

ÖNSÖZ

FINANSAL ORANLARIN HİSSE SENEDİ GETİRİSİ
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

ITU MERKEZ KÜTÜPHANESİ

Demirbaş No: 70732

Sınıflama No:

DL
U2787
ONM

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Müh. Atilla Onur

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 7 Ocak 1999

Tezin Savunulduğu Tarih : 4 Şubat 1999

Tez Danışmanı : Doç.Dr. Burç ÜLENGİN

Diğer Jüri Üyeleri : Doç.Dr. Mehmet BOLAK

Yrd.Doç.Dr. Suat TEKER

K. R. 9-3-99
9.3.1999
9.3.1999



000707320012

ŞUBAT 1999

ÖNSÖZ

İÇİNDEKİLER

İnsanlar hayatlarını sürdürürken, geleceklerini garanti altına almak, daha rahat yaşamak çocuklarına daha iyi bir gelecek sağlamak için birikim yaparlar. Doğaldır ki; bu birikimlerini de iyi getiriler sağlayan yatırımlar haline dönüştürmek isterler. Bu bahisle, yatırımların nerelere yönlendirilmesi gerektiği önemli bir konu haline geliverir. Biz de; bu çalışmamızda Sayın Hocam Doç.Dr. Burç Ülengin'in özverili destek, öneri ve yardımlarıyla ve görevimi sürdürdüğüm Koç Menkul Değerler A.Ş.'ndeki üstlerimin anlayış ve yardımlarıyla, çok karmaşık bir yapı olan doğru yatırım aracının tespiti süreci içinde yer alan oran analizi konusuna değinerek, ülkemizde henüz kullanılmaya başlanılan bir oranı da kullanarak çalışmamızı sonuçlandırdık. Araştırmacı ve yatırımcıların dikkatini çekmeye çalıştığımız bu araştırmamızın, araştırmacı ve yatırımcılara faydalı olmasını dileriz.

1.2 Sermaye Piyasası

BÖLÜM 2 HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Aralık 1998

Atilla Onur

2.1 Tanımlama

2.2 Temel Analiz

2.2.1 Fiyat / Kazanç Oranı

2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

2.2.3 Getiri Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar

BÖLÜM 3 ORANLARIN TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI'NDAKİ ÖNEMİ

3.1 Oranların Hesaplanması

3.2 Oran - Getiri İlişkisinin Ölçümü

3.2.1 Gerideki İzleyen Oranlar-Getiri

3.2.1.1 1993 Yılı Analizi

3.2.1.2 1994 Yılı Analizi

3.2.1.3 1995 Yılı Analizi

3.2.1.4 1996 Yılı Analizi

3.2.2 Önde Giden Oranlar-Getiri

3.2.2.1 1993 Yılı Analizi

3.2.2.2 1994 Yılı Analizi

3.2.2.3 1995 Yılı Analizi

3.2.2.4 1996 Yılı Analizi

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ	ii
SEMBOL LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
TABLO LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	ix
BÖLÜM 1 GİRİŞ	1
1.1 Piyasa Kavramı ve Çeşitleri	1
1.2 Sermaye Piyasası	3
BÖLÜM 2 HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ	9
2.1 Tanımlama	9
2.2 Temel Analiz	10
2.2.1 Fiyat / Kazanç Oranı	11
2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	13
2.2.3 Girişim Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar	14
BÖLÜM 3 ORANLARIN TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI'NDAKİ ÖNEMİ	17
3.1 Oranların Hesaplanması	18
3.2 Oran - Getiri İlişkisinin Ölçümü	23
3.2.1 Geriden İzleyen Oranlar-Getiri	23
3.2.1.1 1993 Yılı Analizi	23
3.2.1.2 1994 Yılı Analizi	25
3.2.1.3 1995 Yılı Analizi	27
3.2.1.4 1996 Yılı Analizi	29
3.2.2 Önde Giden Oranlar-Getiri	31
3.2.2.1 1993 Yılı Analizi	32
3.2.2.2 1994 Yılı Analizi	34
3.2.2.3 1995 Yılı Analizi	36
3.2.2.4 1996 Yılı Analizi	38

