpayı Dağıtım Politikaları (*Profit Share Distribution Policies*)**

Firmanın elde ettiği karın ortaklara dağıtılması veya firma karlarını tekrar yatırım yaparak değerlendirmesi, firmanın kar dağıtım politikasını ifade etmektedir. Firma değeri üzerine etkisini iki teori ile açıklanmaktadır. Bunlar kar payı ilgisizliği teorisi ve eldeki kuş teorisidir (Temizer, 2015: 75).

Modigliani ve Miller, Kar payı ilgisizliği teorisi çalışmasında, yatırımcıların firmanın kar paylarına karşı duyarsız olduğunu savunmuştur. Firmanın sahip olduğu karı dağıtamaması durumunda, yatırımcılar kar payı almak için hisse senetlerini satmaktadır. Yatırımcılar istedikleri kar paylarını elde ederken, firmanın karları yükselen piyasa değeri ile birlikte, bu satışlar eski düzeyine inmektedir. Yatırımcılar karlarını tekrar firmaya yatırıp, bu kar paylarını firmaya kullanırmak isteyebilirler. Dolayısıyla yatırımcıların nakit akımlarını etkilemesi, firmanın kar payı ödemelerinin firma değeri üzerindeki etkisini azaltmaktadır (Sevinç, 2008: 50).

Kar payı ilgisizliği teorisine göre firma değerinin, kazanma gücü ve yönetme riski tarafından belirlendiğini ifade etmektedir. Kar payı dağıtım politikasının firma değeri ile ilişkisinin olmadığı, firma değerinin yalnızca firma aktiflerinin meydana getirdiği kara bağlı olduğu ifade edilmiştir. Bu karın temettü ile dağıtılmayan kar arasında bölünmesine bağlı olmadığı savunulmaktadır. Teoride, temsilci maliyetleri yok sayılmıştır, kurumlar vergisi ve gelir vergisi yer almaz, tüm bilgiler piyasaya yansımakta ve bu bilgiler hiçbir maliyete katlanılmadan kullanılabilir, işlem maliyetleri yoktur, finansal kaldıraçın sermaye maliyeti üzerinde etkisi yoktur. Sonuç olarak, firmanın kar dağıtım politikası firma değerini etkilememektedir (Kaba, 2009: 23).

Myron J. Gordon ve John Lintner tarafından savunulan Eldeki Kuş teorisi, ortaklar açısından karın firmada bırakılması, fiilen alınan temettüye göre daha riskli olmasıdır. M. Gordon'un "Eldeki bir kuş, daldaki bir kuştan yeğdir." şeklinde nitelendirilir. Ortaklar eldeki bir kuşu daldaki iki kuşa yeğlemesi gibi, gelecekte alacakları temettülerini, daha yüksek bir oranda iskonto edeceklerdir. Şartların aynı kalınmasıyla ortaklar, kar payı daha düşük olan firmaların hisse senetlerini daha düşük iskonto oranı ile iskonto etmektedirler. Firmaların temettü politikaları, firma değerini etkileyecektir (Ünsal,1998: 91-92).

Firma değerini etkileyebilecek temettü politikası, dağıtılabilecek temettü tutarının ne şekilde kullanılacağıdır. Bu tutar ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranında getiri sağlıyorsa firma değerine olumlu veya olumsuz bir etkisi olmayacaktır. Ancak firma bu fonları dağıtmayıp, getirisi sermaye maliyetinden yüksek yatırımlara dönüştürürse, temettü dağıtımına göre daha olumlu etkileyecektir. Aksine firma bu fonları getirisi sermaye maliyetinden düşük yatırımlara çevirirse veya gereksiz harcamalarda kullanırsa, temettü dağıtımını firma değerini daha fazla etkileyecektir (Üreten ve Ercan, 2000: 48).

### **2.3.2.9. Temsil Teorisi ve Maliyetler (Representation Theory and Costs)**

Ekonomik koşulların değişmesi, piyasalarda yaşanan gelişmeler firmaların istihdam politikalarını etkilemektedir. Bu doğrultuda yönetici veya firma temsilcisi

seçiminde daha uzman kişilere yönelmesi, firma içi ilişkilerinin bozulmasına ve firma organizasyon yapısında çeşitli problemlere neden olmaktadır. Bu durum firma için temsil sorununa, ek maliyetlere, yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına yol açabilmektedir (Yükeri, 2009: 33).

Firmaların temsil ilişkisinin yöneticiler aracılığı ile yürütüldüğü bu sistemde, yöneticilerden firma faaliyetlerinin devamını sağlayacak, çıkarını gözetecek ve firma sürekliliği esas alan davranışların gösterilmesi ve kararların alınması beklenmektedir. Jensen ve Meckling (1976: 305-341), temsil teorisinin ve maliyetlerinin temelini oluşturdukları makalelerinde; Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkilerine yer verirken, yöneticilerin firma sahiplerinden daha çok bilgi birikimine sahip olduğunu ve bu bilgiler doğrultusunda kendi çıkarlarını firma çıkarları üzerinde tuttuklarını ifade etmişlerdir. Firma kaynaklarını kendi çıkarına kullanan temsilci, temsil maliyetlerini de beraberinde getirmiştir. Firma belirli bir bütçeyi temsilciye tahsis etmekte, temsilci bu bütçeyi temsil edilen adına kullanabileceği gibi kendi refahını arttırmak içinde kullanabilmektedir. Temsilcinin kendi çıkarına kullandığı bu karar neticesinde firmanın refahında meydana gelen azalma temsil ilişkisinin maliyeti olarak açıklanmaktadır. Temsil maliyetleri ise kısaca şu şekilde ifade edilmiştir:

- 1) Firmanın gözlem maliyetleri;
- 2) Garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri
- 3) Önlenebilen kayıplardır.

### **3.BÖLÜM**

## **MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN FİRMA DEĞERİ TESPİTİNE İLİŞKİN BORSA İSTANBUL'DA YER ALAN BİR FİRMA ÜZERİNE UYGULAMASI**

### **3.1. Araştırmanın Problemi**

Yatırımcılar ve yatırım yapmayı düşünen kişiler, Borsa'da yatırım yapacağı firma hisse senedini seçerken, dikkat ettikleri ve inceledikleri ilk durum firmalara ilişkin finansal tablo verileridir. Firmalara ilişkin firmaların yapmış oldukları satışlar, elde edilen maliyetler, kar zarar durumları göz önünde tutulmaktadır. Yapılan literatür taramasında ise finansal tablo verilerinden yola çıkılarak değerlendirme yöntemleri üzerine incelemeler yapılmış ya da seçilen belirli makro ekonomik faktörlerin hisse senetleri ile olan ilişkisinin analizlerine yer verilmiştir. Bu çalışmada ise yatırımcıların firma değer tespiti için değerlendirme yaparken ülkenin ekonomisini etkileyen makroekonomik faktörleri dikkate alıp almaması gerektiği, değer tespit ederken sadece yatırımcılar için finansal verilerin yeterli olup olmadığı ve makroekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatı üzerinde bir rolü olup olmadığı problemleri incelenmiştir.

### **3.2. Araştırmanın Amacı**

Araştırmanın amacı, makroekonomik faktörler olarak seçilen; milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam düzeyi ve petrol fiyatlarının Borsa'da işlem gören firmanın hisse senetlerine etkisi incelenerek, aynı zamanda bu firmanın değer tespiti yapılırken değerlemeyi nasıl etkilediğinin incelenmesidir. Firma olarak uygulamada verilerine tam ulaşılabilmesi açısından Pınar Süt A.Ş. seçilmiştir. 2006: 01-2016:06 dönemini kapsayan Pınar Süt A.Ş.'nin finansal tablolarından yararlanılarak hazırlanan bir çalışma olup, yayımlanan en güncel verileri, firma bilgileri kısmında değerlemeye katkı sağlamak için yer verilmiştir. Genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Fiyat-Kazanç Oranı yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem için gerekli olan Pınar Süt'ün aynı sektörde yer aldığı

firmalardan Tat Gıda, Ülker, Ersu, Kristal Kola, Pınar Su A.Ş. değerlemede benzer firma olarak seçilmiştir. Bu firmalar hakkında sadece finansal bilgilere yer verilmiştir.

Makroekonomik bir faktörün firmaların kar-zarar durumlarını nasıl etkilediğinin, hisse senetlerindeki değişimlerin yatırımcıların kararlarını nasıl etkilediği ya da firma değerlemesi yapılırken firmanın hisse senedi fiyat değişimlerinin ne yönde olduğu şeklindeki sorular çalışmanın önemli kısmını oluşturduğu için üzerinde durulmak istenmiştir. Firma değerlemesi yapılırken yatırımcılar ve finans üzerine çalışmalar yapan araştırmacılar daha çok firmanın iç faktörlerine yoğunlaşmakta, makro açıdan ise genel olarak ekonomik faktörler ikinci planda düşünülmektedir. Bu araştırma farklı bir bakış açısı olarak firma değeri tespit edilmesine yardımcı olacağı düşünülmüş ve hazırlanmıştır.

Araştırmanın sonucunda seçilen makroekonomik faktörlerin firma hisse senetlerine etkisinin ne yönde ve kuvvetinin ne olduğu, hisse senetleri fiyatları ile faktörler arasında bir ilişki var ise bu ilişkinin firma değerini nasıl etkilediği belirlenmiş olacaktır.

### **3.2.Firmanın Yer Aldığı Sektör Hakkında Genel Bilgiler**

Gıda sektörü, tarımsal hammaddenin işlenerek yüksek kalitede, sağlıklı, gıda ve içecek ürünlerinin elde edilmesini sağlamaktadır. Üretimden başlayarak tüketiciye ulaşan sürede, sağlıklı koşulların sağlanması, enerji kaynaklarının verimli ve etkin bir şekilde kullanımı, artık maddelerin yönetimi, paketlenme ve dağıtım işlemleri gibi birçok faktörü de beraberinde getirmektedir. Sektörün alt başlıkları: Et ve Et Ürünleri, Süt ve Süt Ürünleri, Un ve Unlu Ürünler, Meyve ve Sebze Ürünleri, Katı ve Sıvı Yağlar, Şeker ve Şekerli Ürünler, Alkolsüz İçecekler, Alkollü İçecekler, Fermente Ürünler, Hazır Tüketilen Gıdalar ve Bebek Mamaları olarak özetlenebilmektedir ([www.istekobi.com.tr](http://www.istekobi.com.tr)). Pınar Süt'ün dahil olduğu Borsa'da işlem gören gıda sektörü grubunda toplam 28 adet şirket mevcuttur ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

Pınar Süt firması, gıda sektörünün önemli bir yerinde, süt ve süt ürünleri piyasasında diğer firmalara göre lider konuma geldiği görülmektedir. Tüketicilerin tercihleri ve firmanın firma içi ve dışı faktörleri dikkate alarak izlediği politikası neticesinde yatırımcılarında, kararlarının Borsa'da bu firma lehine geliştiği görülmektedir. TÜİK verilerine göre süt piyasasında, 2015 yılında süt işletmecilerinin topladığı inek sütü miktarı toplamı 8 934 245 tondur. Süt firmalarının en büyük yaşadığı sorunların başında gelen kayıt dışı süt üretimi her geçen yıl artmakta firma satışlarını da kötü etkilemektedir. 2015 yılında içme sütü, süt üretimin çoğunluğunu oluştururken bu rakam % 34' dür. Tüketicilerin ne kadar bir oranda süt tükettiğini belirlemek, kayıt dışı üretim nedeniyle oldukça güçtür. Ülkemizde süt ürünleri için ihraç ve ithalat rakamları da önemsiz düzeylerde yer alırken, 2014 yılında toplam süt ürünleri ihracatı % 19 oranında artış göstermiştir. Süt ve süt ürünleri üretimi, tüketime eş sayıldığına 2015 yılında kişi başına süt ürünleri tüketimi yaklaşık 236 kg olarak hesaplanmıştır. Son yıllarda süte verilen önem ve yapılan programlarla birlikte sıvı süt tüketimi 26 litre olarak belirlenmiş, Okullarda başlayan süt kampanya çalışmaları sonucunda 34,5 litreye ulaşmıştır (www.asuder.org.tr).

Pınar Süt'ün yer aldığı ambalajlı süt sektörü tonaj bazında büyüme göstererek, çiğ süt üretimi 2015'te 18 milyon 654 bin 682 ton seviyesine yükselmiştir (TÜİK,2016). Ulusal Süt Konseyi (USK) tarafından belirlenen çiğ süt taban fiyatları 2015 yılında sabit kalarak 1,15 TL/LT olmuştur. İçme sütünün yanında süt ürünlerinden peynir üretimi sektörün büyümesinde en etkili segmentlerden biri olurken, ambalajlı yoğurt pazarı küçülme göstermiştir. 2016 yılında ise TÜİK verilerine göre toplanan inek sütü üretiminde % 2 oranında artış yaşanmıştır. Süt işletmecileri tarafından yapılan üretim ise % 9,2 oranında artış gösterirken, süt ürünlerinden peynir, yoğurt, ayran üretimi de bu yıl artış göstermiştir. Pınar Süt sektördeki bu kazançtan etkilenerak süt üretiminde %34'lük bir ciro ile %1,6 oranında tonaj bazında büyüme sergilemiştir (www.yatirim.pinar.com.tr).

### 3.3.Firma hakkında Genel Bilgiler

Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş., 1973 yılında İzmir’de kurulmuş olup, İmalat sanayii, Gıda, içki ve Tütün ile Gıda Maddeleri sanayii sektöründe Faaliyet göstermektedir. Yaşar Holding A.Ş.’nin bir üyesi olarak hizmet vermeye devam eden Pınar Süt, işlem gördüğü pazar olarak Yıldız Pazar ve kayıtlı sermayesi 80 000 000 TL’dir. Süt, yoğurt, ayran, peynir, meyve suyu, tereyağı, krema, puding, ketçap, mayonez, bal, sos, reçel, tatlı ve toz ürünlerin üretimi ve satışı konusunda faaliyet gösteren Pınar Süt; İzmir, Eskişehir ve Şanlıurfa fabrikalarında üretim yapmaktadır. 1975’de Türk tüketicilerini ilk kez aseptik kutu ambalajda, uzun ömürlü süt ile tanıştırmıştır (www.yatirim.pinar.com.tr,).

Tablo 1. Firmanın ortaklık yapısı

<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 172 800 adet A Grubu Nama yazılı 1 728 TL</li> <li>◇ 126 000 adet B Grubu Nama yazılı 1 260 TL</li> <li>◇ 4 494 806 325 adet C Grubu Hamiline yazılı 44 948 063,25 TL olmak üzere toplam 4 495 105.125 adet paydan oluşmakta olup 44 951 051,25 TL’dir.</li> </ul>		
PAY SAHİBİ	PAY ORANI (%)	PAY TUTARI (TL)
Yaşar Holding A.Ş.	61,41	27 603 901,57
Diğer	38,59	17 347 149,68
<b>TOPLAM</b>	<b>100</b>	<b>44 951 051,25</b>

(Kaynak: www.kap.org.tr)

Firma hakkında genel nitelikteki bilgiler aşağıda özetlenerek gösterilmiştir.

Tablo 2. Pınar süt firmasının genel bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b>	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
<b>Sektörü:</b>	İMALAT SANAYİİ / GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN / GIDA MADDELERİ SANAYİİ
<b>Faaliyet Konusu:</b>	Süt ve Süt Mamulleri Üretimi
<b>Kayıtlı Sermayesi:</b>	80 000 000 TL

<b>Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar:</b>	YILDIZ PAZAR
<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b>	BIST GIDA, İÇECEK / BIST TEMETTÜ / BIST KURUMSAL YÖNETİM / BIST SINAİ / BIST YILDIZ / BIST TÜM / BIST İzmir / BIST TÜM-100
<b>BIST Kodu:</b>	PNSUT
<b>Kuruluş Tarihi:</b>	21/03/1973
<b>İlk İşlem Tarihi:</b>	03/02/1986
<b>Halka Açıklık Oranı:</b>	39 %

(Kaynak: www.kap.org.tr)

### 3.3.1.Firmanın Kuruluş Amacı ve Faaliyet Alanı

Pınar Süt AŞ.'nin ana sözleşmesinde belirtilen, yatırımcıların firma kazancı için dikkat etmesi gereken ayrıntılardan biri olma özelliği taşımaktadır. Firmanın bulunduğu sektör ve faaliyet alanının bilinmesi yatırımcının aldığı risk faktörünün önemini bize vermektedir. Benzer firmalara göre farklılığı ve içinde bulunduğu sektöre göre başarısının değerlendirilmesi sunduğu faaliyet kararlarına göre şekillenmektedir. Pınar Süt'ün kuruluş amacı ve yer aldığı faaliyet alanları ise aşağıdaki gibidir;

**a.** Dayanıklı (sterilize) sütler, yoğurt, ayran, peynir ve peynir çeşitleri, tereyağı, krema, dondurma, süt tozu ve süt tozunun işlenmesi sonucunda elde edilen ürünler, mayonez, ketçap, salça ve salata sosları, hardal ekstresi ile ambalajlanmış meyve suları, bal, reçel, marmelat, komposto ve her çeşit ambalajlanmış gıda maddeleri üretimi ve ticareti,

**b.** İnek ve sair süt veren hayvanların alımı, üretimi, beslenmesi, satışı icabında ithali,

**c.** Büyük baş, küçük baş hayvan başta olmak üzere her türlü canlı hayvan, donmuş et ve mamulleri satın almak, ithal etmek, satmak ve ihraç etmek,

- d.** Her türlü bitki tohumu, suni tohum ve hayvansal tohum ve ekipmanları satın almak, ithal etmek, satmak, ihraç etmek,
- e.** Zeytin ve zeytin mamulleri üretmek, satın almak, satmak ve ihracatını yapmak,
- f.** Şirketin iştiğal konusu ile ilgili kurulmuş ve kurulacak üretici, birlik ve derneklere üye olmak,
- g.** Şirket bünyesinde veya dışında, sosyal sorumluluk kapsamında toplumun sağlıklı gelişmesine katkıda bulunmak amacıyla araştırma yapmak, araştırmaları ve eğitimleri desteklemek, sonuçları yayınlamak ve bu amaçla faaliyette bulunmak üzere enstitü kurmak,
- h.** Yem ve besin imali ve bunların alım ve satımı,
- ı.** Amaç ve konularıyla ilgili satış, dağıtım ve pazarlama örgütlerinin kurulması,
- i.** Yurt içinde ve dışında şube ve temsilcilikler açılması,
- j.** Amaç ve konularıyla ilgili olan ham, yarı mamul, mamul maddelerle malzemelerin, makina, alet ve komple tesislerin ithali, satın alınması, kurulması, işletilmesi veya satılması,
- k.** Amaç ve konularıyla ilgili depo ve soğuk hava tesisleri kurulması, işletilmesi, kiralanması, kiraya verilmesi veya satılması,
- l.** Şirketin iştiğal konusuyla ilgili lisans, patent haklarının satın alınması ve şirket adına tescili ve mümessillik alınması,
- m.** Yurt içinde ve yurt dışında şirketin iştiğal konusu ile ilgili herhangi şekil ve suretle olursa olsun ticari bir işletmeyi devralmak bu kabil işletmelerle birleşmek veya mevcut şirketlere ortak olmak,

n. Şirketin iştiğal konusu ile ilgili ithalat, ihracat, iç ve dış ticaret ve sinai yatırım yapmak,

o. Menkul kıymet portföyü işletmeciliği ve aracılık faaliyeti niteliğinde olmamak üzere şirket, faaliyet konuları ile ilgili olarak her türlü menkul, gayrimenkul, gayri maddi araç ve malları kullanmak, işletmek, kiralamak, kiraya vermek, satın almak ve satmak, ipotek ve rehin almak, vermek, kefalet almak, yatırımcıların aydınlatılmasını teminen özel haller kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu'nca aranacak gerekli açıklamaların yapılması kaydıyla kefalet vermek, tadil etmek veya kaldırmak, ve şirket gayrimenkulleri üzerinde başkalarının borçları için ipotek tesis etmek, gayrimenkule müteallik tevhid, ifraz, terk, irtifak hakkı tesisi ve benzeri tüm işlemleri yapmak, şirket leyh ve aleyhine aynı haklar tesis etmek ve kaldırmaktır.

ö. Şirket sosyal amaçlı kuruluş olan vakıflara, derneklere, üniversitelere ve benzeri kuruluşlara Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen esaslar dahilinde yardım ve bağışta bulunabilir(www.yatirim.pinar.com.tr.)

### 3.3.2.Firmanın Mevcut Finansal Durumu

Pınar Süt'ün, 2016 yılının ilk dokuz aylık verileri incelendiğinde mevcut finansal durumu, 2015 yılının aynı dönemine göre net satışlarında % 6,41 oranında artış görülmüştür. Satışlarının 798,4 milyon TL olarak gerçekleştiği bu dönemde net dönem karı 55,5 milyon TL'dir. Satış tonaj bazında ise bu dönemde 243,353 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Süt sektöründe Türkiye'de ihracatına çok dikkat edilmese de Pınar Süt, 31 031,637 USD' lik ihracatla sektörde önemli bir konuma gelmiştir (www.yatirim.pinar.com.tr). Firmaya ait özet finansal bilgiler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Detaylı finansal verileri incelenmesi için Ek 1'e bakılmalıdır.