SONUÇLAR VE ÖNERİLER	SEMBOL LİSTESİ	41
KAYNAKLAR		43
EKLER		44
ÖZGEÇMİŞ		54
GD/FVAÖK	Girişim Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar	
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	
P/E	Price/Earning	
M/B	Market Value/Book Value	
EV/EBITDA	Enterprise Value/Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization	
İSE	İstanbul Stock Exchange	

SEMBOL LİSTESİ

	Sayfa No
F/K : Fiyat/Kazanç	23
PD/DD : Piyasa Değeri/Defter Değeri	24
GD/FVAÖK : Girişim Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar	25
İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	25
P/E : Price/Earning	26
M/B : Market Value/Book Value	26
EV/EBITDA : Enterprise Value/Earnings Before Interest Tax Deprecition Amortization	
ISE : Istanbul Stock Exchange	28
Grafik 3.2.1.3.3 : 1995 GD/FVAÖK – 1996 Getiri Grafiği	28
Grafik 3.2.1.4.1 : 1996 F/K – 1997 Getiri Grafiği	29
Grafik 3.2.1.4.2 : 1996 PD/DD – 1997 Getiri Grafiği	30
Grafik 3.2.1.4.3 : 1996 GD/FVAÖK – 1997 Getiri Grafiği	30
Grafik 3.2.2.1.1 : 1993 F/K – 1993 Getiri Grafiği	32
Grafik 3.2.2.1.2 : 1993 PD/DD – 1993 Getiri Grafiği	32
Grafik 3.2.2.1.3 : 1993 GD/FVAÖK – 1993 Getiri Grafiği	33
Grafik 3.2.2.2.1 : 1994 F/K – 1994 Getiri Grafiği	34
Grafik 3.2.2.2.2 : 1994 PD/DD – 1994 Getiri Grafiği	34
Grafik 3.2.2.2.3 : 1994 GD/FVAÖK – 1994 Getiri Grafiği	35
Grafik 3.2.2.3.1 : 1995 F/K – 1995 Getiri Grafiği	36
Grafik 3.2.2.3.2 : 1995 PD/DD – 1995 Getiri Grafiği	36
Grafik 3.2.2.3.3 : 1995 GD/FVAÖK – 1995 Getiri Grafiği	37
Grafik 3.2.2.4.1 : 1996 F/K – 1996 Getiri Grafiği	38
Grafik 3.2.2.4.2 : 1996 PD/DD – 1996 Getiri Grafiği	38
Grafik 3.2.2.4.3 : 1996 GD/FVAÖK – 1996 Getiri Grafiği	39

TABLO LİSTESİ ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No
Grafik 3.2.1.1.1 : 1993 F/K – 1994 Getiri Grafiği	23
Grafik 3.2.1.1.2 1993 PD/DD – 1994 Getiri Grafiği	24
Grafik 3.2.1.1.3 1993 GD/FVAÖK – 1994 Getiri Grafiği	25
Grafik 3.2.1.2.1 1994 F/K – 1995 Getiri Grafiği	25
Grafik 3.2.1.2.2 1994 PD/DD – 1995 Getiri Grafiği	26
Grafik 3.2.1.2.3 1994 GD/FVAÖK – 1995 Getiri Grafiği	26
Grafik 3.2.1.3.1 1995 F/K – 1996 Getiri Grafiği	27
Grafik 3.2.1.3.2 1995 PD/DD – 1996 Getiri Grafiği	28
Grafik 3.2.1.3.3 1995 GD/FVAÖK – 1996 Getiri Grafiği	28
Grafik 3.2.1.4.1 1996 F/K – 1997 Getiri Grafiği	29
Grafik 3.2.1.4.2 1996 PD/DD – 1997 Getiri Grafiği	30
Grafik 3.2.1.4.3 1996 GD/FVAÖK – 1997 Getiri Grafiği	30
Grafik 3.2.2.1.1 1993 F/K – 1993 Getiri Grafiği	32
Grafik 3.2.2.1.2 1993 PD/DD – 1993 Getiri Grafiği	32
Grafik 3.2.2.1.3 1993 GD/FVAÖK – 1993 Getiri Grafiği	33
Grafik 3.2.2.2.1 1994 F/K – 1994 Getiri Grafiği	34
Grafik 3.2.2.2.2 1994 PD/DD – 1994 Getiri Grafiği	34
Grafik 3.2.2.2.3 1994 GD/FVAÖK – 1994 Getiri Grafiği	35
Grafik 3.2.2.3.1 1995 F/K – 1995 Getiri Grafiği	36
Grafik 3.2.2.3.2 1995 PD/DD – 1995 Getiri Grafiği	36
Grafik 3.2.2.3.3 1995 GD/FVAÖK – 1995 Getiri Grafiği	37
Grafik 3.2.2.4.1 1996 F/K – 1996 Getiri Grafiği	38
Grafik 3.2.2.4.2 1996 PD/DD – 1996 Getiri Grafiği	38
Grafik 3.2.2.4.3 1996 GD/FVAÖK – 1996 Getiri Grafiği	39

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 3.1 Hisse senedi kodları	17
Tablo 3.2 Fiyat / Kazanç Oranı 1993-1997	20
Tablo 3.3 Piyasa Değeri / Defter Değeri 1993-1997	21
Tablo 3.4 Girişim Değeri / Faiz vergi amortisman öncesi kar 1993-1997	22
Tablo 3.5 Geriden izleyen oranların karşılaştırılması	31
Tablo 3.6 Önde giden oranların karşılaştırılması	40

THE EFFECT OF THE FINANCIAL RATIOS OVER STOCK PERFORMANCE: APPLICATION IN TURKEY

ÖZET

Günümüz yatırım süreci içerisinde önem verilen ve sıklıkla kullanılmakta olan Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Girişim Değeri/Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar oranları ile hisse senetlerinin getirileri arasındaki ilişkilerini saptayarak, bunların ne derece anlamlı olduğunu bulmaya çalıştığımız bu araştırmamızda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan 53 adet hisse senedini kullandık.

According to basic analysis, the value of a stock is determined only by basic economical factors. When deciding to invest on a certain stock a basic analyst, 1993 - 1997 yılları arasındaki verilerle yaptığımız bu çalışmada öncelikle F/K, PD/DD ve GD/FVAÖK oranlarının ne şekilde hesaplandığını gösterdikten sonra bahsi geçen bu yıllarda oranları her yıl için, geriden izleyen ve önden giden olmak üzere iki bölümde hisse senetlerinin performansları ile hesaplayarak grafikler üzerine yerleştirdik. Korelasyon katsayılarını hesaplamak suretiyle devam ettiğimiz çalışmamızda GD/FVAÖK, F/K ve PD/DD oranlarının birbirlerine göre gösterdikleri izafi üstünlükleri saptadık.

Finally, the real value for the stock of the firm in question is deduced and compared with the market value. The investment decision is then made by comparing the real value with the market value (ie. he finds out whether it is lower or higher than the market value). If the real value is higher than the market value he decides to buy. If the real value is lower than the market values he decides to sell.

THE EFFECT OF THE FINANCIAL RATIOS OVER STOCK PERFORMANCE: APPLICATION IN TURKEY

SUMMARY

There are two techniques present in the study of stock analysis. These are basic analysis and technical analysis. These are two different approaches to the question of “when to invest money on which stock”.