Tablo 3. Pınar süt firmasının gelir tablosu ve bilanço rasyoları

<b>Gelir Tablosu Rasyoları</b>	<b>01.01.2015-30.09.2015</b>	<b>01.01.2016-30.09.2016</b>
Brüt Kar Marjı	15,8 %	18,1%
Faaliyet Kar Marjı	5,0 %	7,0 %
Net Kar Marjı	5,1 %	6,9%

<b>Bilanço Rasyoları</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>30.09.2016</b>
Cari Oran	1,2	1,2
Asit Test Oranı	0,7	0,8
Kaldıraç Oranı	0,3	0,4
Borç/Özkaynaklar	0,5	0,6

(Kaynak:www.yatirim.pinar.com.tr)

Tablo 4. Pınar süt firmasının 2016 -3ç | özet gelir tablosu

<b>(Milyon TL)</b>	<b>30.09.2016</b>	<b>30.09.2015</b>	<b>Fark</b>	<b>% Değişim</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>798,4</b>	<b>750,4</b>	<b>48,1</b>	<b>6,4</b>
Satılan Malın Maliyeti	(653,6)	(631,5)	(22,2)	3,5
<b>Brüt Kar</b>	<b>144,8</b>	<b>118,9</b>	<b>25,9</b>	<b>21,8</b>
Ar&Ge Giderleri	(7,9)	(6,7)	(1,1)	16,9
Satış, Dağıtım ve Pazarlama Giderleri	(53,7)	(49,6)	(4,0)	8,1
Genel Yönetim Giderleri	(27,6)	(24,9)	(2,7)	10,8
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>55,6</b>	<b>37,5</b>	<b>18,1</b>	<b>48,1</b>
Özkaynak Yöntemiyle				
Değerlenen Yatırımların				
Kârlarındaki Paylar	7,7	7,4	0,3	3,4
Diğer Giderler	2,6	(2,9)	5,5	(190,9)
Finansal Giderler (Net)	(5,9)	(2,5)	(3,4)	133,9
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>60,0</b>	<b>39,5</b>	<b>20,4</b>	<b>51,6</b>
Vergi	(4,5)	(1,4)	(3,1)	229,4
<b>Dönem Net Karı</b>	<b>55,5</b>	<b>38,2</b>	<b>17,3</b>	<b>45,3</b>
FAVÖK	75,9	55,2	20,8	37,7
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>916,4</b>	<b>801,8</b>	<b>114,5</b>	<b>14,3</b>
Özsermaye	586,0	496,7	89,3	18,0

(Kaynak:www.yatirim.pinar.com.tr)

### 3.4.Değerlemede Kullanılan Benzer Firmaların Genel Bilgileri

Çalışmada firma değer tespiti için F/K Oranı yöntemine göre değer tespiti yapılacak olup, yöntem itibariyle Borsa’da işlem gören firmalardan Pınar Süt ile aynı sektörden seçilen firmalar çalışmaya dâhil edilmiştir. Türkiye’de süt sektörü incelendiğinde Borsa’da işlem gören firma sayısı oldukça azdır. Bu nedenle değerlendirme çalışmasında Gıda sektörü baz alınarak değerlendirme yapılacaktır. Seçilen firmalar hakkında 2017: 03 dönemini kapsayan genel bilgilere yer verilmiştir.

TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
PINAR SU A.Ş.

Tablo 5. Çalışma için seçilen benzer firmalar

#### 3.4.1. Tat Gıda Sanayi A.Ş.

1967 yılında faaliyetlerine başlayan Tat Gıda, Bursa ‘da Mustafa Kemalpaşa ve Karacabey olmak üzere İzmir, Torbalı tesislerinde üretimlerini gerçekleştirmeye devam etmektedir. Salça, ketçap, mayonez, domates ürünleri ve sebze konserveleri ile üretimini sürdüren firma, 1997’den itibaren son teknoloji kullanılarak dolum hatlarını geliştirmiştir. Kaynakların daha etkin kullanımı ve maliyetlerin düşürülmesi amacıyla SEK ve Pastavilla firmaları; Tat Konserve Sanayi A.Ş. altında birleşmiştir. 2013 yılından itibaren Tat Gıda A.Ş. unvanını kullanmaya başlayan firma sayılı büyük gıda firmalarından biri haline gelmiştir.

1963 yılında süt üretimine başlayan SEK firması ise tüketiciye en kaliteli ve sağlıklı süt imkanını sunmuş, ilk pastörize süt, ilk homojenize yoğurt, ilk sahlep üreten firma olmuştur. 2011 yılında yaptığı teknolojik yatırımlarla pastörize süt

üretiminde Türkiye’de ilk kez kullanılan miktofiltrasyon üretim teknolojisini ve ultra clean dolun makinası ile pastörize sütün raf ömrünü 5 günden 10 güne uzatmıştır. 2014 yılında yüksek teknoloji ile donatılmış, Aydın Söke ilçesinde bulunan %100 peynir odaklı yeni ve modern fabrikayı bünyesine katarak Bursa Mustafakemalpaşa fabrikasıyla birlikte üretimini iki fabrikada sürdürmektedir (www.tatgida.com.tr.).

Tablo 6. Tat gıda firmasının genel bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b> TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	<b>BIST Kodu:</b> TATGD
<b>Sektörü:</b> İmalat Sanayii/Gıda, İçki ve Tütün	<b>Kuruluş Tarihi:</b> 27/09/1967
<b>Faaliyet Konusu:</b> Her türlü gıda ürünleri üretimi, dağıtım ve pazarlaması	<b>İlk İşlem Tarihi:</b> 09/08/1993
<b>Sermaye Piyasası Aracının</b>	<b>Halka Açıklık Oranı:</b> 41%
<b>İşlem Gördüğü Pazar:</b> Yıldız Pazar/ Kesin Alım-Satım Pazarı	<b>Kayıtlı Sermayesi:</b> 136 000 000 TL
<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b> Bist 100-30/Bist Sınai/Bist 100/ Bist Sürdürülebilirlik Endeksi/ Bist Yıldız/Bist Bursa/Bist Gıda, İçecek	<b>Piyasa Değeri (TL):</b> 964 240 000
Bist Tüm/Bist 50	<b>Net Kar (TL):</b> 11 648 600
	<b>Dönem:</b> 2017-03

(KAP, Erişim Tarihi: 02.05.2017)

### 3.4.2. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.

1994 yılında kurulan Ülker, başlangıçta sadece bisküvi üretimi yaparken, 1970’li yıllarla birlikte çikolatalı ürünler, gofret ve çikolata, 1990’lardan sonra kek, süt, yağ ve 2000’li yıllarda ise mutfak ürünleri, içecek gibi farklı alanlardaki ürünlere de destekleyici marka olarak güç vermektedir. 1996 yılında Ülker marka sahibi Yıldız Holding’in bir iştiraki olan Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., kurulmuştur. 1998’de ise 450 dönümlük Pamukova tesislerinin açılmasıyla şirket, Türkiye’nin ve komşu ülkelerin en büyük süt işleme tesisi kapasitesine ulaşmıştır. 2015 yılında ise Ak Gıda hisselerinin, halka arz durumu söz konusu iken, Ülker hisseleri düşüş yaşamaya başlamış, ancak halka arz yerine hisselerin satılması gündeme gelmiş ve Ak Gıda hisseleri % 13’lük bir değer artışı yaşamıştır. Fransız Groupe Lactalis firması hisselerin % 80’nini satın almıştır (www.ulkerbiskuviyatirimciiliskileri.com).

Tablo 7. Ülker firmasının genel bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b> ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş	<b>BIST Kodu:</b> ULKER
<b>Sektörü:</b> İmalat Sanayii/Gıda, İçki ve Tütün	<b>Kuruluş Tarihi:</b> 08/02/1969
<b>Faaliyet Konusu:</b> Gıda Üretimi ve pazarlama	<b>İlk İşlem Tarihi:</b> 30.10.1996
<b>Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar:</b> Yıldız Pazar	<b>Kayıtlı Sermayesi:</b> 342 000 000 TL
<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b> Bist 30/Bist Sınai/Bist 100/ Bist Sürdürülebilirlik Endeksi/ Bist Yıldız/BIST Ankara/Bist Gıda, İçecek	<b>Piyasa Değeri (TL):</b> 7 305 120 000
<b>Bist Tüm/Bist 50/BIST Yıldız</b>	<b>Net Kar (TL):</b> 98 722 600
	<b>Dönem:</b> 2017-03

(KAP, Erişim Tarihi: 02.05.2017)

### 3.4.3. Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.

1969 yılında kurulan Ersu, 1984 yılında Akman Holding bünyesine katılmıştır. Meyve suyu üretimi ile faaliyetlerine başlayan firma, meyve suyu konsantresi ve püreleri, domates salçası ve plastik varil üretimi alanlarına yönelmiştir. 1999 yılından halka açılarak İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Yılda 200.000 ton meyve işleme kapasitesine sahip olan ERSU, ihracata dayalı bir üretim yapısını benimseyerek yurt dışında birçok bölgeye satış gerçekleştirirken, 1969'dan beri yurtiçi pazarda da satış ve dağıtım yapmaktadır. Toplu tüketim noktaları olarak da bilinen belirli pazarlarda (askeriye, hastane kantinleri, okullar, spor kompleksleri, catering vb) önemli yere sahiptir. Türkiye'de 9 bölge müdürlüğü ve 100'ün üzerine bayi ağı ile dağıtımını gerçekleştirmektedir (www.ersu.com.tr.).

Tablo 8. Ersu firmasının genel bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b> ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	<b>BİST Kodu:</b> ERSU
<b>Sektörü:</b> İmalat Sanayii/Gıda, İçki ve Tütün	<b>Kuruluş Tarihi:</b> 28/03/1973
<b>Faaliyet Konusu:</b> Meyve Suyu Üretimi ve İhracatı	<b>İlk İşlem Tarihi:</b> 30.03.2000
<b>Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar:</b> Ana Pazar	<b>Kayıtlı Sermayesi:</b> 36 000 000 TL
<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b> Bist Sınai/Bist 100/BİST Ana	<b>Piyasa Değeri(TL):</b> 35 280 000
Bist Sürdürülebilirlik Endeksi/ BİST Kobi Sanayi/Bist Gıda, İçecek	<b>Net Kar(TL):</b> 357 813
Bist Tüm/BİST Konya	<b>Dönem:</b> 2017-03

(KAP, Erişim Tarihi: 03.05.2017)

#### 3.4.4. Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.

Kristal Kola 1994 yılında İhlas Holding A.Ş. bünyesinde faaliyete başlamış olup 20 Mart 2014 tarihinden itibaren gruptan ayrılmıştır. 1997 yılında halka arzını gerçekleştirmiştir. Toplamda dört adet üretim tesisine sahip olan firma, iki meşrubat bir doğal kaynak suyu ve bir de doğal maden suyu üretimini gerçekleştirmektedir. Balıkesir, Edremit, Sapanca ve Kırıkkale'de tesisleri yer almaktadır. Üretim kapasitesi, ihracatı, yüksek verimliliği, AR-GE yatırımları ve teknolojik üstünlükleriyle Türk meşrubat sanayinin en güçlü yerli üretim kuruluşlarından biridir (www.kristalkola.com.tr.).

Tablo 9. Kristal kola firmasının genel bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b> KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.	<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b> Bist Sınai/Bist 100/BİST Ana /Bist Gıda, İçecek/ Bist Tüm/BIST Balıkesir
<b>Sektörü:</b> İmalat Sanayii/Gıda, İçki ve Tütün	<b>BIST Kodu:</b> KRSTL
<b>Faaliyet Konusu:</b> Kola ve meşrubat sanayinde kullanılan pet şişe imalatı, bunlara içme suyu ve diğer sıvı gaz veya katı maddeler doldurulması ile su, meşrubat, kolalı içecekler, gazlı ve gazsız meşrubatlar, meyve suları imalatı, ithali, ihracı, sanayi, toptan ve perakende olarak pazarlanmasıdır.	<b>Kuruluş Tarihi:</b> 09/05/1996
<b>Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar:</b> Ana Pazar	<b>İlk İşlem Tarihi:</b> 19.08.1997
	<b>Kayıtlı Sermayesi:</b> 48 000 000 TL
	<b>Piyasa Değeri(TL):</b> 123 840 000
	<b>Net Kar(TL):</b> 120 374
	<b>Dönem:</b> 2017-03

(KAP, Erişim Tarihi: 03.05.2017)

**3.4.5. Pınar Su A.Ş.**

1984 yılında kurulan Pınar Su, Pınar Süt gibi Yaşar Topluluğu'nun bir üyesi olarak 2016 yılsonu itibarıyla su sektöründe yurtiçinde satış yapmaya başlayan %100 Türk sermayeli tek firma olarak çalışmalarını sürdürmektedir. "Pınar Yaşam Pınarım" markası altında Madran, Gökçe ağaç, Akça ağaç ve Uludağ kaynaklarından elde ettiği suları Türkiye'deki ve ihracat yaptığı 25 ülkedeki tüketicilerine en yüksek kalite standartlarında sunmaya devam etmektedir ([www.yatirim.pinarsu.com.tr](http://www.yatirim.pinarsu.com.tr)).

Tablo 10. Pınar Su Firmasının Genel Bilgileri

<b>Ticaret Unvanı:</b> PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	<b>BIST Kodu:</b> PINSU
<b>Sektörü:</b> İmalat Sanayii/Gıda, İçki ve Tütün	<b>Kuruluş Tarihi:</b> 29/03/1982
<b>Faaliyet Konusu:</b> Doğal kaynak suyu ve doğal maden suyu dolum ve satışı	<b>İlk İşlem Tarihi:</b> 28.08.1987
<b>Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar:</b> Ana Pazar	<b>Kayıtlı Sermayesi:</b> 44 762 708 TL
	<b>Piyasa Değeri(TL):</b> 90 420 700
<b>Şirketin Dahil Olduğu Endeksler:</b>	<b>Net Zarar(TL):</b>

Bist Sınai/Bist 100/BİST Ana /Bist Gıda, İçecek/ Bist Tüm/BIST İzmir/BIST Kurumsal Yönetim	-4 406 650 <b>Dönem:</b> 2017-03
--	--

(KAP, Erişim Tarihi: 04.05.2017)

### **3.5.Türkiye’de Makroekonomik Faktörlerin Yıllar İtibariyle Pınar Süt Firmasına Etkisi**

Firma değerinin, ekonominin durumu ve ekonomide yaşanan gelişmelerle yakından ilişkili olduğu daha öncede ifade edilmiştir. Uygulamada yer alan Borsa İstanbul’da işlem gören Pınar Süt A.Ş. ve hisselerinin, 2006- 2016 yılları arasında Türkiye’nin makroekonomik faktörleriyle ilişkisi ve nasıl bir gelişim gösterdiği yıllar bazında açıklanmaya çalışılmıştır.

#### **2006 Yılı Gelişmeler**

Süt ve süt ürünleri pazarına küresel boyutta bakıldığında % 3 oranında büyümenin yaşandığı, üretimde ise % 2 oranında artış görüldüğü bilinmektedir. Türkiye ekonomisinde ise yılda 11 ton civarında süt üretilmekte; kaynakta kullanım, fire, pazara ulaşamama ve endüstriyel kullanım gibi nedenlerle ancak %35’i piyasada satılmaktadır. Süt üretiminin % 25’lik kısmı ekonomiye katkı sağlamaktadır. İTO’nun yaptığı araştırma sonucu ilk 100 sanayi kuruluşu arasında yer alan Pınar Süt, önceki yıllara göre bu yılda net satışlarını %11 oranında artırmıştır (www.yatirim.pinar.com.tr). Pınar Süt hisse fiyatlarını etkileyen önemli gelişmelerin başında ise ihracattaki %25 oranında bir artış yaşanması ve çiğ süt fiyatlarının artışı beraberinde rekabet girdilerindeki artışların tüketiciye yansıtılmaması olmuştur. Bundan dolayı kar marjında bir azalma olup, TMSF’ ye olan borçlarından kurtulmasıyla, pazarın ilki olarak toparlanma aşamasına geçmiştir. Bu yılda tonaj bazında % 10 büyüme gerçekleştirmiştir (www.hurriyet.com.tr). Borsada hisse senetlerinin ortalama günlük işlem hacmi %22,37 artarak 1,3 milyar TL’ye yükselmiştir (www.finans.haberler.com).Türkiye, bu yılda birçok başarılı gelişmeler neticesinde ekonomide verimlilik artırılmaya çalışılmıştır. Hizmet sektörüne yapılan istihdam artışıyla birlikte işsizlik oranı bir önceki yıla göre %9,9 gerilemiştir. GSYH ise yüzde % 6,9 oranında büyüme gerçekleştirmiştir (TÜİK, Erişim Tarihi:12.11.2016). Uluslararası sermaye hareketlerinin etkisiyle Türkiye’den sıcak

para çıkışının yaşanması, yeni para birimi olan Yeni Türk Lirası'nda yüzde otuzluk bir değer kaybına neden olmuş, bundan dolayı meydana gelen güvensizlik, tarım ürünlerinde fiyat artışı, enflasyon beklentilerinin yükselmesi, enflasyonist baskıların ortaya çıkması söz konusu olmuştur. Hükümet, döviz alım ihalelerini kısa süreliğine durdurmuş, likidite düzenlemeleri şeklinde önlem politikalarına öncelik vermiştir (Peker, 2011: 498). Aynı zamanda bu dönemde yaşanan AB ile katılım müzakerelerinin başlaması, bankacılık sisteminde yeniliklere gidilmesi, vergi reformu ve özelleştirme çalışmaları, ekonominin canlanmasına ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını artırmıştır (www.yatirim.pinar.com.tr).

2006 yılı Merkez Bankası verilerine göre, M2 para arzı yıllık %25 değişiklik göstererek 297 481 073 (Bin TL) olmuş, aralık ayı ortalama döviz kuru 1,4316 TL ve enflasyondaki baskılar ve alınan önlemlerle birlikte enflasyon oranları ise TÜFE % 9,65 olurken, ÜFE ise % 11,58 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası faiz oranı olarak bilinen gösterge faiz bu yıl % 18 oranında olurken, gecelik vadede borçlanma faiz oranı yüzde 17,25 olarak sabit kalarak, borç verme faiz oranı yüzde 20,25'ten 22,25'e yükseltilmiştir. Bankaların yatırımcıları yönlendirdiği faiz oranı ise üç aylık vadeli mevduatlara ilişkin yıl ortalaması olarak 17,16 seviyelerinde olmuştur. (TCMB, Erişim Tarihi:12.11.2016). Brent petrol fiyatları ise yıllık ortalama 66,80 dolar düzeyinde seyretmiştir (www.bigpara.hurriyet.com.tr). Uluslararası derecelendirme kurumu Fitch Rating tarafından "B + Outlook Stable" (istikrarlı görünüm) olarak belirlenen Türkiye'nin kredi notu dikkate alınarak uluslararası piyasalardan uzun vadeli finansman sağlanması, bu çerçevede yatırım ve büyüme planlarının uzun vadeli hale getirebilmesi, AB'ye uyum süreciyle birlikte yeni Pazar imkanlarının doğması Pınar Süt açısından önemli bir gelişme olarak görülmüştür (www.yatirim.pinar.com.tr).

### **2007 Yılı Gelişmeler**

Birçok ülkeyi etkisi altına alan, ekonomileri olumsuz yönde etkileyen 2007 küresel krizi, ülkeler için büyük bir risk haline gelmiş, yurtiçi talep koşulları, enflasyon, temel gıda fiyatlarında yükselmeler, petrol piyasası ve bölgesel olarak cari açık dengesizliklerine yol açmıştır. Türkiye uluslararası ekonomi ve mali piyasalarla

etkileşim içinde olduğundan dolayı dış ticaretin, milli gelir içindeki payı % 57'dir. Ülkeye doğrudan yabancı sermaye girişi 21,8 milyar dolara ulaşmış, BIST'teki payı ise % 72 olmuştur. Ekonomide yaşanan mali gelişmeler dünya gıda ve yem fiyatlarında artış yaratarak, gıda sektöründe yer alan Pınar Süt'ün faaliyetlerini de etkilemiştir. Arzda kuraklığa bağlı düşüşlerin yaşanması, biyo-yakıt üretimi için artan hammadde talebi gibi yapısal değişiklikler gıda fiyatlarını denge seviyelerinin üzerine çıkarmıştır (<http://yatirim.pinar.com.tr/UserFiles/FaaliyetRaporu/2007/sut-faaliyet-2007.pdf> Erişim Tarihi:15.11.2016). Hisse Senetleri Piyasası(HSP) ortalama günlük işlem hacmi önceki yıla göre % 17 oranında artış göstermiş, toplam, işlem hacmi ise 388 milyar TL olmuştur ([www.finans.haberler.com](http://www.finans.haberler.com)).

2007 seçimleri ve yapısal reformlarla birlikte arz yönlü şok olarak değerlendirilen gıda fiyatlarındaki olumsuzlukları düzeltebilecek bir ekonomik programın yapılamaması, ABD konut piyasalarında meydana gelen sorunlar, Türkiye'de ve uluslararası finansal sistemde belirsizlikler yaratırken, süt sektöründe de belirsizlikleri beraberinde getirmiştir. Bu durumların yaşanması, Türk parasının dolar karşısında 1,41'den 1,16 'ya gelerek değer kazandırmış, yıl boyunca %19'luk bir değerlenme gözlemlenmiştir. Ekonomide ve siyasetteki kararsızlık neticesinde faizlerde artış yaşanmıştır ([www.ilk250.org.tr](http://www.ilk250.org.tr)). Brent Petrol dünyada yaşanan uluslararası belirsizlik neticesinde ortalama 75,62 dolar seyrederek önceki yıla göre artış göstermiştir. ([www.bigpara.hurriyet.com.tr](http://www.bigpara.hurriyet.com.tr)). Büyümenin %4,7 olarak yaşandığı bu dönemde, Merkez Bankası para arzını genişlettiğini açıklamış, enflasyon oranları ise, TÜFE %8,39 ve ÜFE % 5,94 olarak gerçekleşmiştir.2006 yılında üzerinde durulan hizmet sektöründeki istihdam imkanları bu yılda devam etmiş, % 43,1 oranında artış göstermiştir (TÜİK, Erişim Tarihi:15.11.2016).

## **2008 Yılı Gelişmeler**

2008 yılı Pınar Süt için iyi bir yıl olurken, dünyada yaşanan ekonomik gelişmeler Türkiye ve diğer ülkeleri olumsuz bir şekilde etkilemiştir. 2007 yılında başlayan ve etkisi 2008 yılında daha çok hissedilen ABD konut piyasalarında meydana gelen kriz, finansal firmaların bilançolarında büyük hasarlara yol açmıştır. Türkiye'de finans tarihinin ilk küresel krizi olarak bilinen bu krizde, ekonomide

düşük borçluluk düzeyi, güçlendirilmiş bankacılık sektörü gibi yapısal reformlar yapılsa da, krizden kaynaklı talep daralması ve borçlanma imkanlarının azalması nedeniyle olumsuz şartlar meydana gelmiştir. Talep daralması, durgunluk, deflasyon ihtimali, enflasyonla mücadele politikalarının geride bırakılmasına, gevşek para ve maliye politikalarına yer verilmiştir. Petrol ve diğer emtia fiyatlarında da düşüş beklentisi enflasyonu azaltacağı düşüncesi ortaya çıkmış, yılsonunda TÜFE %10,06, ÜFE %8,81 olarak gerçekleşmiştir (www.yatirim.pinar.com.tr). Enflasyondaki artış, petrol fiyatlarındaki istikrarsız azalış ve artışlar ekonomide beklenen sonucu verememiş, Türkiye % 1,1 oranında büyümüştür. İç piyasadaki daralma neticesinde işsizlik sorunu artmış, işsiz sayısı 33 milyona ulaşmıştır. Bir yandan nüfus hızındaki artış istihdama dahil edilmeyen bir kitleyi oluşturarak, sosyal açıdan da ekonominin yetersiz kalmasına yol açmıştır (www.tobb.org.tr, TÜİK).