According to basic analysis, the value of a stock is determined only by basic economical factors. When deciding to invest on a certain stock a basic analyst, takes into account only economical, industrial, sectorial and company factors. In order to figure out the economical conjuncture, he analyses the growth ratio, manufacturing, inflation rates, data about money market, treasury, the reports and the plans of the Central Bank and economic indexes. In addition to these, social and political aspects are also taken into account. The sectorial competition, the position the firm in the economy, the market share, manufacturing policies, the specs of manufacturing and the managing personel are also taken into account. By analyzing the balance sheet, the income statements together with the dividend policy of the firm and the capital rise the basic analyst calculates the P/E, M/B and EV/EBITDA ratios. With all the above research, the analyst forecasts about the past and the future of the firm.

Finally, the real value for the stock of the firm in question is deduced and compared with the market value. The investment decision is then made by comparing the real value with the market value (ie. he finds out wheter it is lower or higher than the market value). If the real value is higher than the market value he decides to buy. If the real value is lower than the market values he decides to sell.

P/E, M/B and EV/EBITDA ratios are widely used in certain sectors in the world. In Turkey currently P/E and M/B ratios are widely used and EV/EBITDA ratio is rather new to the Turkish capital market.

Let's introduce the financial ratios described above.

- P/E Ratio is defined as the ratio of the stock price to the earning per share. A high P/E ratio means that the market is waiting for the future profits to be high or the cash flow will be discounted with a lower rate than the expected one. If it is connected to the pessimistic predictions of the market and not to a high risk factor, one who buys a low P/E ratio stock will obtain more income than the expected value.
- M/B ratio is defined as the ratio of the market value of the stock to the book value of it. If the stock value is close to the book value then a high price rise of the stock in the future is expected.
- EV/EBITDA is defined as the ratio of the enterprise value to the earning before interest tax depreciation amortization. This ratio is used to evaluate the cheap stock in the same sector's companies. A high EV/EBITDA ratio means that the stock in question is overvalued, and a low EV/EBITDA ratio means that it is undervalued.

In this research, the validity at P/E, M/B and EV/EBITDA ratios for the Turkish capital market are examined, thoroughly.

As mentioned before the P/E and M/B ratios are currently used in the Turkish capital market widely. So the relative availability of the newly introduced EV/EBITDA ratio compared with P/E and M/B ratios was analysed.

By using the data obtained during the 1993 – 1997, the performance of 53 nos. of stock at the Istanbul Stock Exchange (ISE) and the P/E, M/B and the EV/EBITDA ratios were examined.

People involved with the world's capital market always had the discussion of whether the purchase of expectations or the reality was correct. Therefore, the study was conducted by analyzing the ratios in future and past sense of manner.

Study conducted by ratios of past sense manner were achieved by analyzing the last quarter's data with the performance of the stock during the next year. All the obtained results were plotted and by a regression analysis the correlation coefficients for EV/EBITDA, P/E and M/B ratios for 1993, 1994, 1995 and 1996 were obtained. The correlation coefficient for EV/EBITDA through years 1993 to 1996 were calculated as 0.0666; 0.0202; 0.0207; 0.0587. In the same manner the correlation coefficient for P/E through years 1993 to 1996 were calculated as 0.0465; 0.0061; 0.0178; 0.0226. And finally the correlation coefficient for M/B through years 1993 to 1996 were calculated as 0.0032; 0.0188; 0.0136; 0.0344.

At the same time in order to understand the informative power of the regression a F-test was conducted.

The results of the F-test for EV/EBITDA ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 3.64; 1.05; 1.08; 3.18, for P/E ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 2.49; 0.31; 0.92; 1.18 and finally for M/B ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 0.16; 0.98; 0.70; 1.82. The critical F value was found to be 4.08 for the 53 nos. of data we used in this regression.

It can be seen from the data above that none of the values are more than $F_{critical}$. One can conclude that there isn't a relation between the performance of the stock and the P/E, M/B and EV/EBITDA ratios.

From the plots it was seen that the correlation coefficient for EV/EBITDA was higher than the other ones.

research. Still these ratios have a great influence on deciding which stock to choose.