MB kurlarına göre dolar bu yılda 1,70 TL 'yi aşmış, yılsonunda 1,51 TL olmuş; faizler ise %19,2 olarak belirlenmiştir, yıl ortalamasına göre ise % 18,33 seviyelerinde olduğu gözlemlenmiştir (TCMB, Erişim Tarihi:12.11.2016). Ekonomiyi derinden etkileyen krizle birlikte Borsa İstanbul, % 52,6 oranında gerileme yaşayarak bir yılda 170 milyar dolar kaybetmiştir. Yatırımcılar ise borsada değerlendirdikleri paralarında %51,6 kayıp yaşamıştır (www.finans.haberler.com). Bütün bu olumsuz koşullar olurken Pınar Süt bu faktörleri göz önünde bulundurarak karlı bir yıla imza atmış, sektörde lider konuma gelmiştir. Süt sektörü için kurulan Ulusal Süt Konseyi'ne dahil olarak faaliyetlerine devam etmiştir. Konseyin amacı, süt sektöründe üretimin yapılarak tüketiciye ulaşmasını, piyasa ve fiyat istikrarının sağlanması ve sektörde canlılığın sürdürülerek geliştirilmesine sağlayacak faaliyetleri esas almıştır (www.yatirim.pinar.com.tr).

## **2009 Yılı Gelişmeler**

2009 yılında Türkiye ekonomisi zor bir süreç yaşamıştır. 2001 yılında yaşanan krizden sonra uygulanan yapısal reformlar, ülkenin mali yapısını ve bankacılık sektörünün güçlendirme çalışmaları sayesinde krizin etkileri azaltılmıştır. En çok reel sektör etkilenmiş olmasına rağmen, krizin etkilerini azaltmak için çeşitli önlemler alınmıştır. Hükümetin vergi destekleri neticesiyle reel sektör krize karşı

güçlendirilmiş, vergi borçlarının taksitlendirilmesi yoluna gidilmiş, ÖTV ve KDV indirimleri yapılmış, KOBİ'lere kurumlar vergisi muafiyeti sağlanmıştır. Bir diğer önlem ise istihdam sorununa yöneliktir. Kısa çalışma ücretlerinin ve işsizlik ücretlerinin artırılması, eğitim danışmanlığı hizmetlerinin verilmesi, ilave istihdam için prim desteği ve İŞKUR'un mesleki eğitim faaliyetinin geliştirilmesi olmuştur. Yatırım teşviklerine yer verilmesi krizin atlatılmasında önemli etkiye sahiptir (Acar, 2013: 17).

Krizin hisse senetlerine yansımaları da kaçınılmaz olarak görülürken, finansal sistemin fon ihtiyacının sermaye piyasalarından sağlanması teşvik edilmiştir. Dolayısıyla 2009 yılında halka arz seferberliği başlatılmış, hisse senetleri piyasası ortalama günlük işlem hacmi bir önceki yıla göre % 45 oranında artmıştır (www.finans.haberler.com). Pınar Süt bu dönemde uzun ömürlü süt pazarında %26,2; Light Süt'te %59'luk pazar payları ile süt ürünleri sektöründeki liderlik konumunu sürdürmüştür. Bu yıl içinde net dönem karı 57 821 619 TL ve hisse başına kazancı ise 1,263 TL'dir (www.yatirim.pinar.com.tr).

2008 yılının etkilerini ortadan kaldırmak için alınan önlemler ve ekonomiyi geliştirici politikalara rağmen ülkemiz % -4,7 oranında bir büyüme gerçekleştirmiştir. Ekonomik krizin yarattığı olumsuz etki en şiddetli olarak istihdamda kendini göstermiş, son beş yılın en düşük oranı olarak %0,4 artış gerçekleşmiştir. İşsizlik oranı ise %14'e yükselmiştir. Merkez Bankası 2008 yılından itibaren parasal genişleme süreci başlatmış, kısa vadeli faiz oranlarını aşağı çekerken, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek finansal sistemi güçlendirmeye çalışmıştır. 2008 yılı Aralık ayında % 15 olan faiz oranı, 2009 yılının Aralık ayında % 6,50 seviyesine düşürülmüştür. Bankaların üç aylık vadeliye uyguladıkları faiz oranları ise yıl ortalamasına göre % 11,76 seviyelerine düşmüştür. Dolaşımdaki para 2008 yılına göre % 12,5'lik artış göstermiştir. Enflasyon oranları da kriz sürecinde dalgalanmalar göstermiş yılsonu itibarıyla TÜFE % 6,53 oranında, ÜFE ise % 5,93 olarak gerçekleşmiştir. Kurlardaki dalgalanma yıl için ortalama 1,5070 TL olarak belirlenmiştir. (TOBB,2010) (www.tobb.org.tr).

## 2010 Yılı Gelişmeler

Ülkemiz, yaşanan küresel krizden uyguladığı mali disiplin ve yapısal reformlar sonucunda hızlı bir çıkış yapan ve küresel ekonomik belirsizlikten görece az etkilenen ülkelerden biri olmuştur. Bunun sonucu olarak da 2010 yılında büyüme %9,2 olarak gerçekleşmiştir (Acar, 2013: 18). TÜİK verilerine göre enflasyon rakamları ise şöyledir: 2010 yılı TÜFE %6,4 ve ÜFE %8,87'dir. Ekonomide yapılan vergi oranlarının yükseltilmesi ve gıda fiyatlarında yaşanan yüksek dalgalanmalar etkisiyle enflasyonda belirsizlikler yaşanmış, gevşek para ve maliye politikalarının uygulanması sonucu enflasyon rakamların da artış görülmüştür. Merkez Bankası, artan sermaye girişlerini sınırlandırmak için faiz oranlarını belirli bir düzeyde tutarak gecelik borçlanma faizini %1,75 seviyesine indirmiştir. Üç aylık vadeli mevduatlara uygulanan faiz oranları da önceki yıl ortalamalarına göre düşürülmüştür. Türk Lirası kısa vadeli yatırımlar için değerini kaybetmiştir. Uygulanan politikalar bono faizlerini de düşük düzeyde kalmasına ve 2010 yılı aralık ayında gösterge tahvil faizini % 7,1 seviyesine düşmüştür. 2010 yılında Euro bölgesi ülkelerinde yaşanan borçlanma sorununa ilişkin endişelerin küresel risk taşınması nedeniyle döviz kuru 1,60 seviyelerinde seyretmiş, Yunanistan ve İrlanda'nın IMF-AB kurtarma fonuna dahil olması ile düşüş gösteren döviz kuru, Merkez Bankası'nın politikaları sonucu 1,55 seviyelerinde kalmıştır 2010 yılında Pınar Süt, ana ürün kategorilerin de liderliğini korumaya devam etmiş ve satışlarında ve gelirlerinde önemli oranda artışlar yaşamıştır. Toplam satışları 2010 yılında %20 artış kaydetmiş, 29 ülkeye ihracat yapan Şirket, 2010 yılında 29 milyon Amerikan doları tutarında ihracat gerçekleştirmiştir. Türkiye'de ambalajlı süt ürünleri pazarı %8 büyüme göstermiştir. Dünyada yıllık çiğ süt üretimi 714 milyon ton olurken, Türkiye yaklaşık 12 milyon ton üretimle dünya sıralamasında 15. sırada bulunmaktadır (www.pinar.com.tr).

2010 yılındaki gelişmeler borsa açısından da başarılı geçmiş, dolar bazında işlem hacmi %35, BİST 100 Endeksi ise %21 artmıştır. Avrupa borsaları kriz öncesi değerlerin altına düşerken BİST endeksleri yükselişte kalmış, istikrar büyüme ve beraberinde yüksek işlem hacmi sayesinde Dünya Borsalar Federasyonu'nun 2010 yılı için en yüksek getiri sıralamasında borsa 11. sırada yer almıştır. Pay piyasasında

işlem gören şirket sayısı 379 olurken, ulusal pazarda işlem gören şirketlerin piyasa değeri 523,3 milyar TL olmuştur. (www.finans.haberler.com)

### **2011 Yılı Gelişmeler**

Pınar Süt, 2010 yılına göre üretimini artırarak %10 seviyelerine çıkarmış, net satışları ise % 12,8 oranında artmıştır. İhracat faaliyetlerindeki artış ise toplam satışları %8’ni oluşturarak elde edilen gelir 33,3 milyon Amerikan doları olmuştur. Bu yıl için net karı ise 73 milyon TL’dir. Ülkemizde canlı bir pazara sahip olmasının yanı sıra doğu Asya’da da Pazar canlılığını artırmış, Körfez ülkeleri, Irak, Orta Asya Türk Cumhuriyetleri ve Kıbrıs’ı hedef Pazar olarak seçmiştir (www.pinar.com.tr). Avrupa’da yayılan ekonomik ve siyasi dalgalanmaların olması ekonomik açıdan piyasalarda daraltıcı bir yapı izlerken, Borsa’da hisse senetleri işlemleri istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. Toplam işlem hacmi, bir önceki yıla göre yüzde 9,3 artışla 694,9 milyar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi olumlu gelişmeler göstermiş, halka arzlar artmış ve yeni uygulamalar getirilmiştir. Borsa İstanbul, gelişmekte olan ülke borsaları arasında hisse senetleri işlem hacmi açısından 7. sırada yer alırken, işlem görme oranı açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsaları arasında 4. sırada yer almıştır (www.finans.haberler.com, www.pinar.com.tr. ).

Merkez Bankası, Avrupa’ da yaşanan ekonomik belirsizlikler nedeniyle bazı tedbirler almış, krediler, yurt içi talep ve enflasyon üzerindeki etkileri ele alınmış, yılsonuna kadar politika faizi ve gecelik borçlanma faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir. Bakanlar kurulu kararı ile de bazı motorlu taşıt, cep telefonu, alkollü içecek ve tütün mamullerinde ÖTV oranları arttırılmıştır. Enflasyon ve işlenmemiş gıda fiyatları üzerindeki baz etkisinin azalması sağlanmış, gıda fiyatlarındaki artış ve döviz kurundaki değişimlerin temel mal fiyatlarına geç yansımaları etkili olmuştur. Politika faizi %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı da %5,0 düzeylerinde sabit tutulmuştur. Üç aylık vadeli mevduatlara ilişkin faiz oranları ise düşük seviyelerde istikrarlı şekilde devam etmiştir. M2 para arzında reel olarak da %2,5’lik artış meydana gelmiştir. Avrupa ülkelerinde yaşanan kamu borcu sorunları ve ekonomideki belirsizliklerin artması neticesinde döviz kurlarını etkilemiştir. Türkiye’den yapılan sermaye çıkışları ile Türk Lirasının değer kaybı hızlanmıştır.

2011 yılı sonunda yıllık ortalama değerlere göre nominal olarak Türk Lirası karşısında Amerikan Dolar'ı %11,5 oranında değer kazanarak 1,67102 TL'ye, Euro %16,8 oranında değer kazanmıştır (TOBB,2011) ([www.tobb.org.tr](http://www.tobb.org.tr)). Uluslararası piyasaların 2008 yılında yaşanan kriz ve beraberinde finansal belirsizliklerin yaşanması neticesinde petrol fiyatları da etkilenmiş, Brent petrol önceki yıllara göre artmış ve 2011 yılında ortalama 112,25 dolar civarında işlem görmüştür([www.bigpara.hurriyet.com.tr](http://www.bigpara.hurriyet.com.tr)). 2011 yılı aralık ayında TÜFE bir önceki yılın Aralık ayına göre %10,45 artış gerçekleşmiştir. Ekonomi %8,8 'lik büyüme yaşamıştır. İstihdam edilenlerin sayısı, bir önceki yıla göre 1 milyon 516 bin kişi artarak 24 milyon 110 bin kişiye ulaşmıştır. 2011 yılında tarım sektöründe çalışan sayısı 460 bin kişi, tarım dışı sektörlerde çalışan sayısı ise 1 milyon 56 bin kişi artmıştır. İşsizlik oranı ise 2,1 puanlık azalış ile % 9,8 seviyesinde gerçekleşmiştir (TÜİK).

### **2012 Yılı Gelişmeler**

Türkiye ekonomisi yapısal reformlarla kendine gelirken, Borsa İstanbul, artan performansıyla birlikte BİST-100 Endeksi % 53 oranında artmıştır. Borsada işlem gören şirketlerin piyasa değeri toplamı 2012 yılı sonunda bir önceki yılsonuna göre yüzde 44 oranında artmıştır ([www.finans.haberler.com](http://www.finans.haberler.com)).

Pınar Süt hisseleri ise sektör liderliği neticesinde yıl içinde dalgalanmalar gösterse de yılsonunda artma eğilimi göstererek yatırımcılara kazanç sağlamıştır. 2012 yılında Türkiye'de süt sektöründe bilinçlendirme faaliyetleri hızla artmıştır. Obeziteye karşı bilinçlenme ve Okul Sütü Projeleri ses getiren çalışmalar olup, Pınar Süt liderlik pozisyonunu pekiştirmiştir. Uzun ömürlü süt içindeki toplam ciro pazar payını %31,8'ye yükseltmiştir. Pınar Süt'n şanlıurfa' da açacağı fabrikasıyla birlikte istihdamda artış ve üretimde yeni yatırım kolları yaratacağı kararı almıştır. Artan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri nedeni ile 2011 yılına göre düşüş göstermesine rağmen net dönem kr güçlü bir seviyede, 54,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir ([www.pinar.com.tr](http://www.pinar.com.tr))

Küresel riskleri göze alan Türkiye için 2012 yılında sermaye girişleri artmıştır. Kredilerde beklentilerin üzerinde artışın olması, Türk Lirasını değerlendirmiştir. TCMB bundan dolayı finansal istikrarın üzerindeki riskleri dengelemek için gösterge faizini sınırlı oranda indirmiş, aralık ayına kadar faiz oranlarını sabit tutmuştur. Yıl sonunda ise gösterge faizini 25 baz puan düşürerek %5,50 düzeyinde belirlemiştir. Bankaların uyguladığı üç aylık vadeli mevduat faizleri ise yıl ortalamasına göre artma göstererek bankaların mevduat toplama gücünü yeniden kazandırmıştır. Bu dönemde, M2 para arzında reel olarak da %3,5'lik artış olurken, 2012 yılında gelişmekte olan ülkelerin risk düzeylerindeki azalış yılın ikinci çeyreğinden itibaren birçok ülkenin genişletici para politikası uygulaması sonucu sermaye akımları tekrar hızlanmıştır. Ülkemizde bu gelişmelerden etkilenirken, uygulanan politikalar döviz kurlarındaki değişmelerin azalmasını sağlamıştır. Yıllık ortalama değerlere göre nominal olarak Türk lirası karşısında Amerikan Doları %7,3 oranında değer kazanmıştır (TOBB,2012:107)

GSYİH' da %2,2'lik büyüme gerçekleşmiştir. Enflasyonda bir azalma süreci yaşanırken, iç talebin daralması ve ithalattaki düşüş, ihracata yönelik politikalar ekonomik dengelerin iyileşmesinde önemli etken olmuştur. 2012 yılı sonunda TÜFE' de 2011 yılsonuna kıyasla %6,16 artış gösterirken ÜFE oranı ise 2012 yılı sonunda %2,45'e düşmüştür (TÜİK,2016). Uluslararası emtia fiyatlarında yaşanan ılımlı dalgalanmalar, döviz kurlarının belirli bir düzeyde seyir etmesi ve işlenmemiş gıda fiyatlarında gerileme yaşanması sonucu enflasyonu son 44 yılın en düşük değerine ulaştırmıştır. Enerji ve ekonomideki fiyat ve vergi ayarlama çalışmaları enflasyonu olumsuz etkilemiştir (TOBB,2012:107). İstihdam oranı %45,4 olarak gerçekleşirken, işsizlik oranı %9,2 gerçekleşmiştir (TÜİK).

### **2013 Yılı Gelişmeler**

Türkiye ekonomisi, 2013'ün son çeyreğinde %4,4'lük bir büyüme oranı yakalamıştır. Hükümetin Orta Vadeli Programı uygulaması büyüme hedeflerini gerçekleştirmesine ve kredini notunun uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından artırılmasını sağlamıştır. Ayrıca bu yıl için önemli gelişmelerden biri olan Türkiye'nin IMF'ye stand-by anlaşmasından kalan son kredi taksit borcunu ödemesi

olurken; artık Türkiye, sonraki dönemler için IMF'ye kredi sağlayan ülkeler grubunda yer almaya başlamıştır. 2013 yılı enflasyon oranlarının yüksek olduğu bir yıl olmuştur. TÜİK' in bu yıl ki verilerine göre, TÜFE'de yüzde 7,7; ÜFE'de ise yüzde 6,8 oranlarında bir artış yaşanmıştır. Ekonomide büyüme dış kaynaklardan sağlanan kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olurken, hedef olarak sonraki dönem için cari açığın azaltılması yoluna gidilmesi ve enflasyonun düşürülmesi seçilmiştir. Eylül ayındaki verilere göre işsizlik oranı yüzde 9,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, istihdam oranı ise yüzde 46,3 gibi düşük bir düzeyde kalmıştır (www.ikv.org.tr).

2013 yılında Moody'in Türkiye'nin kredi notunu arttırması ve yatırım yapılabilir düzeye yükseltmesiyle birlikte borsa endeksi yüksek trend sağlamış, 22 Mayıs'taki FED Başkanı'nın açıklamasına kadar geçen sürede BIST 100 endeksinin getirisi yaklaşık %19 olurken, açıklama sonrasında 18 Aralık tarihindeki tahvil alımlarında azaltma kararına kadar olan dönemde %23 seviyesinde değer kaybı gerçekleşmiştir. Borsa, FED Başkanı'nın yaptığı açıklama ile tarihin en yüksek seviyesi olan 93.178'lik zirvesine ulaşmıştır. Borsa İstanbul Pay Piyasası, 2013 yılı sonunda, önemli bir likidite göstergesi olan pay devir hızı sıralamasında 50 ülke arasında 3. sırada yer almıştır (www.finans.haberler.com). Pınar Süt açısından sürdürülebilir kârlı büyüme hedefi doğrultusunda başarılı sonuçlar alınan bir yıl olmuştur. 2013 yılı içerisinde izlediği doğru stratejilerle, uzun ömürlü sade süt pazarında %29,2, light sütte %61,1, zenginleştirilmiş çocuk sütlerinde %54,5 oranında ciro pazar payları ile süt ürünleri sektöründe lider pozisyonunu korurken, aromalı sütte 2013 yılında %19,5 ciro payıyla liderliğe yükselmiştir. Net dönem kârı ise %17,45 oranında bir artışla 67,4 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Teknolojik gücünü ve bilgi birikimini rekabet avantajına dönüştüren Pınar Süt, büyüme stratejisi doğrultusunda 3. Fabrikasının temelini Şanlıurfa'da atmıştır (www.eng.pinar.com.tr).

TCMB, mayıs ayına gelinceye kadar sermaye giriş çıkışlarının istikrarlı ve güçlü seyretmesiyle ekonomide istikrarın sağlanması için kademeli olarak faiz indirimi yapmıştır. Döviz likiditesini artırıcı önlemler almıştır. 2013 yılsonu itibariyle gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde, politika faizi 4,50, borç verme faiz oranı %7,75 düzeyinde sabit tutulmuştur. Banklara uygulanan üç aylık vadeli mevduat faiz

oranları ise düşürülmüş, böylelikle döviz girişi için gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri yakından izleyerek uyguladığı politikaları değerlendirmiş ve ülke ekonomisinin dengelenmesine katkı sağlamıştır. 2013 yılında küresel ve yurtiçi siyasi gelişmelerin etkisiyle Türk Lirası; Dolar ve Euro karşısında değer kaybetmiştir. 2013 yılı sonunda yıllık ortalama değerlere göre nominal olarak Türk Lirası karşısında Amerikan Doları % 6,1 oranında, Euro % 9,7 oranında değer kazanmıştır. M2 para arzında reel olarak % 13,1'lik artış meydana gelmiştir (TCMB,2013 rapor). (www.tobb.org.tr).

### **2014 Yılı Gelişmeler**

Türkiye’de süt üretimi bu yıl önceki yıla göre %1,5 oranında artış göstermiştir. Pınar Süt bu yıl istikrarlı ve güçlü mali performansa sahip olmuştur. Brüt satışları önceki yıla göre %15,3 artarak 1,25 milyar TL olarak gerçekleşirken, net satışlar ise %16,1 oranında artışla 940,5 milyon TL olmuştur. Yılsonunda brüt kârı 157,7 milyon TL olarak kaydedilen Pınar Süt 87,1 milyon TL net kâr elde etmiştir. Pınar Süt, büyümesini hızlandırırken, tüketiciye yönelik kampanya çalışmalarına devam etmiş, yeni ürünler geliştirerek marka gücünü artırıcı etkinliklerde bulunmuştur (www.yatirim.pinar.com.tr, TÜİK , Erişim Tarihi:13.11.2016).

Borsa İstanbul piyasalarında ise toplam işlem hacmi 2014 yılında % 13,7 artış göstererek 9 milyar Türk Lirası olmuştur. İşlem hacminin % 85’ini Borçlanma Araçları Piyasası oluşturmaktadır. Endeksin 2014 yılında yıllık % 26,43 değer kazanmasıyla birlikte Borsa İstanbul dünyada en yüksek getiri sağlayan 5. borsa olmuştur (www.finans.haberler.com). Bu gelişmelerin yanında Türkiye ekonomisi ise büyüme açısından gerilemiş, bir önceki yıl %4,1 olarak gerçekleşen GSYH büyümesi, 2014’ün ilk dokuz ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2,9 olarak gerçekleşmiştir. TL’deki değer kaybının da etkisiyle büyüme daha çok ihracat lehine değişmiştir. TCMB’nin faiz politikası ve BDDK’nın kredi/kredi kartı uygulamalarında getirdiği sınırlamalarla tüketim harcamalarının büyümeye katkısı giderek azalmıştır. 2014 yılında, bir önceki yılsonuna göre Yİ-ÜFE %6,36, TÜFE %8,17 oranında artış göstermiştir (www.pinar.com.tr, TÜİK,).

Bu rakamlara göre ekonomi son 3 yıldır eski canlılığını kaybetmiş durumdadır. Üç yıllık büyüme ortalaması %3,1 gibi düşük bir düzeyde olmuştur. Cari açığın ise aynı hızla küçülmemesi birtakım yapısal sorunları da beraberinde getirmekte, ABD'nin parasal genişlemeyi sonlandırması bir diğer önemli husus teşkil etmektedir. Bu yılda olumlu gelişme gösteren göstergelerden biri istihdam olmuştur. 2014'de 1,3 milyon yeni istihdam sağlanmıştır. Sanayi ürünlerinde ihracat rakamları artarken, petrol fiyatlarındaki düşüklük ihracat ve ithalat üzerinde dalgalanmalara neden olmuştur. 2014 yılı sonu itibariyle uygulanan Onuncu Kalkınma Planı çerçevesinde 25 öncelikli dönüşüm programı uygulamaya koyulmuştur. 2015 yılına gelindiğinde İstihdam, Sanayi Yatırımı ve Üretimi Destek Paketi açıklanmıştır. Sermaye akımlarında dalgalanmalar, ABD'nin finansal açıdan tutumu gibi etkilerden dolayı ekonomide oluşan belirsizlikler nedeniyle 2013 yılı sonu ve 2014 yılı başında Türk Lirasında önemli değer kayıpları yaşanmış ve piyasa faiz oranlarında sert yükselişler gerçekleşmiştir. Faiz oranlarında değişikliklere gidilmemiştir. M2 para arzı % 11,9 artarak 1 018 546 milyon TL olmuştur. M2 para arzında reel olarak da % 3,4'lük artış meydana gelmiştir. 2014 yılında Türk Lirası yabancı ülke paraları karşısında değer kaybına uğramıştır (www.tobb.org.tr). 2011'den Eylül 2014'e kadar petrol fiyatları 80-120 dolar aralığında inişli çıkışlı bir dalgalanma göstermiştir. Küresel ekonomideki belirsizlik ve ticarete meydana gelen yavaşlamalar petrol fiyatlarının da düşmesine sebep olmuştur (www.dunya.com. ).

### **2015 Yılı Gelişmeler**

Bu yıl hem Türkiye hem de Dünya ekonomisi için oldukça zorlu bir yıl olmuştur. Türkiye'nin bu yılda iki defa seçim geçirmesi, küresel ekonomideki belirsizlik, ülkelerin beklenenin altında performans göstermesi, düşük emtia fiyatları, merkez bankalarının para politikası kararlarının yarattığı beklentiler, gelişmiş ekonomilerin yüksek borçluluk seviyeleri, gelişmekte olan ekonomilerin yapısal sorunları ve jeopolitik faktörler finansal sistemi önemli derecede etkilemiştir. Suriye başta olmak üzere Ortadoğu'da artan jeopolitik riskler ve Rusya ile yaşanan gerginlik sonucu ABD Merkez Bankası (FED); kalkınma için ekonomik faaliyetleri düzenlemiş, istihdamda artış politikası uygulayarak Aralık ayında "parasal sıkılaştırma" adı verdiği düzenlemeye başlamıştır. Bu durumdan Dünya ölçeğinde

dalgalanmalar ve gelişmekte olan ülke para birimlerinde kayıpları beraberinde getirerek Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Türkiye'ye sermaye girişlerinde görülen zayıflama, döviz kurlarında önemli dalgalanmalara neden olmuştur. Buna rağmen reel sektör üretim, yatırım, ihracat ve istihdam sağlamaya devam etmiştir ve Türkiye ekonomisi 2015'de yüzde 4 oranında büyümüştür. Büyümeye en büyük katkı tüketimden gelirken özel sektör yatırımlarında ılımlı bir canlanma yaşanmıştır. Başta ham petrol olmak üzere enerji fiyatlarındaki gerileme ithalattaki düşüşün belirleyicisi olurken, ithalattaki azalışın ihracattaki azalıştan daha yüksek olması dış ticaret açığını azaltmıştır.

2015 yılında TÜFE yüzde 8,81, Yİ-ÜFE ise yüzde 5,71 artmıştır. Enflasyonun belirgin olarak hedefin üzerinde gerçekleşmesinde; döviz kurunda kaydedilen istikrarlı artışlar, gıda fiyatlarının yüksek seyri ile beklentilerdeki bozulmaya bağlı olarak enflasyon eğiliminin güçlenmesinin etkili olmasıdır. 2015 yılında Türk Lirası küresel ekonomide ve yurtdışındaki siyasi gelişmelerde yaşanan belirsizliklerin etkisiyle yabancı ülke paraları karşısında değer kaybına uğramıştır. Yılsonunda yıllık ortalama değerlere göre nominal olarak Türk Lirası karşısında dolar % 24,3 değer kazanmıştır. 2015 yılı içinde uygulanan sıkı para politikası uygulamaları sonucu M2 para arzı % 18,4 artarak 1 206 005 milyon TL olmuştur. M2 para arzında reel olarak da % 8,8'lik artış meydana gelmiştir. TCMB, politika faizini Şubat ayında 25 puan indirerek % 7,50'ye düşürmüştü, gecelik borçlanma faiz oranını % 7,25'e, gecelik borç verme faiz oranını da % 10,75'e indirmiştir. Bankaların vadeli mevduatlara uyguladığı faiz oranı ise önceki yıla göre artırılmış, on iki ayın ortalamasına göre % 10,64 seviyelerine gelmiştir. Küresel finansal piyasalarda belirsizliklerin devam etmesi, yurt içinde gıda fiyatlarındaki artışların enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi nedeniyle faiz indirimlerini ölçülü düzeyde tutmuştur. Bu yıl, istihdamın büyük çoğunluğu özel sektörde olmuştur. İşsizlik oranı yüzde 10'un üzerine çıkmıştır (www.tobb.org.tr, TÜİK, TCMB,).

Petrol fiyatlarının düşmesiyle beraber borsa endeksinde % 5,4 'lük bir düşüş gözlemlenmiştir. Bu yılda yapılan genel seçimlerden dolayı hisse senetlerinde satışlar yükselmiş ancak mayıs ayını %1,2'lik düşüşle tamamlamıştır. Siyasi belirsizliklerin artmasına bağlı olarak dalgalı bir seyir izlenmiş, genel seçimin

ardından gün içinde 75.268 düzeyi görülmüştür. Jeopolitik endişelerin artması ve diğer ülkelerde meydana gelen siyasi çatışmalardan etkilenen borsa endeksi aşağı yönlü baskı yaratmıştır. Yılsonuna göre bakıldığında ise, borsa endeksi %6,8 oranında düşüş kaydetmiştir (www.finans.haberler.com). Buna ilaveten süt ve mamulleri ihracatı ekonomide yaşanan durumlardan etkilenerek, sektör sorunlar yaşamasına neden olmuştur. İhracatta bir küçülme gerçekleşmiştir. Sektörün ihracatında yaşanan daralmadan çıkılması için

Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı'nın aldığı önlemler ve yaptığı düzenlemelerin mevcut olduğu bilinmektedir. Pınar Süt, sürdürdüğü istikrarlı mali performans sonucunda, 2015 yılında brüt satışlarını %7,6 artırırken, net kârı ise %6,2'lik kâr marjı ile 62,2 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Firma, dış piyasalardaki zorlu koşullara rağmen 28 ülkeye ihracatını sürdürmüştür. Pınar Süt, ciro açısından 2015'te peynir kategorisinde %19,7, süt kategorisinde %6,0, ayran segmentinde ise %33,6 büyüme gerçekleştirmiştir. Sektörde ülke toplam ihracatı içindeki pazar payını %19'a yükseltmiştir (www.pinar.com.tr).

### **2016 Yılı Gelişmeler**

Türkiye'nin 2016 yılı Haziran ayı sonuna kadar olan ekonomik durumuna bakıldığında %3,9 oranında bir büyüme gerçekleştirmiştir. TÜFE bir önceki aya göre %0,47 ile %0,1 olan piyasa beklentisinin üzerinde artış kaydetmiştir. Bu dönemde, Yİ-ÜFE'de %0,41 oranında yükselirken, yıllık enflasyon oranı %7,64 olmuştur. Mayıs verilerine göre İşsizlik oranı %9,4 seviyesinde; İstihdam oranı % 47,5 oranında olmuştur. 30 Haziran itibarıyla USD/TL kuru 2,8757 düzeyinde gerçekleşmiştir. TCMB, yaptığı Haziran ayı toplantısında faizlere ilişkin olarak düşürme kararını açıklamış, faiz koridorunun üst bandını oluşturan gecelik borç verme faiz oranını beklentiler paralelinde 50 baz puan indirerek %9 düzeyine çekmiştir. Politika faizi olan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı (%7,5) ile gecelik borçlanma faiz oranı (%7,25) ise mevcut seviyelerinde kalmıştır. Bankaların uyguladığı üç aylık vadeli mevduatlara ilişkin faiz oranı ise altı aylık süreçte ortalama % 11,73 seviyelerine çıkmıştır. Küresel ekonomide riskin artacağı beklentisi ve Türkiye'nin komşusu olduğu ülkelerde yaşanan siyasi sıkıntıların ülke

ekonomisini olumsuz etkileyeceği düşüncesinden dolayı yatırımcıların Türk Lirası olan varlıklara yönelik talebi artmıştır. Mayıs ayını 78 bin seviyesinde tamamlayan BİST-100 endeksi, 7 Haziran'da 79.420 seviyesini gördükten sonra yönünü tekrar aşağı çevirmiştir. Endeks, bu dönemde gerileyerek 4 ayın en düşük seviyesine inmiştir (www.ekonomi.isbank.com.tr, TÜİK,) Eylül ayı itibariyle OPEC üretimi düşürme kararını dünya ekonomisiyle paylaşmış, Brent tipi ham petrolünün varil fiyatı yüzde 6 artışla 49 dolara çıkmıştır. 2 yıl önce 110 dolar seviyesinde olan petrolün varil fiyatı geçen sürede hızla düşmüştür (www.bbc.com).

Pınar Süt'ün durumu ise, 2016 yılı ilk dokuz aylık sonuçlarına göre, net satış gelirleri 2015 yılının aynı dönemine göre % 6,41 artarak 798,4 milyon TL olarak; net dönem karı 55,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde 31 031,637 Amerikan Doları ihracat gerçekleştirerek teknolojik gücünü ve bilgi birikimini rekabet avantajına dönüştürmeye devam etmektedir (www.yatirim.pinar.com.tr).

### **3.6. Yöntem ve Veriler**

Milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam düzeyi ve petrol fiyatları olarak belirtilen makroekonomik faktörler, hisse senetlerinin fiyatlarını olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Bu durum yatırımcılar için firma değerlemesi aşamasında önem taşımaktadır. Uygulamada 2006:01-2016:06 dönemleri arasında Pınar Süt firmasının hisse senedi fiyatlarını etkileyen makroekonomik faktörlerin yardımıyla öncelikle basit korelasyon analizine, bu analiz sonuçlarının güvenilirliğinin ve doğruluğunun desteklenmesi amacıyla ikinci analiz olarak çoklu doğrusal regresyon analizine yer verilecektir.

Korelasyon analizi, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi veya bir değişkenin birden fazla değişkenle olan ilişkisinin test edilmesi, varsa ilişkisinin derecesinin ölçülmesinde ve yorumlanmasında kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Araştırma uygulamasında kullanılan bir değişkenin birden fazla değişkenle olan ilişkisine yer verilmiş olup, hisse senetleri fiyatlarının makroekonomik faktörler olan; milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam oranı ve petrol fiyatları bu değişkenleri oluşturmuştur.

Analiz sonucunda ilişkinin derecesi korelasyon katsayısı ile hesaplanır. Bu katsayı “r” ile gösterilir ve -1 ile +1 arasında değerler almaktadır (Kalaycı, 2010: 116). İki değişken için hesaplanan korelasyon katsayısı;

- ◇ Kuvvet(düşük-orta-yüksek)
- ◇ Yön(pozitif-negatif)
- ◇ Açıklanan varyans(determinasyon katsayısı, $r^2$ )
- ◇ İstatistiksel anlamlılık ve
- ◇ Pratik anlamlılık açısından yorumlanabilmektedir.

Korelasyon katsayısının 1.00 olması mükemmel pozitif ilişkiyi,-1.00 olması mükemmel negatif bir ilişkiyi, 0.00 olması ilişkinin olmadığını göstermektedir. Yorumlamada korelasyon katsayısı için sıklıkla kullanılan sınırlar ise şöyledir: mutlak değer olarak, 0.70 ile 1.00 arasında olması yüksek, 0.70 ile 0.30 arasında olması, orta; 0.30 ile 0.00 arasında olması ise düşük düzeyde bir ilişki olarak tanımlanmaktadır (Büyüköztürk, 2007: 31-32).

Tablo 11. İki değişken arasında veya bir değişken ile birden fazla değişken arasındaki korelasyon yorumu

<b>r</b>	<b>İlişki</b>
0,00-0,25	Çok Zayıf
0,26-0,49	Zayıf
0,50-0,69	Orta
0,70-0,89	Yüksek
0,90-1,00	Çok Yüksek

(Kalaycı, 2010:116)

Uygulamada bir diğer yöntem olarak çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Bu analizle bağımlı değişkenin (yordanan değişken), iki ya da daha fazla bağımsız değişkenlerle (yordayıcı değişkenlerle) olan ilişkisinin tahmin edilmesi, yordayıcı değişkenler tarafından bağımlı değişkende açıklanan toplam varyansın yorumlanmasına, istatistiksel anlamlılığına, yordayıcı değişkenlerle bağımlı değişkenler arasındaki ilişkisinin yönüne ilişkin bir analiz türüdür. Analizde n tane bağımsız değişken için (Büyüköztürk, 2007: 98);

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_n X_n + u$$

Y:Bağımlı Değişken

X:Bağımsız Değişken

$\beta$ : Tahmin Edilecek Parametreler

u:Hata Terimi

Çoklu doğrusal regresyon modelinin varsayımları işe şöyledir (Kalaycı, 2010:259);

- 1.Normal dağılım
- 2.Doğrusallık
- 3.Hata terimlerinin ortalaması sıfırdır.
- 4.Sabit varyans
- 5.Otokorelasyon olmaması
- 6.Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olmaması.

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki ortak etkisi  $R^2$  ile incelenmekte, bu değer tüm değişkenlerin birlikte Y' de açıkladıkları varyans oranını vermektedir. Analizde eğimler ( $\beta$ ), diğer değişkenler sabit tutulduğunda o bağımsız değişkendeki birim artışa karşılık bağımlı değişkendeki değişim miktarını gösterir ve kısmi eğim ya da kısmi regresyon katsayısı olarak isimlendirilmektedir (Büyüköztürk, 2007: 98).

Uygulama bağımlı değişken olarak;

**Hisse Senedi:** Pınar Süt firmasının 2006-2016 yılları arasındaki bilanço dönemi sonrasındaki üç aylık çeyrek döneme ilişkin günlük kapanış fiyatlarının ortalaması alınmıştır.

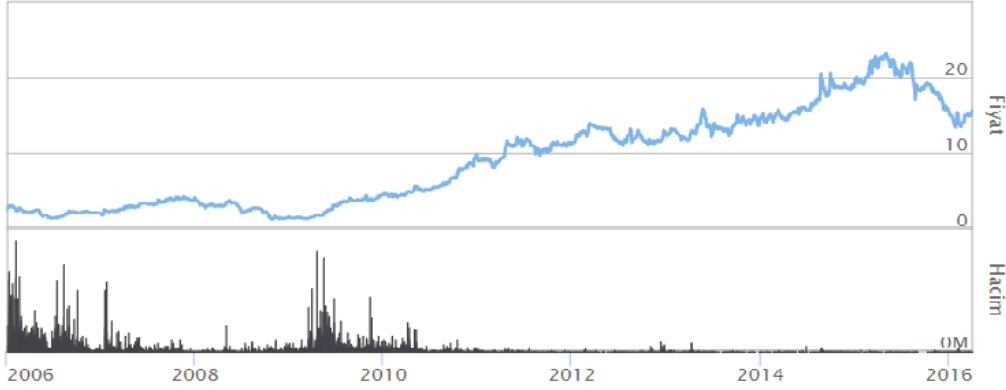
Tablo 12. Pınar süt firmasının hisse senedinin günlük kapanış fiyatları 3 aylık ortalamaları

YILLAR Gün Sayısı	Pınar Süt A.Ş. Hisse Senedi Günlük Kapanış Fiyatları 3 Aylık Ortalamaları			
	Ocak (Gün)	Şubat (Gün)	Mart (Gün)	Ort.
2006	17	20	23	3,46
2007	20	20	22	2,32
2008	22	21	22	3,19
2009	21	20	23	1,43
2010	20	20	24	4,44
2011	21	20	24	8,92
2012	22	21	22	12,72
2013	22	20	21	12,36
2014	22	20	21	14,76
2015	21	20	22	20,36
2016	20	21	23	14,53

(www.bigpara.hurriyet.com.tr)

2006:1 -2016:3 dönemi yıllık Pınar Süt A.Ş. Hisse Senetleri Günlük Kapanış Fiyatları Grafiği şöyledir:

Grafik 1. Pınar süt firmasının hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları



(Grafik:www.bigpara.hurriyet.com.tr)

Pınar Süt hisse fiyatlarını etkileyen Türkiye ekonomisi makroekonomik faktörler olarak belirtilen 2006: 01-2016: 06 dönemine ilişkin bağımsız değişkenler işe şöyledir:

**GSYİH:** Üretim Yöntemiyle (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, 1998 - 2013 (Alıcı Fiyatlarıyla))(Milyon TL)

**Enflasyon Oranı:** Fiyat Endeksi (Tüketici Fiyatları)(2003=100) Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre Değişim (%)

**Faiz Oranı:** Mevduat Faiz Oranları (Aylık) 3 Ay Vadeli açılan Mevduat Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları-Yıllar itibariyle 12 aylık dönem ortalaması

**Para Arzı:** M2 Para arzı (Bin TL) yıllar itibariyle aralık ayı sonu verileri

**Döviz Kuru:** TL dönüşümü yapılmış (USD) ABD Doları (Döviz Satış) yıllar itibariyle ortalamaları

**İstihdam Oranı:** Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış yıllar itibariyle 12 aylık istihdam edilenlerin ortalama verileri

**Petrol Fiyatları: Brent Petrol Fiyatları (\$)** yıllara göre 12 aylık ortalama verileri

Tablo 13. 2006: 01-2016: 06 dönemine ilişkin makroekonomik faktörlerin verileri

<b>YILLAR</b>	<b>Milli Gelir (MilyonTL)</b>	<b>Enflasyon Oranı (%)</b>	<b>Faiz Oranı</b>	<b>Para Arzı(M2)</b>	<b>Döviz Kuru (\$/ TL)</b>	<b>İstihdam Oranı (İstihdam edilenler)</b>	<b>Brent Petrol Fiyatı (\$)</b>
2006	758 391	9, 65	17, 16	297 481 073	1, 43	19, 94	66, 80
2007	843 178	8, 39	18, 40	345 028 428	1, 30	20, 23	74, 67
2008	950 534	10, 06	18, 33	434 205 424	1, 29	20, 59	97, 68
2009	952 559	6, 53	11, 76	494 024 148	1, 54	20, 64	64, 09
2010	1 098 799	6, 4	9, 00	587 814 547	1, 50	21, 88	80, 65
2011	1 297 713	10, 45	9, 04	665 642 351	1, 67	23, 22	112, 25
2012	1 416 798	6, 16	9, 84	731 770 695	1, 79	23, 95	111, 54
2013	1 567 289	7, 4	7, 78	890 705 564	1, 90	24, 64	108, 44
2014	1 748 168	8, 17	9, 92	1 011 490 295	2, 18	25, 90	97, 52
2015	1 952 638	8, 81	10, 64	1 206 005 293	2, 72	26, 65	54, 39
2016*	1 023 776	3, 63	11,73	1 272 179 301	2, 91	27, 18	45, 99

(TCMB, TÜİK, \*: 2016: 06 dönemini ifade etmektedir.)

Tanımlanan Türkiye ekonomisi verileri için kaynaklar; Borsa İstanbul(BİST), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), TC Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) ve Türkiye İstatistik Kurumu İnternet Sitelerinden; petrol ve hisse senetleri verileri için Pınar Süt Yatırım İlişkileri ile <http://bigpara.hurriyet.com.tr/borsa> internet sitelerinden elde edilmiştir. Detaylı makroekonomik verilerinin tablolarına Ek 2' de yer verilmiştir. Uygulama sonuçları ise SPSS 15.0 Programıyla gerçekleştirilmiştir.

Uygulamanın firma değer tespiti aşamasında ise piyasa değeri bazlı değerlendirme yaklaşımı olan Fiyat/Kazanç Oranı yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada regresyon analizi sonucunda firma değerinin bu sonuçtan ne kadar etkilendiği veya etkisinin

nasıl olduğu gözlemlenmek istenmiştir. Önceki bölümde anlatıldığı üzere burada yöntem hakkında bilgiye yer verilmeyecek olup, ele alınan veriler ise şöyledir:

**PINAR SÜT A.Ş. :**

**Ödenmiş sermaye:** Firmanın kuruluşundan içinde bulunduğumuz yıla kadar ödemiş olduğu sermaye miktarıdır. Uygulamada 2006: 01-2016: 06 dönemi verileri alınmıştır.

**Hisse Senedi Fiyatı:** Yıllar itibariyle 31 Aralık kapanış fiyatları kullanılmıştır.

**Piyasa Değeri:** F/K Oranı yöntemi için yıllara göre hesaplanmıştır.

**Net Dönem Karı:** 31 Aralık itibariyle yıllara göre net dönem kar bilgilerine yer verilmiştir.

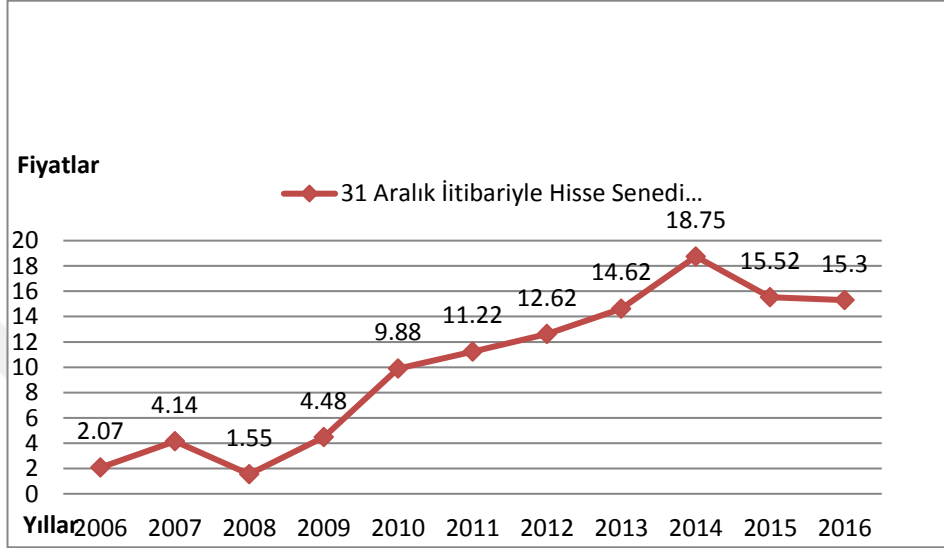
Tablo 14. 2006: 01-2016: 06 dönemine ilişkin pınar süt firmasının değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	44 951 051	2,07 TL	93 048 675,57	28 585 922,00
2007	44 951 051	4,14 TL	186 097 351,14	39 660 157,00
2008	44 951 051	1,55 TL	69 674 129,05	34 185 418,00
2009	44 951 051	4,48 TL	201 380 708,48	57 821 619,00
2010	44 951 051	9,88 TL	444 116 383,88	60 075 624,00
2011	44 951 051	11,22 TL	504 350 792,22	72 920 142,00
2012	44 951 051	12,62 TL	567 282 263,62	57 421 066,00
2013	44 951 051	14,62 TL	657 184 365,62	67 442 927,00
2014	44 951 051	18,75 TL	842 832 206,25	87 076 222,00
2015	44 951 051	15,52 TL	697 640 311,52	62 235 907,00

2016 44 951 051 15, 30 TL 687 751 080, 30 43 297 213, 00

(Kaynak: <http://yatirim.pinar.com.tr/yatirim.aspx?id=faaliyetraporlari&dil=TR>)

Grafik 2. 31 Aralık itibariyle hisse senedi kapanış fiyatları



Değer tespitine ilişkin veriler, Pınar Süt firmasının Yatırım İlişkileri internet adresinden alınmıştır. Aynı sektör içerisinde karşılaştırma yapılmak üzere değerlemeye alınan Tat Gıda, Ülker, Ersu, Kristal Kola ve Pınar Su A.Ş. verileri ise firmaların Yatırımcı İlişkileri internet sitelerinden, KAP' tan, <http://bigpara.hurriyet.com.tr/borsa> internet sitelerinden elde edilmiştir. Firmaların değerlemede kullanılan verileri ise aşağıda verilmiştir.

Tablo 15. Tat gıda firmasının yıllara göre değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	136 000 000	1, 83	248 880 000	-19 497 144
2007	136 000 000	2, 96	402 560 000	11 028 934
2008	136 000 000	1, 15	156 400 000	-4 280 399

2009	136 000 000	2, 92	397 120 000	33 738 567
2010	136 000 000	4, 1	557 600 000	16 212 718
2011	136 000 000	1, 76	239 360 000	8 989 169
2012	136 000 000	2, 21	300 560 000	2 695 963
2013	136 000 000	2, 37	322 320 000	2 494 069
2014	136 000 000	3, 82	519 520 000	150 262 119
2015	136 000 000	5, 28	718 080 000	67 318 191
2016*	136 000 000	5, 33	724 880 000	41 123 625

(\*: 2016:06 dönemini ifade etmektedir.)

Çalışma kapsamında değerlemeye 2006-2016: 06 dönemi alınmış olup, Tat Gıdanın bu dönemde hisselerinin fiyatları 2006- 2008 yılında bir düşüş gözlemlendiği bilinmektedir. Dünya’da ve Türkiye’de etkisi süren küresel krizin etkilerinin görüldüğü, enflasyonun arttığı bir süreç olarak firmanın etkilendiği gözlemlenmiştir. Bu dönemde firma zarar etse de sonraki yıllarda piyasadaki değeri artarak net karını önemli ölçüde artırmıştır.

Tablo 16. Ülker firmasının yıllara göre değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	241 087 000	2, 53	609 950 110	89 159 093
2007	268 600 000	3, 63	975 018 000	116 073 842
2008	268 600 000	1, 38	370 668 000	15 685 234
2009	268 600 000	2, 79	749 394 000	102 917 554
2010	268 600 000	4, 39	1 179 154 000	184 846 829
2011	268 600 000	4, 35	1 168 410 000	658 005 477

2012	342 000 000	8, 86	3 030 120 000	166 968 003
2013	342 000 000	14, 42	4 931 640 000	188 648 445
2014	342 000 000	18, 06	6 176 520 000	215 681 868
2015	342 000 000	17, 37	5 940 540 000	209 772 260
2016*	342 000 000	21	7 182 000 000	177 992 394

(\*: 2016:06 dönemini ifade etmektedir.)

Ülker, Türkiye’de bisküvi sektöründe lider konumunda ve sahip olduğu iştirakleri bakımından hisse fiyatlarının istikrarlı olduğu bilinmektedir. Ekonomi ve toplumda yaşanan gelişmelere bağlı olarak firma bu durumlardan daha az etkilendiği ve net karını her dönem sürdürmeye çalıştığı gözlemlenmiştir. 2013 ve sonraki dönemlerde hisse senedi fiyatlarındaki yükseliş yatırımcıların oldukça dikkatini çekmiş, 2016 Haziran döneminde hisse fiyatı 21 TL’yi görerek net karını 177 992 394 TL olarak gerçekleştirmiştir.

Tablo 17. Ersu firmasının yıllara göre değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	36 000 000	0, 76	27 360 000	-290.882
2007	36 000 000	0, 84	30 240 000	242.884
2008	36 000 000	0, 31	11 160 000	-138.773
2009	36 000 000	0, 59	21 240 000	-963. 626
2010	36 000 000	0, 94	33 840 000	409, 92
2011	36 000 000	0, 85	30 600 000	-3. 144. 657
2012	36 000 000	0, 83	29 880 000	-78. 438
2013	36 000 000	0, 59	21 240 000	-1. 063. 783
2014	36 096 063	1, 29	46 563 921, 27	-1. 047. 548
2015	36 096 063	0, 92	33 208 377, 96	-1. 033. 426

2016*	36 096 063	0, 85	30 681 653, 55	-418. 357
-------	------------	-------	----------------	-----------

(\*: 2016:06 dönemini ifade etmektedir.)

Ersu Gıda'nın en yüksek fiyat gösterdiği yıllardan biri 2010 olup, firma satışlarını ve karını artırmıştır. Ekonomideki durgunluğu daha çok hisseden firma, sermaye yapısının az olması ve sermaye artırımına gitmesine rağmen zarar halinde sürdürülebilir bir yapı izlemiştir. Değerlemede uygulanan yöntemle göre zarar eden firmalar işleme dahil edilmemektedir. Ancak yapılan değerlemede firmanın kar ettiği dönemler baz alınmıştır.

Tablo 18. Kristal kola firmasının yıllara göre değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	24 000 000	0, 80	19 200 000	-236 123
2007	24 000 000	0, 98	23 520 000	-297 928
2008	24 000 000	0, 45	10 800 000	-2 451 648
2009	24 000 000	0, 74	17 760 000	406, 71
2010	48 000 000	1, 60	76 800 000	-1 971 368
2011	48 000 000	0, 69	33 120 000	157, 29
2012	48 000 000	0, 69	33 120 000	-1 438 216
2013	48 000 000	0, 84	40 320 000	2 592 959
2014	48 000 000	1, 77	84 960 000	363 275
2015	48 000 000	1, 67	80 160 000	2 061 718
2016*	48 000 000	1, 26	60 480 000	2 589 883

(\*: 2016:06 dönemini ifade etmektedir.)

Kristal Kola, sektörde lider konuma sahip olmasına rağmen yıllar itibariyle zarar eden bir firmadır. Sermaye artırımına gittiği dönemlerde hisse senedi fiyatlarının arttığı, satışları büyük oranda etkilediği ve kâra geçen bir durum

izlenmiştir. 2013 yılından itibaren artan sermaye yapısıyla dönem net karı önceki yıllara göre büyük oranda artış göstermiştir. 2014-2015 yılları Kristal Kola hisseleri için önemli artışların yaşandığı, firma satışları ve karının arttığı gözlemlenmiştir. Ersu gibi değerlendirme kapsamında zarar eden yıllar yerine net karının olduğu dönemler işleme alınmıştır.

Tablo 19. Pınar su firmasının yıllara göre değerlendirme verileri

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL
2006	12 732 754	1, 24	15 788 614, 96	6 816 745
2007	12 732 754	2, 65	33 741 798, 10	8 336 924
2008	12 732 754	2, 65	33 741 798, 10	8 336 924
2009	12 732 754	2, 22	28 266 713, 88	6 026 286
2010	12 789 345	2, 27	29 031 813, 15	3 789 250
2011	12 789 345	1, 64	20 974 525, 80	-870 905
2012	12 789 345	1, 80	23 020 821, 00	387, 12
2013	12 789 345	1, 58	20 207 165, 10	-8 641 485
2014	12 789 345	2, 02	25 834 476, 90	2 158 860
2015	12 789 345	1, 70	21 741 886, 50	-8 997 599
2016*	44 762 708	1, 60	71 620 332, 80	-8 259 711

(\*: 2016:06 dönemini ifade etmektedir.)

Yaşar holding ve Pınar Süt'ün ortaklık yapısını oluşturan Pınar Su, 2016 yılının sonlarına gelindiğinde yurtiçinde su sektöründe satış yapan firmaları içerisinde yüzde yüz Türk sermayeli satış yapan tek firma olarak çalışmalarını devam ettirmektedir. Pınar Su'nun hisse fiyatları istikrarlı olmasına rağmen net karı için aynı şey söylenememektedir. Karı oldukça yüksek olan firma 2011'den sonra zarar etmeye başlamıştır.



Milli Gelir	Pearson Correlation	,859**	1	,047	-,669*	,722*	,591	,761*	,244
	Sig. (2-tailed)	,001		,892	,025	,012	,055	,007	,469
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
Enflasyon	Pearson Correlation	-,206	,047	1	,369	-,445	-,459	-,399	,366
	Sig. (2-tailed)	,544	,892		,264	,170	,156	,224	,268
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
Faiz	Pearson Correlation	-,574	-,669*	,369	1	-,603*	-,453	-,634*	-,289
	Sig. (2-tailed)	,065	,025	,264		,050	,162	,036	,388
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
Para Arzı	Pearson Correlation	,922**	,722*	-,445	-,603*	1	,963**	,987*	-,209
	Sig. (2-tailed)	,000	,012	,170	,050		,000	,000	,537
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
Döviz Kuru	Pearson Correlation	,878**	,591	-,459	-,453	,963**	1	,935*	-,422
	Sig. (2-tailed)	,000	,055	,156	,162	,000		,000	,196
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
İstihdam	Pearson Correlation	,952**	,761*	-,399	-,634*	,987**	,935**	1	-,090
	Sig. (2-tailed)	,000	,007	,224	,036	,000	,000		,792
	N	11	11	11	11	11	11	11	11
Petrol Fiyatları	Pearson Correlation	-,028	,244	,366	-,289	-,209	-,422	-,090	1
	Sig. (2-tailed)	,934	,469	,268	,388	,537	,196	,792	
	N	11	11	11	11	11	11	11	11

Pınar Süt hisse senedi fiyatları ile ;

- Para arzı arasında 0,922 ve istihdam arasında 0,952 ile **çok yüksek** düzeyde ve pozitif korelasyon ( $0,90 < r < 1,00$ ),
- Milli gelir arasında 0,859 ve döviz kuru arasında 0,878 ile **yüksek** düzeyde ve pozitif korelasyon ( $0,70 < r < 0,89$ ),
- Faiz oranı arasında -0,574 ile **orta** düzeyde ve negatif korelasyon ( $0,50 < r < 0,69$ ) ve

- Petrol fiyatları arasında ise -0,028 ile **zayıf** düzeyde ve negatif korelasyon ( $0,26 < r < 0,49$ )
- Enflasyon arasında -0,206 ile **çok zayıf** düzeyde ve negatif korelasyon ( $0,00 < r < 0,25$ ) olduğu görülmektedir.

Araştırmanın çoklu regresyon analizi bulguları ise;

“Pınar Süt firması için milli gelir, enflasyon, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, istidam ve petrol fiyatları; firmanın hisse senedi fiyatlarını anlamlı bir şekilde açıklamakta mıdır?” soruları ışığında analiz edilmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 21. Çoklu regresyon analiz sonuçları 1

Değişken	B	Standart Hata	$\beta$	T	P
<b>Sabit</b>	-51,800	28,856		-1,795	,171
<b>Milli Gelir</b>	,000	,000	,521	3,059	,055
<b>Enflasyon</b>	-,190	,374	-,061	-,509	,646
<b>Faiz Oranı</b>	,188	,189	-,116	,997	,392
<b>Para Arzı</b>	,000	,000	-1,140	-1,823	,166
<b>Döviz Kuru</b>	13,804	8,694	1,195	1,588	,211
<b>İstihdam</b>	1,497	2,197	,632	,681	,544
<b>Petrol Fiyatları</b>	,060	,073	-,223	,820	,472

Tablo incelendiğinde  $R^2$  değeri bize bağımlı değişkendeki değişiminin ne kadarının modele giren bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını ifade etmektedir. Ancak çoklu regresyon analizinde Adjusted  $R^2$  değeri dikkate alınmaktadır. Bu değere göre iki ya da daha fazla değişkenin, bağımlı değişkendeki değişimi ne kadarını açıklayabildiğini ifade etmektedir. Tabloda yer alan verilere göre  $R^2$  değeri 0,960 olarak hesaplanmış ve milli gelir, enflasyon, faiz oranı, para arzı, döviz kuru, istihdam ve petrol fiyatları; Pınar Süt Hisse senedi fiyatlarındaki

değişimin %96,0 'nı açıklayabilmektedir. Bu değer in yüksekliği araştırmalarda tatmin edici sonuca ulaşıldığını ifade etmektedir.

Tablo 22. Çoklu regresyon analiz sonuçları 2

Hisse Senedi Fiyatları	R	R <sup>2</sup>	Adjusted R Square	F(7,3)	P
	0,994	0,988	0,960	34.858	,007

Analizde yer alan ANOVA testi sonucu F(7,3)= 34.858 değerinde ve P değeri 0.007 'dir. Modele bir bütün halinde anlamlı olup olmadığını ifade etmektedir. Yani tablo verileri sonucu regresyon modeli bir bütün olarak anlamlıdır. Modelin diğer katsayılarına bakıldığında sabit terim katsayısı -51,800 olarak hesaplanmıştır. P değeri 0,171 olarak belirtilmiştir. Burada sabit terimin anlamlı olmadığı ve Pınar Süt hisse fiyatlarının makroekonomik faktörlerle ters orantılı bir şekilde ilişkili olduğu saptanmıştır.  $\beta$  katsayısı modeldeki bağımsız değişkenlerin önem sırasını ifade etmektedir.  $\beta$  katsayısına göre modelde bağımsız değişkenlerin hisse senetleri üzerindeki görece önem sırası; döviz kuru, para arzı, istihdam, milli gelir, petrol fiyatları, faiz oranı ve son olarak da enflasyondur.

Anlamlılığa ilişkin t-testi sonuçlarına bakıldığında ise milli gelir ve para arzının daha çok anlamlı olduğu, döviz kuru, faiz oranı, petrol fiyatları, istihdam ve enflasyonun anlamlılığı, etkisi hisse senedi fiyatları üzerinde daha az bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Regresyon analizi sonucu Pınar Süt Hisse senedi fiyatlarının yordanmasına ilişkin regresyon eşitliği ise aşağıdaki gibidir:

$$\text{HİSSEN} = -51,800 + 0,00\text{MGELİR} + 0,190\text{ENF} + 0,188\text{FAİZ} + 0,00\text{PARZI} + 13,804\text{DÖVİZ} + 1,497\text{İSTHDM} + 0,060\text{PETROL}$$

### 3.7.2. Pınar Süt A.Ş. Yıllar İtibariyle F/K Oranı Yöntemi İle Firma Değerlemesi

Uygulamanın analiz kısmının ikinci aşamasını, Fiyat/Kazanç Oranının hesaplanması ve firma değerinin tespit edilmesi oluşturmaktadır. Firmalara ait hisse senetleri bilgileri verilirken F/K oranı, yatırımcıları bilgilendirmek adına hesaplanarak paylaşılmaktadır. Bu oran aynı zamanda firmanın piyasada elde ettiği

yatırımcılar tarafından verilen saygınlığı da ifade etmektedir. Yatırıma yönelik kişi, yaptığı yatırımın getirisinin gelecekte ne olacağı tahminini F/K Oranı yöntemi ile bulabilmektedir ([www.fiyatneder.com](http://www.fiyatneder.com)).

Fiyat/ Kazanç oranı yöntemi, firmanın içinde bulunduğu sektör ya da benzer firmaların kar performanslarıyla karşılaştırılması esasına da dayanmaktadır. Sektör F/K oranının ortalamasının firma kar beklentisiyle çarpımı, firma değerini vermektedir ([www.doczz.biz.tr](http://www.doczz.biz.tr)). Örneğin bir telefon almak istendiğimizde onun özelliklerini ve fiyatını, piyasada var olan diğer telefonlarla karşılaştırılabilir, hakkında bilgi araştırması yapılabilir; bir firmanın hisse senedine yatırım yapacağımız zaman bize getireceği kazanç ve faydasının da iyi bir şekilde araştırılması ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırılması faydalı olacaktır. Nitekim bir firmayı da satın alacağımız zaman bakacağımız ilk özellik olarak kazançlı olup olmamasıdır. Kazançlı bir firma da ister istemez pahalı olacaktır. F/K oranı da firmanın her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır ([www.forekstrend.blogspot.com.tr](http://www.forekstrend.blogspot.com.tr))

Araştırma da Pınar Süt firma değer tespiti için bu yöntem seçilmiş olup, değerlendirme için benzer firmaların F/K oranları da hesaplanmıştır. Firmanın gelecek dönemleri için karlılık hesaplamaları ve tahminleri yapılarak ona göre yatırımcılar karar ve politikalarını yönlendirebilecektir. Firmanın zarar elde etmesi veya kara geçerek yatırımlarını katlayabileceği düşüncesi yatırımcıları yakından ilgilendirmektedir. Firmanın pahalı mı ya da ucuz mu olduğuna karar verilebilmektedir. Eğer firmanın yatırımı var ve önümüzdeki dönemlerde karlılığını artıracakını düşünülüyorsa bugün pahalı görünen bu oran aslında gelecek dönem için ucuz görünebilmektedir. Yapılan analiz sonucunda 2006: 01- 2016: 06 dönemi verileriyle Pınar Süt firmasının F/K Oranı hesaplanarak aşağıdaki tabloya ulaşılmıştır.

Gerçeğe Uygun Değer (GUD) = Sermaye \* Hisse Senedi Kapanış Değeri

Pınar Süt GUD<sub>(2006)</sub> = 44 951 051 TL \* 2,07 TL = 93 048 675,57 TL

ve

$$F/K \text{ Oranı} = \text{Gerçeğe Uygun Değer} / \text{Net Dönem Karı}$$

$$\text{Pınar Süt F/K Oranı}_{(2006)} = 93\,048\,675,57 \text{ TL} / 28\,585\,922 \text{ TL} = 3,25$$

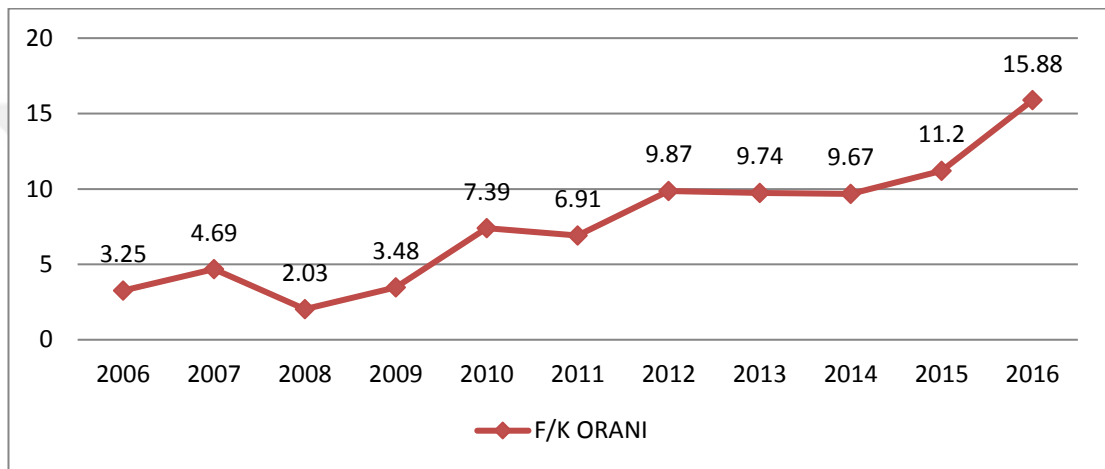
Tablo 23. Pınar süt firmasının hisse senetlerinin yıllara göre f/k oranı yöntemi ile hesaplanması

Yıllar	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değeri TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı %
2006	44 951 051	2,07	93 048 675,57	28 585 922	3,25
2007	44 951 051	4,14	186 097 351,14	39 660 157	4,69
2008	44 951 051	1,55	69 674 129,05	34 185 418	2,03
2009	44 951 051	4,48	201 380 708,48	57 821 619	3,48
2010	44 951 051	9,88	444 116 383,88	60 075 624	7,39
2011	44 951 051	11,22	504 350 792,22	72 920 142	6,91
2012	44 951 051	12,62	567 282 263,62	57 421 066	9,87
2013	44 951 051	14,62	657 184 365,62	67 442 927	9,74
2014	44 951 051	18,75	842 832 206,25	87 076 222	9,67
2015	44 951 051	15,52	697 640 311,52	62 235 907	11,2
2016	44 951 051	15,30	687 751 080,30	43 297 213	15,88

Pınar Süt firmasının F/K oranı hesaplanmasında yıllara göre sonuç almak adına 31 Aralık hisse kapanış fiyatları esas alınmış ve yılsonu itibariyle firma net karına yer verilmiştir. Pınar Süt önceki bölümlerler de yer verildiği üzere her geçen gün satışlarını ve üretimini artıran yapısıyla yıllar itibariyle kar elde eden yapısını korumuştur. 2006 yılı için F/K Oranı 3,25 olarak gerçekleşmiş, bir sonraki yıl ise bu

orandan daha fazla bir artış meydana gelmiştir. Kazanç oranındaki artış 2008 yılında aynı etkiyi göstermemiş firma karıyla birlikte düşüşe geçmiştir. Ancak bu azalış, firmanın sadece firma ait satış-kar politikalarından olduğu durumu bir kenara bu dönemdeki ekonomik koşulların etkilerine de bakılmasında fayda vardır. Hisse senedinin sonraki dönemlerde bu oranında sürekli artışıyla beraber net karının artışı da görülmüştür.

Grafik 3. Pınar süt firmasının f/k oranının yıllara göre değişimi



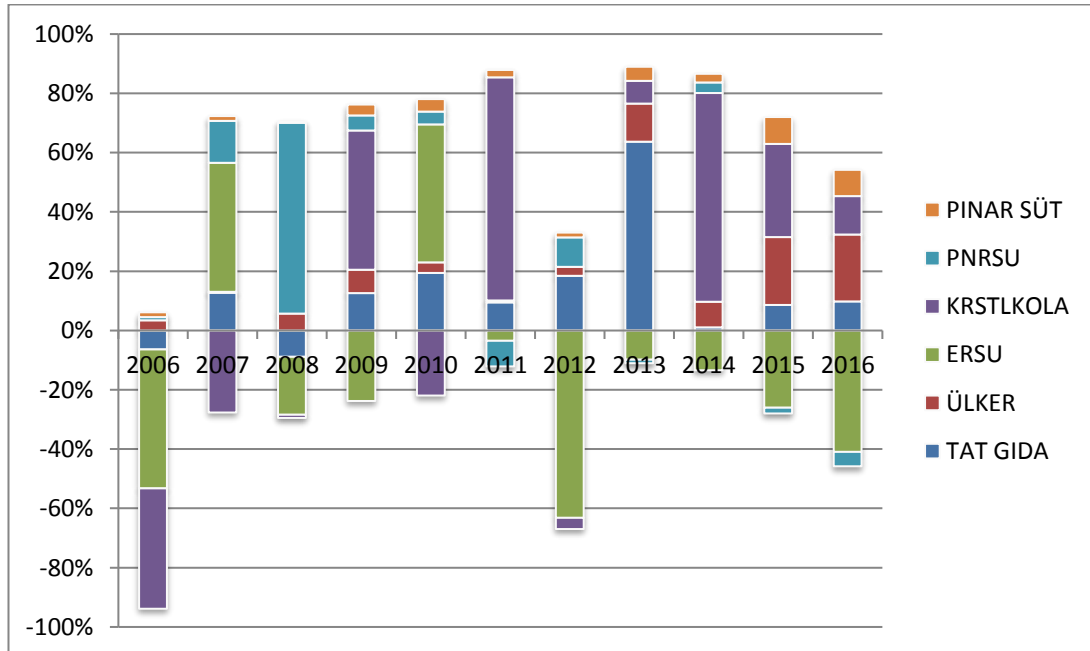
Pınar Süt ile aynı gıda sektöründe yer alan Tat Gıda, Ülker, Ersu, Kristal Kola, Pınar Su A.Ş firmalarının F/K Oranı ortalamaları ise şöyledir:

Tablo 24. Yıllara göre gıda sektöründen seçilen firmaların f/k oranı ortalaması

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gıda Sektöründen Seçilen Firmaların F/K Oranı Ortalaması	4,575	50,57	144,07	16,85	32,74	79,63	63,02	56,97	69,47	25,95	27,1

Fiyat/ Kazanç Yöntemi uygulanırken zarar eden firmalar değerlemeye tabi tutulmamaktadır. Çünkü firmalar karşılaştırmalarını kazançları ve elde edeceği gerçeğe en yakın değerleri üzerinden yapmaktadırlar. Karşılaştırılacak firmanın zarar elde etmesi ve yöntem hesaplamalarında kullanılması doğru sonuçlar vermeyecektir. Ancak Pınar Süt'ün yer aldığı sektör incelendiğinde istikrarlı kar elde eden firmaların sayısı oldukça az olduğu tespit edilmiştir. Bu yüzden analizde değerlendirme kapsamında zarar eden firmalarda yer alırken, bu firmaların karlı olduğu yıllar hesaplanmış, seçilen firmaların ilgili dönemi kapsayan yıllardaki zararları ortalama hesaplamalarına dâhil edilmemiştir. Bu verilere ilişkin olarak seçilen firmaların F/K oranı ortalamaları elde edilmiş olup, firmalara ilişkin ortalama F/K Oranı hesaplama verilerine EK-3'te yer verilmiştir. Firmaların bu ortalama verileri ise yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi Ersu, Kristal Kola ve Pınar Su firmalarının zarar ettiği bilinmektedir. Pınar Süt ve bu firmaya en benzer şekilde karını koruyan Ülker ve Tat Gıda yer almaktadır. 2006 yılında 4,575 olan ortalama, 2016'nın Haziran döneminde 27,1 oranında gerçekleşmiştir.

Grafik 4. Bütün firmaların yıllar itibariyle F/K oranı



Sektörde oldukça iyi bir konumda olan Pınar Süt, elde ettiği net kar ve yüksek satışlar neticesinde 2006 ile 2016 yılının haziran ayı tarihleri arasında kazançlı bir yapıda olmuştur. Bu durum değerlendirme sonuçlarında da görüldüğü gibi daha fazla talebe daha fazla hisse senetlerinin değer artışı yaratmasını sağlamıştır. Yatırımcılar değerlemede bulunurken, önceki yıllara kıyasla gelecek dönemin tahminini de yapmak isteyecektir. Bu tahminleme de firma için tahminlenen net kar ya da geçmiş yıllara bakılarak firma hisse senedinin kapanış fiyatına kıyasla bir fiyat tahminlemesinin yapılması gerekecektir. Araştırma kapsamında önemli olan bulgu ise değerlemeye konu olan fiyatın, net karın, gerçeğe uygun değerinin ya da firma satışlarını etkileyecek makroekonomik faktörlerin etkisidir. Sonuç kısmında araştırmanın bu genel değerlemesine yer verilecek olup, yıllar itibarıyla Pınar Süt firmasına hangi faktörlerin etkisinin daha kuvvetli sonuçlar yarattığı belirlenmiş olacaktır.

Tablo 25. Pınar süt a.ş. yıllar itibarıyla f/k oranı yöntemi ile tahmini firma değerlemesi

Pınar Süt A.Ş. Yıllar İtibarıyla F/K Oranı Yöntemi İle Tahmini Firma Değerlemesi										
Yıllar	31 Aralık İtibarıyla Net Dönem Karı TL	F/K Oran ı %	Firmanın Gerçeğe Uygun Değeri TL	Değerleme için Seçilen Fimaların F/K Oranı Ortalaması %	Firma Değerlemesi TL	F/K Oranı %	Değerleme Sonrası Değer Farkı TL	F/K Oranı %	Değerleme Sonrası Değer Farkı TL	
2006	28 585 922	3,25	93048675,57	4,575	130780593,15	-1,33	-37731917,58	1,325	37731917,58	
2007	39 660 157	4,69	186097351,1	50,57	2005614139,49	-45,9	-1819516788,35	45,88	1819516788,35	
2008	34 185 418	2,03	69674129,05	144,07	4295093171,26	-142	-4225419042,21	142	4225419042,21	
2009	57 821 619	3,48	201380708,5	16,85	974294280,15	-13,4	-772913571,67	13,37	772913571,67	
2010	60 075 624	7,39	444116383,9	32,74	1966875929,76	-25,4	-1522759545,88	25,35	1522759545,88	
2011	72 920 142	6,91	504350792,2	79,63	5806630907,46	-72,7	-5302280115,24	72,72	5302280115,24	
2012	57 421 066	9,87	567282263,6	63,02	3618675579,32	-53,2	-3051393315,70	53,15	3051393315,70	
2013	67 442 927	9,74	657184365,6	56,97	3842223551,19	-47,2	-3185039185,57	47,23	3185039185,57	
2014	87 076 222	9,67	842832206,3	69,47	6049185142,34	-59,8	-5206352936,09	59,8	5206352936,09	
2015	62 235 907	11,2	697640311,5	25,95	1615021786,65	-14,8	-917381475,13	14,75	917381475,13	
2016	43 297 213	15,9	687751080,3	27,1	1173354472,30	-11,2	-485603392,00	11,22	485603392,00	

(\*: 2016 yılı için haziran ayı sonuna kadar olan hesaplamalara yer verilmiştir.)

Pınar Süt F/K oranına bakıldığında 2006 yılında 3,25 çıkarken sektör ortalaması 4.57, bir sonraki yıl ise sektörün oldukça altında olduğu ancak karını devam ettirdiği görülmektedir. Firma değeri ise 2006 yılı için tahmini 130 780 593,15 TL

bulunurken, 2016 yılı Haziran dönemi için 1 173 354 472,30 TL olarak hesaplanmıştır. Ancak seçilen firmaların zarar eden dönemleri katılmadığı için her yılın F/K oranı bazı yıllarda yüksek bazı yıllarda ise düşük çıkmıştır. Genel olarak bakıldığında ise sektörde yer alan firma ortalamalarının yüksek çıktığı görülmüştür. Bu durum sektör ortalamasının altında kalan Pınar Süt için değerleme sonrası hisse senetlerinin yatırıma daha uygun olduğu sonucunu meydana getirmiştir. F/K Oranı sonucu ne kadar düşüğe yatırımcılar kazancı yüksek olduğu düşüncesiyle daha fazla yatırım talebinde bulunacaktır. Pınar Süt'ün yatırımlarının devam ediyor olması, yeni üretim tesisleri açması, faaliyetlerini geliştirmesi ve üretimlerini artırması firma net karı artırması düşüncesi, pahalı görünen bu oranın sonraki dönemler için ucuz görünebilme ihtimalini yaratmıştır. Düzenli kar eden ve karlarını artıran firmaların fiyat kazanç oranının genelde yüksek olduğunu bilinmektedir (www.fiyatneder.com).

Değerleme için ele alınan 31 Aralık hisse senetleri kapanış fiyatları, 2006 yılından 2010 yılına kadar dalgalanmalar göstermesine rağmen bu yıldan sonra artış eğiliminde olmuştur. Yıllar itibariyle Borsa İstanbul'da işlem gören en yüksek kapanış fiyatı 31 Aralık ayı 2014 yılında 18,75 TL 'dir. Bu dönemde diğer yıllara göre en yüksek net dönem karıda 87 076 222,00 TL ve firma değerlemesi 6 049 185 143,34 TL'dir. Kullanılan yöntem gıda sektöründe yer alan en fazla karlı yapıya sahip olarak seçilen firmalar, Pınar Süt'ün değerinin oldukça yüksek çıkmasına sebep olmuştur. Yatırımcılar yöntemin basitliği ve verilerin kolay elde edilebilirliği açısından bu yöntemi seçerken, zaman boyutuna çok fazla önem verilmediği için sonuçların doğruluğu açısından kesinlik vermemektedir. Bir sonraki dönemin karlılığı tahmin edilerek yöntem başvurulmasından dolayı yatırımcılar geçmiş veriler ve gelecek dönem firma içi ve dışı faktörleri dikkate almaktadırlar. 2006 ile 2010 yılları arasındaki döneme bakıldığında, Pınar Süt hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalar F/K oranında da görülmektedir. 2006 yılında süt üretiminin %25'lik kısmı ekonomiye katkı sağlarken, ihracatta bu dönemde yaşanan artış Pınar Süt'ü olumsuz etkilemiştir. Hükümetin, bu dönemde döviz alımlarını durdurması, likitide düzenlemeleri beraberinde enflasyon sorununu getirmiştir. AB'ye uyum süreci çalışmaları, milli gelirden % 6,9 oranında büyüme, istihdamda artış yaşandığı bu dönemde Pınar Süt %10 büyüme sağlamıştır. F/K oranı ise 3,25 olurken firma

değerlemesi 130 780 593,15 TL çıkmıştır.2007 yılında yaşanan küresel kriz riski ülkeleri etkisi altına alırken Türkiye’de de etkileri görülmüştür. Gıda ve yem fiyatların artması bu dönem üretim ve satışları etkilerken, petrol fiyatları yükselmiş, enflasyon ve faiz oranlarının artması hisse senetlerini olumsuz etkilemiştir. Ülkeye giren yabancı yatırımlar ve döviz kurundaki artış Pınar Süt hisse fiyatlarının yılsonuna 4,14 TL olmasına sebep olurken, 2006 yılına göre karını artırması firma değerini de oldukça yüksek çıkartmıştır. 2008 yılında tamamen kendisini gösteren ABD konut piyasaların da meydana gelen kriz, ekonomiyi oldukça olumsuz etkilemiş, Borsa’ da işlem gören hisse senetleri oldukça değer kaybetmiş, %52,6 oranında gerilemiştir. Bu dönemi düşük karla kapatan Pınar Süt Türkiye’deki çalışmaları ve faaliyetleri neticesinde sektörde lider konumda olmayı sürdürmüştür. En düşük kapanış fiyatına sahip olurken, diğer firmaların atağa geçmesi sonucu firma değerlemesi 4 295 093 171. 26 TL’yi bulmuştur. Krizin etkilerinin azalmasıyla 2009 yılında yatırım teşvikleri artırılmış, faiz oranları düşürülmüş, finansal sistemdeki fon ihtiyacı için sermaye piyasasın da halka arza gidilmiştir. Pınar Süt bu dönemde % 26 oranında büyüme göstermiştir. Para arzında yaşanan artış, istihdam oranındaki azalış firmaları yakından ilgilendirirken seçilen firmaların bu dönemden karlı çıktığı söylenememektedir. Dolayısıyla Pınar Süt’ün firma değeri yıllara göre en düşük değeri almıştır. 2010 ile 2014 yılları arasına bakıldığında ise Türkiye ekonomisi kriz sonrası toparlanma sürecine geçerek, yapısal reformlar ve mali disiplin sayesinde %9,2’lik büyüme gerçekleştirmiştir. Süt ürünleri pazarı ise %8 büyüme gösterirken, döviz kurunda düşüş yaşanması, faizlerin düşük seviyede tutulması, enflasyonda yaşanan dalgalanmalar, Pınar süt yatırımlarını etkilemiş, ihracatını artırmıştır. 2011 yılında BİST gelişmekte olan ülkeler borsası arasında dördüncü sıra yer alırken, Pınar Süt’e olan güven artarak kapanış fiyatlarının 11,22 TL olmasına, dönem net karının ise 72 920 142,00 TL ye ulaşarak firma değeri 5 880 630 907,46 TL olmuştur. Ekonomide yaşanan gelişmelerin seçilen firma F/K oranlarını etkilediği, ortalamalarının 79,63 ‘ e ulaştığı bilinmektedir.2012 ve 2013 yılları gerek Türkiye gerek Pınar Süt için benzer özellikler göstermiştir. Enflasyon oranlarında bir düşme görülen bu yıllarda Pınar Süt yeni tesis açılımlarına gitmiş, istihdama katkı, üretime destek sağlayarak gıda sektöründe yerini lider konumda korumuştur. Bu yılların firma değer tespiti birbirine oldukça yakın çıkmıştır.2014 yılına gelindiğinde ise Türkiye’de süt üretimi önceki yıla göre % 1,5 oranında artmıştır. Pınar Süt satışlarını

bu dönem artırarak, Borsadaki işlemleri de artış göstermesi biryandan Pınar Süt hisselerinin de fiyatlarını artırmış, yıllara göre en yüksek kapanış fiyatıyla yılı tamamlamıştır. Türkiye ekonomisi ise gerilemeye gitmiş, hisse senedini etkilen önemli makro faktörlerden olan istihdam oranı ise bu yılda artışa geçmiştir. Döviz kuru ve para arzındaki artış, petrol fiyatlarında gerileme yaşanması dış ticaret dengesini etkilerken, Borsa yükselişe geçmiş, hisse senetleri değerlenmiştir. 2015 ve 2016 yılının Haziran ayı sonuna gelindiğinde ise hisse kapanış fiyatları yakın oranda seyir etmiştir. 2015 yılı Türkiye ve Dünya için sıkıntılı bir yıl olmuş, ekonomide belirsizlikler, FED' in parasal sıkılaştırma çalışmaları, sermaye girişlerinde yaşanan zayıflıklar, enflasyonun artması, döviz kurunun yükselmesi hisse senetlerini etkilemiştir. Borsa bu yılda %6,8'lik bir kayıp yaşarken, Pınar Süt hisse senedi fiyatı artış göstermiş, ancak seçilen firmalar bu mali belirsizliklerden iyi şekilde etkilenememiştir. Seçilen firma F/K oranı düşük olmasına rağmen Pınar Süt'ün istikrarlı karlı yapısı firma değerini yüksek oranda gerçekleştirilmiş, 1 615 021 786,65 TL olarak belirlenmiştir. 2016 yılı ilk altı ayın 2015 etkisinde sürmüş, bu dönemde petrol fiyatlarında meydana gelen düşüşler hisselerde bir hareketlilik yaşatmıştır. Haziran sonu hisse senedi kapanış fiyatı 15,30 TL'yi görürken, F/K oranı ve firma değeri; on iki aylık hesaplanmadığı için yüksek oranda çıkmıştır.

### 3.8. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada 2006: 1-2016: 06 dönemleri arasında makroekonomik faktörler olarak seçilen; milli gelir, enflasyon, para arzı, faiz oranı, döviz kuru, istihdam ve petrol fiyatlarının, Borsa İstanbul'da işlem gören Pınar Süt A.Ş.' nin hisse senetleri üzerindeki etkisi incelenmesi, ardından firmanın değer tespiti yapılması ve bu uygulama sonucunda makroekonomik faktörlerin firma değerlemesine olan etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde yer alan değer kavramı değerlendirme, firma değerinin tespit edilmesi, analiz teknikleri ve yöntemleri; firma değerlemesinin nasıl yapılması gerektiği konularında yol göstericidir. Üçüncü bölümde yer verilen sektör, Pınar Süt hakkında firma bilgileri ve aynı sektörden seçilen firmaların bilgileri, Pınar Süt A.Ş. için hangi yöntemin belirlenmesi ve değerlemenin yapılması için hazırlık aşamasını

oluşturmaktadır. Uygulamada firma için Piyasa Değeri bazlı yaklaşımın içinde olan Fiyat/Kazanç oranı yönteminin seçilmesi yatırımcılar için daha kısa sürede sonuç elde edilmesi bakımından ve Pınar Süt AŞ.'nin ekonomik ve finansal durumu hakkında kolay bilgi erişimi sağlanması nedeniyle daha uygun olduğu belirlenmiştir. Gıda sektörü içinde yer alan süt ve süt üretimlerinin TÜİK verilerine göre; 2016 yılı Eylül ayına göre Türkiye'de %2 oranında artış gösterdiği, Pınar Süt' ün bu dönemdeki net satış gelirlerinin 2015 yılına göre % 6,41 oranında arttığı, net dönem karının ise 55,5 milyon TL olduğu ve ihracatta da artış olduğu bilinmektedir (www.yatirim.pinar.com.tr). Dolayısıyla firma değeri için yapılacak işlemlerde Pınar Süt'ün bu değerleri göz önüne alan yatırımcıya göre makroekonomik faktörlerin de ne kadar önemli olduğu bilinmesi gerekmektedir.

İkinci bölümde bir hisse senedinin fiyatını etkileyen makroekonomik faktörlere ve Türkiye'de ve Pınar süt için önemli olan ekonomik gelişmelere yer verilmiştir. Birçok faktör olması her dönem tartışmalara neden olurken, incelenen daha önceki çalışmalarda makro bazlı olarak daha çok milli gelirin, enflasyon oranının, para arzının, döviz kurunun, istihdamın ve petrol fiyatlarının etkilerinin olduğu görülmüştür.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Pınar Süt'ün makroekonomik faktörlerin Pınar Süt hissesi üzerindeki etkisinin basit korelasyon ve çoklu doğrusal regresyon analizlerinden sonra firma değer tespiti uygulaması yapılmıştır. Fiyat kazanç oranı yöntemi kullanılarak elde edilen sonuçlara göre karını sürekli koruyan bir yapıya sahip olduğu, ancak bazı yıllarda Borsa İstanbul'da işlem gören fiyatındaki dalgalanmalar ve satışlarının önceki yıllara göre değişimi, elde ettiği kar miktarındaki oynamaların sadece firma içi faktörlerden olmadığı, ilk aşama olarak yaptığımız hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkinin gerek regresyon analizi ve basit korelasyon analizinde gerekse literatür araştırmasında makroekonomik faktörlerinde etkilediği görülmüştür. Değerleme için Türkiye'nin yıllar itibariyle seçilen makroekonomik faktörlerine bakılarak, Pınar Süt' ün gerçeğe uygun değerini etkileyen ve sonrasında işlem fiyatına yansıyan durumlar incelenmiştir.

Uygulama sonucunda firma değeri tespit edilirken ele alınan hisse senedi fiyatının, yıllara göre makroekonomik faktörlerden etkilendiği saptanmış olup, firmanın kar yapısındaki değişiklikler ve sektörden değerlendirme için seçilen firmaların karlılık durumları bu firmanın değerlemesini etkilediği bilinmektedir. Basit korelasyon sonucuna göre firmanın hisse senetleri ile milli gelir, döviz kuru, para arzı ve istihdam oranı arasında bir ilişkinin olduğu ve bu ilişkinin yüksek düzeyde, pozitif yönde etkilendiği görülmüştür. Diğer yandan hisse senetleri fiyatları ile enflasyon, faiz oranı ve petrol fiyatları arasındaki ilişki ise negatif yönde ve oldukça zayıf olduğu görülmüştür. Bu durumda destekleyici olarak yapılan çoklu doğrusal regresyon analizine göre ise sonuçlar; her bir makroekonomik faktörün hisse senetleri fiyatları ile bir ilişki içerisinde olduğu, faktörlerin etkilerinin giderek azaldığı sonucunu vermektedir. Hisse senetleri üzerindeki görece etkisinin; döviz kuru, para arzı, istihdam, milli gelir, petrol fiyatları, faiz oranı ve enflasyon şeklinde olduğunu açıklamaktadır. Analizlerden yola çıkarak görülüyor ki, döviz kuru, milli gelir, para arzı, istihdam oranı firmanın hisse senedi fiyatları üzerinde önemli derecede etkisinin olduğu, ancak enflasyon, faiz oranı ve petrol fiyatlarının etkisinin oldukça zayıf ve hatta ilişkisiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Firma değerine bakıldığında uygulamada kullanılan firma için; 2006 yılında hisse senedi fiyatına milli gelir ve döviz kurunun etkisi olumlu, enflasyon oranının etkisi olumsuz olurken firmanın karı sonucunda firma değeri yüksek çıkmıştır. 2007 yılında petrol fiyatları, enflasyon ve faiz oranlarındaki değişimler hisse senedi fiyatlarını yine olumsuz yönde etkileyerek düşmesine neden olmuştur. Ancak krizin etkileri ülke içinde hissedilirken firmanın karının korunma politikaları nedeniyle satışlarında artış yaşanmıştır. 2008 yılında krizin kötü etkileriyle beraber milli gelir ve faiz oranı hisse senedi fiyatlarını etkileyen en belirleyici faktör durumuna gelmiştir. 2009 yılında da faiz oranları öncelikli hale gelirken milli gelir ve istihdam oranındaki azalışlar, para arzındaki artışlar hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde firma değeri diğer yıllara göre oldukça düşmüştür. 2010 yılında döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon oranları belirleyici rol oynamıştır. Firma satışları ve karı krizin etkisinden kurtularak artma eğilimine geçmiş ve hisse senedi fiyatı yükselmiştir. 2011 yılında döviz kuru ve istihdam oranı belirleyici faktör olmuştur. Firmanın ihracatı ve satışları artmıştır. 2012 yılında istihdam oranındaki

artış, faiz oranlarındaki kontrol, para arzındaki artış etkili olmuştur. 2013 yılında enflasyon oranı, istihdam ve faiz oranları öncelikli olurken, faiz oranlarının düşürülmesi ile yatırımlarını artıran firma için karının artırıldığı bir dönem olmuştur. 2014 yılı için istihdam oranındaki artış, petrol fiyatları ve para arzındaki değişimler belirleyici olmuştur. 2015 yılında ise petrol fiyatları, döviz kuru, enflasyon oranı ve istihdam oranı etkilerine devam ederken, 2016 yılının haziran ayına kadarki süreçte petrol fiyatlarındaki düşüşler ve döviz kurunda yaşanan değişiklikler firma satışlarını ve yatırımlarını etkileyerek hisse senedi fiyatlarının değişmesine neden olmuştur.

Yapılan uygulama çalışmasında da anlaşılacağı gibi bir firma hisse senedine yatırım yapmak isteyen yatırımcı ülkenin genel durumu ve makroekonomisine bakarak gelecekteki yatırımlarının daha kazançlı olması için yapacağı firma değer tespitinde bu makro faktörleri göz önünde bulundurabilir. Hisse senedi fiyatları makroekonomik faktörler etkisinde olumlu ve olumsuz olarak değişiklik gösterebilmektedir, Bu durum firmanın satışları ve karını şekillendirdiği faktörlerin rolü önemlidir. Firmanın bilanço ve gelir tablosu verileri ile geçmiş dönem finansal verileri değerlemede yardımcı olup incelenebilir, ancak sektör bilgisi, sektörde yer alan kendisine yakın görülen firmalar ile karşılaştırılabilir, karşılaştırma sonuçları değerlendirilebilir, makroekonomik verilerin finansal verilerde yarattığı etkilere bakılabilir ve gelecek yılın tahmini firma değerlemesi de yapılabilir. Dolayısıyla firma değer yönteminin iyi seçilmesi gerekmektedir. F/K oranı daha öncede yer verildiği üzere basit ve kolay hesaplana bilirliğinden dolayı yatırımcılar tarafından çok tercih edilmekte, ancak tahminler şeklinde olup, kesin sonuçlar teşkil etmemektedir.

### KAYNAKLAR

- Abdioğlu, Z. & Değirmenci N. ( 2014). Petrol fiyatları-hisse senedi fiyatları ilişkisi: bıst sektörel analiz. Kafkas Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (8),s.1-24.
- Acar, F. (2013). Türkiye ekonomisine genel bakış (2001 - 2013).*ÇSGB Çalışma Dünyası Dergisi*, 1(2),s.1-32.
- Akçoraoğlu, A.& Yurdakul, F. ( 2002). Global faktörler ve hisse senedi getirileri: istanbul menkul kıymetler borsası'na ilişkin ampirik kanıtlar. *İMKB Dergisi*. 6 (21)s.1-21.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım –Yayın.
- Akmeşe, H.(2006). *Entellektüel sermayenin firma piyasa değeri üzerine etkisi ve imkb'de işlem gören işletmeler üzerinde bir araştırma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Aksoy, A.& Tanrıöven, C.( 2007). *Sermaye piyasası yatırım araçları ve analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksoy, A.( 1993). *İşletme sermayesi yönetimi*. Ankara: Gazi Büro Kitabevi.
- Aktaş, M. & Akdağ, S. (2013). Türkiye'de ekonomik faktörlerin hisse senedi fiyatları ile ilişkilerinin araştırılması. *Uluslararası Sosyal Alan Araştırmaları Dergisi*. Yıl: 2, Sayı:2. (<http://www.ijssr.net/index.php/site/index>). Erişim Tarihi: 07.04.2017.
- Akyüz, M. & Ertel, N.(1990). *Ansiklopedik ekonomi sözlüğü*, 3. Baskı, İstanbul: Dünya Yayınları.
- Albayrak, A.S., Öztürk, N. & Tüylüoğlu, Ş. (2012). Makroekonomik değişkenler ile sermaye hareketlerinin imkb-100 endeksi üzerindeki etkisinin incelenmesi. abant izzet baysal üniversitesi. *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(2) s.1-22.
- Alkan, G.İ.& Demireli, E. (2007). Türkiye'de kullanılan bazı şirket değerleme yöntemleri ve bir uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9(2)s.27-39.
- Alp, Ali, Kartal Demirgüneş, Ünsal Ban & Başaran Öztürk. 2009. 'Ekonomik Katma Değer Bakış Açısıyla Finanslama Kararları.' Celal Bayar Üniversitesi S.B:F 7(2)
- Altun, Y. *Fiyat/Kazanç oranı*.  
(<http://www.fiyatneder.com/?pnun=63&pt=F+%2F+K>). Erişim Tarihi:10.06.2017.

- Arkan, F.(2010). *Finansal yapı ve firma değeri ilişkisi: imkb'ye kayıtlı firmalar üzerinde bir araştırma*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Arslan, C. (2015). *Katalaksi: Akıcı ve ayrıntılı iktisat konu anlatım kitabı*. İstanbul: Derin Yayınları.
- ASÜD. *Süt Üretimi 2015*. (<http://www.asuder.org.tr/veriler/turkiyede-sut-ve-sut-urunleri/turkiyede-sut-sektoru/>). Erişim Tarihi: 02.12.2016.
- Baldemir, E. & Süslü, B. (2008). Firmaların kısa vadeli borçlanmalarının hisse senedi fiyatlarının değişimine etkisi: modigliani-miller teoremi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2)s.259-268, Borsa İstanbul. (<http://borsaistanbul.com/>).Erişim Tarihi: 01.09.2016.
- Brigham, E. F. (2006). *Finansal yönetimin temelleri* (Çev. Akmut Ö. ve Sarıaslan H.).Cilt:1. Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları.
- Büyüköztürk, Ş. (2007). *Sosyal bilimler için veri analizi el kitabı: istatistik, araştırma deseni, spss uygulamaları ve yorum*. Ankara: Pegem Akademi.
- Chambers, N. (2009).*Firma değerlemesi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Can, H., Tuncer, D.& Ayhan, D. Y.(2000). *Genel işletmecilik bilgileri*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Demir, O. (2013). *Firma değerlendirme yöntemleri ve bir borsa istanbul uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Demir, Ö.(2005). *Entelektüel sermayenin işletmelerin piyasa değerlerine olan etkisi. doğu anadolu bölgesi araştırmaları*, ([DOC] [firat.edu.tr](http://firat.edu.tr) ) Erişim Tarihi: 03.03.2017.
- Demirkol, İ.(2006). *Entelektüel sermayenin firma değerine etkisi ve imkb'de sektörel uygulamalar*, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Deran, A.& Aktaş, R.(2006). Fair Value Karşılığı Olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 2,s.153-166.
- Doğru, B. & Recepoğlu, M. (2013), Türkiye'de hisse senetleri fiyatları ve döviz kuru arasında doğrusal ve doğrusal olmayan eş bütünleşme ilişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi EYİ 2013 Özel Sayısı*. Kütahya.

- Düzer, M.(2008). *Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi, imkb'de bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Durukan, M.B. (1999). İstanbul menkul kıymetler borsasında makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi. *İMKB Dergisi*. 11. İstanbul.
- Elitaş, B.L. (2010). *Hisse senedi getirileri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki: türkiye için zaman serisi analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.
- Ercan, M.E. & Ban, Ü.(2008). *Değere dayalı işletme finansı: finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B.,& Demirgüneş, K.(2003). *Değere dayalı yönetim ve entelektüel sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B.,Küçükkaplan, İ.; Başcı, E.S.& Demirgüneş, K.(2006). *Firma değerlemesi: banka uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ersu, *Yatırımcı ilişkileri*.(<http://www.ersu.com.tr/tr/yatirimciiliskileri.html>)Erişim Tarihi: 03.05.2017.
- Ertek, T.(2007). *Temel ekonomi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Ertuğrul, M.(2008). Değer-fiyat ayrımı ve işletme değeri: kuramsal bir bakış. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, *İİBF Dergisi*, 3(2).
- Gacar, A.(2009).*Yatırımcılar açısından hisse senedi değerlemesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Gage, W.L.(1969). *Değer analizi*, Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.
- Gençer Gemici, Ç.(2010). *Mali oranların firma değerine etkisinin analizi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Güngör, B. & Yerdelen Kaygın, C. (2015). Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi. *Kafkas Üniversitesi. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(9)s.149-168.
- Gürbüz, A.O. & Ergincan, Y. (2008). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- İktisadi Kalkınma Vakfı. ([http://ikv.org.tr/images/upload/data/files/\(2013\\_yilinda\\_turkiyede\\_neler\\_yasandi\\_-\\_aralik\\_2013.pdf\)](http://ikv.org.tr/images/upload/data/files/(2013_yilinda_turkiyede_neler_yasandi_-_aralik_2013.pdf)) .Erişim Tarihi:15.11.2016

- İpekten, O.B. & Aksu, H. (2009). Alternatif yabancı yatırım araçlarının imkb indeksi üzerine etkisi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 13(1) s. 413-423.
- İş'te Kobi. *Gıda sektörüne bakış*. (<http://www.istekobi.com.tr/sectorler/gida-s14/sektore-bakis/gida-b14.aspx>.) Erişim Tarihi: 18.11.2016.
- İvgen, H.( 2003). *Şirket değerlendirme: hisse senedi yatırımcıları, analistler ve şirket yöneticileri için*. İstanbul: Finnet Yayınları.
- Jensen, M.C. & Meckling, W H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3 . USA.
- Kaba, F.(2009). *Kar payı dağıtımının firma değeri üzerine etkisi ve bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Kalaycı, Ş. (2010). *SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Ankara: Asil Yayın-Dağıtım.
- Kalaycı, Ş., vd.,(2006). *SPK lisanslama sınavlarına hazırlık*, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu, (<https://www.kap.org.tr/>).Erişim Tarihi: 08.11.2016.
- Kanalıcı, H. (1997). *Hisse senedi fiyatlarının tesbiti ve tesir eden faktörler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Kar, A., Özer, Ö., Şantaş, F.& Budak, F. (2012). Kar dağıtımının hisse senedi değeriyle ilişkisi: spor hizmetleri sektörü üzerine bir uygulama. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 4(1), ISSN: 1309-8020 s.1-9.
- Kargı, N. & Terzi, H. (1997). Türkiye'de imkb, enflasyon, faiz oranı ve reel sektör arasındaki nedensellik ilişkilerinin var modeli ile belirlenmesi. *İMKB Dergisi*, 1(4).
- Karakoca, A. (2011). *Farklı değerlendirme yöntemleri ile firma değerlemesi ve imkb otomotiv sektöründe bir uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Konuk, H.(2006). *Şirket değerlendirme yöntemleri ve reel opsiyonlar yaklaşımı*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

- Korkmaz, T.& Ceylan, A.(2012).*Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Kristal Kola, Yatırımcı İlişkileri. (<http://www.kristalkola.com.tr/index.php/yatirimci2/imkb-de-kristal>). Erişim Tarihi: 03.05.2017
- Küçükcaraba, M.(2012). *Firma değerlemesi ve bir imkb uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Öztürk, B.(2008). *Makroekonomik faktörlerin istanbul menkul kıymetler borsası ulusal 100 endeksi ve volatilitesi üzerindeki etkilerinin incelenmesi (1997-2006)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Özer, A., Kaya, A. & Özer, N. (2011). Hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenlerin etkileşimi. *Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26 (1)s. 163-182.
- Peker, H.S. (2011). Türkiye’de enflasyon ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının değerlendirilmesi. makalesi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Sayı:22 s. 487-506.
- Pınar Süt, Yatırımcı İlişkileri. (<http://yatirim.pinar.com.tr/yatirim.aspx>). Erişim Tarihi: 05.10.2016.
- Pınar Su, Yatırımcı İlişkileri. (<http://yatirim.pinarsu.com.tr/yatirim.aspx>). Erişim Tarihi: 04.05.2017
- Rastgeldi, M.Z. (2012). Seçilmiş makroekonomik değişkenlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi. *Mevzuat Dergisi*. Yıl: 15, Sayı: 169 s.1-6.
- Rodoplu, G. & Akdemir, A. (1998). *İşletme bilimine giriş*. Isparta.
- Sağmanlı, M.(1996). Şirket değerlendirme ve bir uygulama örneği, Marmara Üniversitesi *Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını*,No:6.
- Sarıkamş, C.(2000). *Sermaye pazarları*, İstanbul: Alfa Yayın Dağıtım.
- Savsar, A. (2012). *Finansal oranlarla firma değeri arasındaki ilişki ve İstanbul menkul kıymetler borsası’nda bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Sayılgan, G.(2003). *İşletme finansmanı: açıklamalı yanıtlarıyla konu anlatımlı ve çoktan seçmeli sorular*. Ankara: Turhan Kitabevi.

- Sayılğan, G. & Süslü, C. ( 2011). Makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisi: Türkiye ve gelişmekte olan piyasalar üzerine bir inceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. 5(1).
- Sevinç, A. (2008). *Firma değerini etkileyen unsurlar ve nakit akışı metoduna ilişkin bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası iktisat: teori politika ve uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H. (2002). *Ekonomik terimler: ansiklopedik sözlük*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sipahi, B., Yanık, S.& Aytürk, Y.(2011).Şirket değerlendirme yaklaşımları, Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Sönmez, F. & Terzioğlu, M. (2007). Gayri safi milli hasıla imkb 100 endeksini etkiliyor mu? . *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 33s.96-100.
- SPK. *Sermaye piyasasında uluslararası değerlendirme standartları hakkında tebliğ*. Seri: VIII, No: 45. (<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn=...>) Erişim Tarihi: 02.05.2017.
- Süslü, C.(2010). *Makroekonomik faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisi: türkiye ve gelişmekte olan piyasalar üzerine bir inceleme*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Tat Gıda, *Yatırımcı İlişkileri* (<http://www.tatgida.com/tr/yatirimci-iliskileri/yatirimci-sunumu/>).. Erişim Tarihi: 02.05.2017
- TCMB, (2013). *Enflasyon ve fiyat istikrarı*. Ankara.. (<http://www.tcmb.gov.tr/>) Erişim Tarihi:01.10.2016
- TCMB. <http://www.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi:12.11.2016
- Temizer, Z.(2015). *Finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri ilişkisi: bist' te bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Tevfik, A.T.(2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- TOBB. (<http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomik%20rapor.pdf>).Erişim Tarihi:15.11.2016.
- TOBB,2010. (<http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomikrapor2009.pdf>). Erişim Tarihi:12.12.2016.

- TOBB,2011.([http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomik\\_rapor\\_2011.pdf](http://www.tobb.org.tr/Documents/yayinlar/ekonomik_rapor_2011.pdf))  
. Erişim Tarihi:10.12.2016.
- Topcu, E.(2014). Bileşik öncü göstergeler ile hisse senedi piyasaları arasındaki ilişki: türkiye örneği. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi- 16(1)*s. 167-176.
- TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü Standardı,  
<http://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6538/TMS/TFRS-2017-Seti>.  
Erişim Tarihi: 23.12.2017
- Turan İçke, B.(2007). *Şirket birleşmeleri, hisse senedi değeri ve finans sektörü*. İstanbul: Derin Yayınları.
- TÜİK. (<http://www.tuik.gov.tr>, Erişim Tarihi:01.10.2016).
- Türk, V.E. (2013). *Finansal analiz oranları ve firma değeri ilişkisi: imkb' de bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Türkiye İş Bankası.(2016). *Dünya ve türkiye ekonomisindeki gelişmeler* ([https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg\\_201607.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201607.pdf)).Erişim Tarihi:15.11.2016
- Ülker Bisküvi, Yatırımcı İlişkileri.  
(<http://ulkerbiskuviyatirimciiliskileri.com/default.aspx>). Erişim Tarihi:03.05.2017.
- Üreten, A. & Ercan, M.K. (2000).*Firma değerinin tespiti ve yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ünsal, N.(1998). *İşletmelerde temettü politikasının firma değeri üzerine etkisi ve bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Niğde Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Niğde.
- Yazıcı, K.(1997). *Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri*. Ankara: DTP.
- Yılmaz, Ö. , Güngör, B. & Kaya, V. ( 2006). Hisse senedi fiyatları ve makro ekonomik değişkenler arasındaki eşbütünleşme ve nedensellik. *İMKB Dergisi*, Yıl: 8, Sayı: 34 s.1-17.
- Yükeri, Y. (2009). *İmalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin incelenmesi: adana hacı sabancı organize sanayi bölgesinde bir uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Zügül, M. & Şahin, C.(2009). İMKB 100 endeksi ile bazı makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik bir uygulama. *Akademik Bakış: Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E- Dergisi*. Sayı:16.

### İnternet Kaynakları

<http://www.hurriyet.com.tr/borcunu-odeyen-pinar-sut-2007den-umutlu-5672140>,  
Erişim Tarihi:15.11.2016.

<http://finans.haberler.com/yazarlar/emre-ozguven/borsada-son-10-yillik-donemde-one-cikan-gelismeler/>, Erişim Tarihi:12.11.2016.

<http://bigpara.hurriyet.com.tr/kobi/dunya-emptia-borsalari/BRENT/> .Erişim  
Tarihi:12.11.2016

<http://finans.haberler.com/yazarlar/emre-ozguven/borsada-son-10-yillik-donemde-one-cikan-gelismeler/> Erişim Tarihi:15.11.2016.

<http://www.ilkb250.org.tr/document/2007/makaleler/09%20%202007%20Y%C4%B1l%C4%B1%20T%C3%BCrkiye%20Ekonomisi%20Genel%20De%C4%9FerlendirmesiS%C3%BCreyya%20SERDENGEC%3%87T%C4%B0.pdf>.  
Erişim Tarihi:15.11.2016

<http://pinar.com.tr/pdf/sut/pinarsut11/index.html>,Erişim Tarihi:12.11.2016

<http://www.dunya.com/gundem/petrol-fiyatlari-nereye-gidiyor-haberi-301913>.Erişim  
Tarihi:13.11.2016

<http://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-37502993>.Erişim Tarihi:15.11.2016

<http://doczz.biz.tr/doc/175972/fiyat-tespit-raporu;2017>. Erişim Tarihi:15.06.2017.

<http://forekstrend.blogspot.com.tr/2014/12/fiyatkazanc-yontemiyle-sirket-degerini.html>. Erişim Tarihi:15.06.2017

**EKLER**

**EK 1: PINAR SÜT MAMÜLLERİ SANAYİİ A.Ş. FİNANSAL VERİLERİ  
30 HAZİRAN 2016 VE 31 ARALIK 2015 TARİHLERİ İTİBARIYLA ÖZET  
FİNANSAL DURUM TABLOLARI**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası (“TL”) olarak ifade edilmiştir.)

	<b>Sınırlı incelemeden geçmiş 30 Haziran 2016</b>	<b>Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2015</b>
<b>VARLIKLAR</b>		
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	107.942	298.719
Nakit ve Nakit Benzerleri	174.971.728	138.210.610
Ticari Alacaklar	1.018.608	2.401.289
Diğer Alacaklar	109.469.332	112.008.255
Stoklar	1.891.517	5.067.388
Peşin Ödenmiş Giderler	27.177.586	19.933.178
Diğer Dönen Varlıklar	314.636.713	277.919.439
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>		
<b>DURAN VARLIKLAR</b>		
Finansal Yatırımlar	77.632.377	79.423.446
Diğer Alacaklar	13.359	13.359
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	5 64.785.791	67.506.066
Maddi Duran Varlıklar	7 463.374.814	455.028.148
- Arazi ve Arsalar	136.679.902	136.679.902
- Yeraltı ve Yerüstü Düzenlemeleri	13.476.034	14.790.648
- Binalar	76.502.904	76.197.460
- Tesis, Makine ve Cihazlar	207.588.670	210.082.619
- Taşıtlar	243.834	324.713
- Mobilya ve Demirbaşlar	12.663.196	13.211.689
- Yapılmakta Olan Yatırımlar	16.220.274	3.741.117
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.358.126	904.976
Peşin Ödenmiş Giderler	818.531	2.962.521
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	607.982.998	605.838.516
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	922.619.711	883.757.955

**30 HAZİRAN 2016 VE 31 ARALIK 2015 TARİHLERİ İTİBARIYLA ÖZET  
FİNANSAL DURUM TABLOLARI**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	<b>Sınırlı incelemeden geçmiş 30 Haziran 2016</b>	<b>Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2015</b>
<b>KAYNAKLAR</b>		
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>		
Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.507.488	15.274.043
- İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.507.488	15.274.043
- Banka Kredileri	41.507.488	15.274.043
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	4.012.833	4.021.656
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	4.012.833	4.021.656
- Banka Kredileri	4.012.833	4.021.656
Diğer Finansal Yükümlülükler	233.312	5.470.820
- Diğer Muhtelif Finansal Yükümlülükler	233.312	5.470.820
Ticari Borçlar	183.228.901	178.211.654
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	22.869.762	20.462.562
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	160.359.139	157.749.092
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	330.549	1.426.748
Diğer Borçlar	50.327.301	32.859.058
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	48.420.434	31.122.993
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.906.867	1.736.065
Ertelenmiş Gelirler	483.181	185.820
- İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	446.034	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	37.147	185.820
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.064.971	1.342.179
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.185.364	1.320.071
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	1.185.364	1.320.071
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	239.008	139.467
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	239.008	139.467
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>293.612.908</b>	<b>240.251.516</b>
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>		
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	2.000.000
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	2.000.000
- Banka Kredileri	20.954.183	26.813.819
Ticari Borçlar	20.954.183	26.813.819
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	15.668.016	15.011.944
Uzun Vadeli Karşılıklar	15.668.016	15.011.944
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	15.668.016	15.011.944
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	14.657.638	12.530.714
<b>TOPLAM UZUN VADELİ</b>		

<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	51.279.837	56.356.477
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>344.892.745</b>	<b>296.607.993</b>

**30 HAZİRAN 2016 VE 31 ARALIK 2015 TARİHLERİ İTİBARIYLA ÖZET  
FİNANSAL DURUM TABLOLARI**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	<b>Sınırlı incelemeden</b>	<b>Bağımsız denetimden geçmiş geçmiş</b>
	<b>30 Haziran 2016</b>	<b>31 Aralık 2015</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>		
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>577.726.966</b>	<b>587.149.962</b>
Ödenmiş Sermaye	44.951.051	44.951.051
Sermaye Düzeltmesi Farkları	16.513.550	16.513.550
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak		
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	166.022.492	169.339.572
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	166.470.667	169.435.676
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	174.455.080	176.218.583
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	(7.984.413)	(6.782.907)
- Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımların		
Diğer Kapsamlı Gelirinden Kar veya Zararda Sınıflandırılmayacak Paylar	(448.175)	(96.104)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak		
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	57.901.782	62.387.413
- Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazançları	48.764.880	53.130.359
- Satılmaya Hazır Finansal Varlıkların Yeniden		
Değerleme veya Sınıflandırma Kazançları (Kayıpları)	48.764.880	53.130.359
- Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirinden Kar/ Zararda Sınıflandırılacak Paylar	9.136.902	9.257.054
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	55.024.248	50.558.849
- Yasal Yedekler	55.024.248	50.558.849
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(5.537.877)	(5.537.877)
Geçmiş Yıllar Karları	199.554.507	186.701.497
Net Dönem Karı	43.297.213	62.235.907
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>577.726.966</b>	<b>587.149.962</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>922.619.711</b>	<b>883.757.955</b>

**1 OCAK - 30 HAZİRAN 2016 VE 2015 ARA HESAP DÖNEMLERİNE AİT  
ÖZET KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOLARI**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası (“TL”) olarak ifade edilmiştir.)

	1 Ocak - 30 Haziran 2016	1 Nisan - 30 Haziran 2016	Sınırlı incelemeden geçmiş 1 Ocak - 30 Haziran 2015	Sınırlı incelemeden geçmiş 1 Nisan - 30 Haziran 2015
<b>KAR VEYA ZARAR KISMI</b>				
Hasılat	544.601.690	270.676.613	490.030.263	250.592.693
Satışların Maliyeti	(438.988.391)	(219.352.652)	(407.888.275)	(213.318.099)
<b>Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)</b>	105.613.299	51.323.961	82.141.988	37.274.594
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	105.613.299	51.323.961	82.141.988	37.274.594
Genel Yönetim Giderleri	(19.421.303)	(10.210.188)	(16.840.477)	(9.283.715)
Pazarlama Giderleri	(38.474.846)	(19.977.302)	(33.054.942)	(17.729.916)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(5.307.986)	(2.974.990)	(4.444.885)	(2.370.214)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.293.498	1.162.111	3.607.378	1.443.674
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(3.422.107)	(1.250.970)	(5.053.120)	(3.541.295)
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	41.280.555	18.072.622	26.355.942	5.793.128
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.308.303	7.179	3.175.128	2.569
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(269.506)	(31.631)	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından(Zararlarında n) Paylar	5.228.329	2.871.599	5.920.855	2.282.696
<b>FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	51.547.681	20.919.769	35.451.925	8.078.393
Finansman Gelirleri	1.508.594	501.168	1.038.848	518.916
Finansman Giderleri	(3.917.436)	(2.366.090)	(2.483.186)	(664.251)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	49.138.839	19.054.847	34.007.587	7.933.058
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	(5.841.626)	(1.226.474)	(3.302.413)	(480.250)

- Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(3.183.360)	(1.068.670)	(1.028.819)	(316.817)
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(2.658.266)	(157.804)	(2.273.594)	(163.433)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	43.297.213	17.828.373	30.705.174	7.452.808
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	43.297.213	17.828.373	30.705.174	7.452.808
<b>Pay Başına Kazanç (Kayıp)</b>	0,9632	0,3966	0,6831	0,1658
- Sürdürülen Faaliyetlerden 1 Kr Nominal Değerli 100 Adet Pay Başına Kazanç (Kayıp)	0,9632	0,3966	0,6831	0,1658

**EK 2: ÇALIŞMADA KULLANILAN MAKROEKONOMİK VERİLER**  
**GSYH'nin Yıllara Göre Değişim Verileri**

<b>Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, 1998 - 2013 (Alıcı Fiyatlarıyla)</b>				
	<b>Cari fiyatlarla</b>		<b>Sabit (1998) fiyatlarla</b>	
	<b>Değer</b>	<b>Büyüme hızı</b>	<b>Değer</b>	<b>Büyüme hızı</b>
<b>Yıllar</b>	<b>( MilyonTL)</b>	<b>(%)</b>	<b>(Milyon TL)</b>	<b>(%)</b>
2006	758 391	16,9	96 738	6,9
2007	843 178	11,2	101 255	4,7
2008	950 534	12,7	101 922	0,7
2009	952 559	0,2	97 003	-4,8
2010	1 098 799	15,4	105 886	9,2
2011	1 297 713	18,1	115 175	8,8
2012	1 416 798	9,2	117 625	2,1
2013	1 567 289	10,6	122 556	4,2
2014	1 748 168	11,5	126 258	3
2015	1 952 638	11,7	131 273	4
2016*	1 023 776	10,5	64 710	3,9
*=-2.Çeyrek,Haziran,2016				

**Tüketici Fiyat Endeksi (2003=100) Bir Önceki Yılın Aralık Ayına Göre Değişim (%)**

	Türkiye-TR	
	06-Haziran	12-Aralık
<b>Yıllar</b>		
<b>2006</b>		<b>9,65</b>
<b>2007</b>		<b>8,39</b>
<b>2008</b>		<b>10,06</b>
<b>2009</b>		<b>6,53</b>
<b>2010</b>		<b>6,4</b>
<b>2011</b>		<b>10,45</b>
<b>2012</b>		<b>6,16</b>
<b>2013</b>		<b>7,4</b>
<b>2014</b>		<b>8,17</b>
<b>2015</b>		<b>8,81</b>
<b>2016</b>	<b>3,63</b>	

<b>Yıllar itibariyle M1 ve M2 Para Arzı TL</b>				
<b>YILLAR</b>	<b>M1</b>	<b>12 Ay.% Değ.</b>	<b>M2</b>	<b>12 Ay.% Değ.2</b>
<b>2006 -12</b>	72.162.564	16,5	297.481.073	25
<b>2007-12</b>	77.674.822	7,6	345.028.428	16
<b>2008-12</b>	83.380.932	7,3	434.205.424	25,8
<b>2009-12</b>	107.051.398	28,4	494.024.148	13,8
<b>2010-12</b>	133.884.898	25,1	587.814.547	19
<b>2011-12</b>	148.455.145	10,9	665.642.351	13,2
<b>2012-12</b>	167.404.833	12,8	731.770.695	9,9
<b>2013-12</b>	208.937.829	24,8	890.705.564	21,7
<b>2014-12</b>	251.342.783	20,3	1.011.490.295	13,6
<b>2015-12</b>	312.309.476	24,3	1.206.005.293	19,2
<b>2016-06</b>	336.562.967	18,4	1.272.179.301	12,8
Kaynak: Merkez Bankası Ayın son Cuma günü itibariyle.				

## DÖVİZ KURU ABD Doları US 1\$/TL

YILLAR	ORTALAMA DÖVİZ KURLARI	DÖNEM SONU-ARALIK
2006	1,4311	1,4131
2007	1,3015	1,1647
2008	1,2929	1,5123
2009	1,5471	1,5057
2010	1,5004	1,546
2011	1,67	1,9065
2012	1,7925	1,7826
2013	1,9013	2,1343
2014	2,1879	2,3189
2015	2,72	2,9076
2016*	2,917	2,8936
(*) = 2016 Yılı haziran ortalama ve haziran sonu verilerine yer verilmiştir.		

**Brent Petrol Yıllara Göre Aylık Fiyatları (USD)**

AY/YIL	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Aralık	56,82	37,28	57,33	110,8	111,11	107,38	94,75	77,93	45,59	93,85	60,86
Kasım	50,47	44,61	70,15	109,69	111,23	110,52	85,92	78,47	53,49	88,26	64,26
Ekim	48,3	49,56	85,86	108,84	108,7	109,56	83,15	75,2	65,32	90,63	59,03
Eylül	49,06	48,37	94,67	108,37	112,39	102,76	82,31	69,07	98,17	79,17	62,48
Ağustos	47,04	54,15	103,19	114,01	114,57	114,85	74,64	69,65	114,05	72,69	70,25
Temmuz	42,46	52,21	106,02	107,7	104,92	116,74	78,18	71,7	123,98	77,05	75,15
Haziran	49,68	63,59	112,36	102,16	97,8	112,48	75,01	69,3	139,83	71,41	73,51
Mayıs	49,69	65,56	109,41	100,39	101,87	116,73	74,65	65,52	127,78	68,04	70,41
Nisan	48,13	66,78	108,07	102,37	119,47	125,89	87,44	50,8	111,36	67,65	72,02
Mart	39,6	55,11	107,76	110,02	122,88	117,36	82,7	49,23	100,3	68,1	65,91
Şubat	35,97	62,58	109,07	111,38	122,66	111,8	77,59	46,35	100,1	61,89	61,76
Ocak	34,74	52,99	106,4	115,55	110,98	101,01	71,46	45,88	92,21	57,4	65,99

**Bankalarca Türk Lirası/Yeni Türk Lirası Üzerinden 3 Ay Vadeli Açılan Mevduat Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları**

AY/YIL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	16,37	19,23	17,12	16,78	9,09	8,17	10,93	7,83	9,04	9,89	11,9
2	16,23	19,15	16,91	14,07	8,81	8,07	10,82	7,44	10,41	9,7	12,02
3	15,93	18,68	16,91	12,9	8,98	8,16	10,38	7,12	11,3	9,95	12,09
4	15,57	18,52	16,97	12,51	8,91	8,45	10,4	6,99	11,12	10,18	11,82
5	15,28	18,57	17,53	12,28	9,2	8,95	10,56	6,59	10,65	10,26	11,41
6	15,94	18,58	18,03	12,4	9,51	9,39	10,88	6,7	10,14	10,47	11,16
7	17,66	18,45	18,64	12	9,31	9,69	10,54	7,63	9,43	10,64	
8	17,99	18,32	18,87	10,81	9,02	9,47	9,84	8,39	9,11	10,86	
9	18,6	18,32	19,1	10,01	8,94	9,06	9,21	8,86	9,18	11,32	
10	18,51	17,94	19,28	9,25	8,73	8,97	8,65	8,68	9,34	11,5	
11	18,8	17,61	20,66	8,82	8,74	9,54	8,36	8,47	9,48	11,23	
12	19,12	17,54	20,04	9,33	8,8	10,67	8,12	8,73	9,87	11,76	
ORT	17,16	18,40	18,33	11,76	9,00	9,04	9,89	7,78	9,92	10,64	11,73

### Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış istihdam verileri

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış istihdam verileri												
	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)	istihdam edilenler (Bin)	istihdam oranı (%)
Ocak	19.583	40,1	20.329	40,8	20.266	40	20.278	39,5	21.489	41	22.717	42,4
Şubat	19.423	39,7	20.081	40,3	20.321	40,1	20.182	39,2	21.469	40,9	22.897	42,7
Mart	19.602	40	20.192	40,5	20.421	40,2	20.140	39,1	21.533	41	23.029	42,9
Nisan	19.723	40,2	20.150	40,3	20.615	40,6	20.103	38,9	21.683	41,2	23.092	42,9
Mayıs	19.828	40,3	20.237	40,4	20.692	40,7	20.307	39,3	21.733	41,2	23.072	42,8
Haziran	19.916	40,4	20.259	40,4	20.691	40,6	20.496	39,6	21.892	41,4	23.174	43
Temmuz	19.957	40,5	20.289	40,4	20.677	40,5	20.724	40	21.960	41,5	23.312	43,2
Ağustos	20.106	40,7	20.274	40,3	20.749	40,6	20.767	40	21.871	41,2	23.440	43,3
Eylül	20.194	40,8	20.349	40,4	20.756	40,6	20.931	40,2	21.875	41,2	23.496	43,4
Ekim	20.272	40,9	20.254	40,2	20.822	40,7	21.140	40,6	22.079	41,5	23.432	43,2
Kasım	20.403	41,1	20.225	40	20.625	40,2	21.282	40,8	22.383	42	23.567	43,4
Aralık	20.353	41	20.230	40	20.451	39,9	21.413	41	22.631	42,4	23.492	43,1
Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış istihdam verileri												
	2012		2013		2014		2015		2016			
	istihdam e	istihdam	istihdam edi	istihdam	istihdam ed	istihdam	istihdam	istihdam	istihdam e	istihdam oranı (%)		
Ocak	23.629	43,3	24.542	44,2	25.392	44,9	26.318	45,8	27.089	46,4		
Şubat	23.399	42,8	24.529	44,1	25.827	45,6	26.273	45,7	27.106	46,4		
Mart	23.486	42,9	24.537	44,1	25.965	45,8	26.361	45,8	27.251	46,6		
Nisan	23.710	43,3	24.669	44,2	25.959	45,7	26.479	45,9	27.343	46,7		
Mayıs	23.874	43,5	24.664	44,2	25.966	45,7	26.612	46,1	27.321	46,6		
Haziran	23.898	43,5	24.658	44,1	25.871	45,4	26.656	46,1	27.019	46		
Temmuz	23.964	43,6	24.590	43,9	25.750	45,2	26.716	46,1				
Ağustos	24.003	43,6	24.636	43,9	25.806	45,2	26.697	46,1				
Eylül	24.188	43,9	24.674	43,9	25.894	45,3	26.893	46,3				
Ekim	24.352	44,1	24.725	43,9	26.101	45,6	26.883	46,2				
Kasım	24.474	44,2	24.680	43,8	26.114	45,6	26.950	46,3				
Aralık	24.486	44,2	24.884	44,1	26.196	45,6	27.007	46,3				

**EK-3: PINAR SÜT FİRMASININ FİRMA DEĞERLEME VE GIDA SEKTÖRÜNDEN SEÇİLEN FİRMALARIN F/K ORANININ ORTALAMALARININ HESAPLAMA VERİLERİ**

<b>Pınar Süt A.Ş. Yıllar İtibariyle F/K Oranı Yöntemi İle Firma Değerlemesi</b>							
Yıllar	Ödenmiş Sermaye	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı	Piyasa Değeri	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı	F/K Oranı	Seçilen Firmaların F/K Oranı Ortalaması	Firma Değerlemesi
2006	44.951.051	2,07 TL	93.048.675,57 TL	28.585.922,00 TL	3,25	4,575	130.780.593,15 TL
2007	44.951.051	4,14 TL	186.097.351,14 TL	39.660.157,00 TL	4,69	50,57	2.005.614.139,49 TL
2008	44.951.051	1,55 TL	69.674.129,05 TL	34.185.418,00 TL	2,03	144,07	4.295.093.171,26 TL
2009	44.951.051	4,48 TL	201.380.708,48 TL	57.821.619,00 TL	3,48	16,85	974.294.280,15 TL
2010	44.951.051	9,88 TL	444.116.383,88 TL	60.075.624,00 TL	7,39	32,74	1.966.875.929,76 TL
2011	44.951.051	11,22 TL	504.350.792,22 TL	72.920.142,00 TL	6,91	79,63	5.806.630.907,46 TL
2012	44.951.051	12,62 TL	567.282.263,62 TL	57.421.066,00 TL	9,87	63,02	3.618.675.579,32 TL
2013	44.951.051	14,62 TL	657.184.365,62 TL	67.442.927,00 TL	9,74	56,97	3.842.223.551,19 TL
2014	44.951.051	18,75 TL	842.832.206,25 TL	87.076.222,00 TL	9,67	69,47	6.049.185.142,34 TL
2015	44.951.051	15,52 TL	697.640.311,52 TL	62.235.907,00 TL	11,2	25,95	1.615.021.786,65 TL
2016	44.951.051	15,30 TL	687.751.080,30 TL	43.297.213,00 TL	15,88	27,1	1.173.354.472,30 TL

**Gıda Sektöründen Seçilen Firmaların Yıllara Göre F/K Oranlarının Ortalamalarının Hesaplanmasına İlişkin Veriler**

<b>2006 YILI</b>					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değeri TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	1,83	248.880.000,00	-19.497.144,00	-12,76
<b>ÜLKER</b>	241.087.000,00	2,53	609.950.110,00	89.159.093,00	6,84
<b>ERSU</b>	36.000.000,00	0,76	27.360.000,00	-290.882,00	-94,05
<b>KRSTAL KOLA</b>	24.000.000,00	0,80	19.200.000,00	-236.123,00	-81,31
<b>PNRSU</b>	12.732.754,00	1,24	15.788.614,96	6.816.745,00	2,31
<b>ORTALAMA</b>					4,575

2007 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
TAT GIDA	136.000.000	2,96	402.560.000,00	11.028.934,00	36,5
ÜLKER	268.600.000	3,63	975.018.000,00	116.073.842,00	0,84
ERSU	36.000.000	0,84	30.240.000,00	242.884,00	124,5
KRSTAL KOLA	24.000.000	0,98	23.520.000,00	-297.928,00	-78,94
PNRSU	12.732.754	2,65	33.741.798,10	8.336.924,00	40,47
ORTALAMA					50,57

2008 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
TAT GIDA	136.000.000,00	1,15	156.400.000,00	-4.280.399,00	-36,53
ÜLKER	268.600.000,00	1,38	370.668.000,00	15.685.234,00	23,63
ERSU	36.000.000,00	0,31	11.160.000,00	-138.773,00	-80,41
KRSTAL KOLA	24.000.000,00	0,45	10.800.000,00	-2.451.648,00	-4,40
PNRSU	12.732.754,00	1,18	15.024.649,72	5.679.756,00	264,5
ORTALAMA					144,07

2009 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
TAT GIDA	136.000.000,00	2,92	397.120.000,00	33.738.567,00	11,77
ÜLKER	268.600.000,00	2,79	749.394.000,00	102.917.554,00	7,28
ERSU	36.000.000,00	0,59	21.240.000,00	-963.626,00	-22,04
KRSTAL KOLA	24.000.000,00	0,74	17.760.000,00	406,71	43,66
PNRSU	12.732.754,00	2,22	28.266.713,88	6.026.286,00	4,69
ORTALAMA					16,85

<b>2010 YILI</b>					
	<b>Ödenmiş Sermaye TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL</b>	<b>Gerçeğe Uygun Değer TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL</b>	<b>F/K Oranı</b>
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	4,10	557.600.000,00	16.212.718,00	34,39
<b>ÜLKER</b>	268.600.000,00	4,39	1.179.154.000,00	184.846.829,00	6,37
<b>ERSU</b>	36.000.000,00	0,94	33.840.000,00	409,92	82,55
<b>KRSTLKOL A</b>	48.000.000,00	1,60	76.800.000,00	-1.971.368,00	-38,95
<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	2,27	29.031.813,15	3.789.250,00	7,66
<b>ORTALAMA</b>					32,74

<b>2011 YILI</b>					
	<b>Ödenmiş Sermaye TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL</b>	<b>Gerçeğe Uygun Değeri TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL</b>	<b>F/K Oranı</b>
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	1,76	239.360.000,00	8.989.169,00	26,62
<b>ÜLKER</b>	268.600.000,00	4,35	1.168.410.000,00	658.005.477,00	1,77
<b>ERSU</b>	36.000.000,00	0,85	30.600.000,00	-3.144.657,00	-9,73
<b>KRSTAL KOLA</b>	48.000.000,00	0,69	33.120.000,00	157,29	210,5
<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	1,64	20.974.525,80	-870.905,00	-24,08
<b>ORTALAMA</b>					79,63

2012 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	2,21	300.560.000,00	2.695.963,00	111,48
<b>ÜLKER</b>	342.000.000,00	8,86	3.030.120.000,00	166.968.003,00	18,14
<b>ERSU</b>	36.000.000,00	0,83	29.880.000,00	-78.438,00	-380,9
<b>KRSTLKOLA</b>	48.000.000,00	0,69	33.120.000,00	-1.438.216,00	-23,02
<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	1,80	23.020.821,00	387,12	59,46
<b>ORTALAMA</b>					63,02

2013 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	2,37	322.320.000,00	2.494.069,00	129,23
<b>ÜLKER</b>	342.000.000,00	14,42	4.931.640.000,00	188.648.445,00	26,14
<b>ERSU</b>	36.000.000,00	0,59	21.240.000,00	-1.063.783,00	-19,96
<b>KRSTAL KOLA</b>	48.000.000,00	0,84	40.320.000,00	2.592.959,00	15,54
<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	1,58	20.207.165,10	-8.641.485,00	-2,33
<b>ORTALAMA</b>					56,97

2014 YILI					
	Ödenmiş Sermaye TL	31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL	Gerçeğe Uygun Değer TL	31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL	F/K Oranı
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	3,82	519.520.000,00	150.262.119,00	3,45
<b>ÜLKER</b>	342.000.000,00	18,06	6.176.520.000,00	215.681.868,00	28,63
<b>ERSU</b>	36.096.063,00	1,29	46.563.921,27	-1.047.548,00	-44,45
<b>KRSTAL KOLA</b>	48.000.000,00	1,77	84.960.000,00	363.275,00	233,87

<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	2,02	25.834.476,90	2.158.860,00	11,96
<b>ORTALAMA</b>					69,47

<b>2015 YILI</b>					
	<b>Ödenmiş Sermaye TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL</b>	<b>Gerçeğe Uygun Değer TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL</b>	<b>F/K Oranı</b>
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	5,28	718.080.000,00	67.318.191,00	10,66
<b>ÜLKER</b>	342.000.000,00	17,37	5.940.540.000,00	209.772.260,00	28,31
<b>ERSU</b>	36.096.063,00	0,92	33.208.377,96	-1.033.426,00	-32,13
<b>KRSTAL KOLA</b>	48.000.000,00	1,67	80.160.000,00	2.061.718,00	38,88
<b>PNRSU</b>	12.789.345,00	1,70	21.741.886,50	-8.997.599,00	-2,41
<b>ORTALAMA</b>					25,95

<b>2016 YILI</b>					
	<b>Ödenmiş Sermaye TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Hisse Senedi Kapanış Fiyatı TL</b>	<b>Gerçeğe Uygun Değer TL</b>	<b>31 Aralık İtibariyle Net Dönem Karı TL</b>	<b>F/K Oranı</b>
<b>TAT GIDA</b>	136.000.000,00	5,33	724.880.000,00	41.123.625,00	17,62
<b>ÜLKER</b>	342.000.000,00	21,00	7.182.000.000,00	177.992.394,00	40,35
<b>ERSU</b>	36.096.063,00	0,85	30.681.653,55	-418.357,00	-73,33
<b>KRSTAL KOLA</b>	48.000.000,00	1,26	60.480.000,00	2.589.883,00	23,35
<b>PNRSU</b>	44.762.708,00	1,60	71.620.332,80	-8.259.711,00	-8,67
<b>ORTLAMA</b>					27,1

## ÖZGEÇMİŞ

**Adı Soyadı** : Sevil OĞUZ  
**Doğum Yeri ve Yılı** : Türkeli, 1989  
**Medeni Hali** : Bekar  
**Yabancı Dili** : İngilizce  
**E-posta** : ogz.sevill@gmail.com



### Eğitim Durumu

2003-2007: Lise, Ankara Bahçelievler Deneme Y.D.A. Lisesi

2007-2012: Lisans, Abant İzzet Baysal Üniversitesi

### Mesleki Deneyim

Türkiye Halk Bankası A.Ş / Opera Şubesi /ANKARA 2017 - ...  
(halen)