Study conducted by ratios of future sense manner were achieved by analyzing the last quarter's data with the performance of the stock during the same year. All the obtained results were plotted and by a regression analysis the correlation coefficients for EV/EBITDA, P/E and M/B ratios for 1993, 1994, 1995 and 1996 were obtained. The correlation coefficient for EV/EBITDA through years 1993 to 1996 were calculated as 0.0045; 0.2060; 0.0709; 0.0611. In the same manner the correlation coefficient for P/E through years 1993 to 1996 were calculated as 0.0402; 0.0186; 0.0015; 0.0139. And finally the correlation coefficient for M/B through years 1993 to 1996 were calculated as 0.2531; 0.0379; 0.1272; 0.2268.

At the same time in order to understand the informative power of the regression a F-test was conducted.

The results of the F-test for EV/EBITDA ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 0.23; 13.23; 3.89; 3.32, for P/E ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 2.14; 0.97; 0.08; 0.72 and finally for M/B ratio through years 1993 to 1996 were calculated as 17.28; 2.01; 7.43; 14.96. The critical F value was found to be 4.08 for the 53 nos. of data we used in this regression.

In this case it was seen that for a certain year a F value greater than F_{critic} was obtained at the highest correlation coefficient. Hence we conclude that the regression analysis has an informative power for these critical points and therefore a relation between the performance of the stock and the M/B, P/E and EV/EBITDA ratios was applicable at these critical points.

In this study using two types of analysis, we saw that the future sense manner gave better results than the past sense manner, meaning that expectational purchases are being conducted.

If we analyze the stocks in the graphs one by one, we see that lower ratios correspond to high incomes, which is the desired case. Although these ratios are widely used throughout the world, they did not produce pleasing results in this

research. Still these ratios have a great influence on deciding which stock to choose. This choice that one could make together with technical analysis and the trend of the market could result with satisfaction.

At the end of the research we conclude that the strategy for the investors should be, first a country analysis, a political analysis then a sectorial and stock analysis, and then finally a technical analysis.

BÖLÜM 1

1. GİRİŞ

1.1 PİYASA KAVRAMI VE ÇEŞİTLERİ

İktisadi açıdan piyasa, alıcı ve satıcıların birbiri ile karşılıklı iletişim içinde oldukları ve mübadelenin meydana geldiği yer olarak tanımlanır. Bu iletişim bazen yüz yüze karşılıklı olduğu gibi, çoğu kez taraflar birbirlerinden uzak iseler yazışma, telgraf, telefon, telex, televizyon veya bilgisayar aracılığı ile de olabilir.

Piyasa genellikle teorik ve mekandan soyutlanmış bir kavramdır. Örneğin sermaye piyasası dediğimiz zaman ortada maddi - somut bir yer yoktur; sermaye piyasası soyut bir kavramdır. Halbuki bazen piyasa somut bir hale dönüşebilir. Örneğin altın piyasası denildiği zaman altının alınıp satıldığı bir yer, çarşı veya borsa binası olabilir. Piyasa kavramı somut hale geldiği zaman daha çok borsa haline dönüşür. Borsa gerçekten, hangi tür olursa olsun, arz ve talebin karşılaştığı bir yerdir.

Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa buna iç piyasa (domestic market); işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da milletlerarası piyasa (international market) denir ki, bu taktir de piyasa dünya ölçüsünde (world-wide) bir nitelik kazanır. İleri bazı ülkelerdeki para, sermaye ve kambiyo piyasaları milletlerarası piyasaya örnek olmuşlardır.

Çeşitli piyasa türlerinden bahsetmek mümkündür. Bunlar:

1. Mali Piyasa (Financial Market)
2. Sermaye Piyasası (Capital Market)
3. Para Piyasası (Money Market)

4. Menkul Değerler Piyasası (Securities Market)
5. Kambiyo Piyasası (Exchange Market)
6. Altın Piyasası (Gold Market)

şeklinde sıralanabilir. Bu türler hakkında kısaca şu açıklamalar yapılabilir.

1. *Mali Piyasa:* Bir ülkede para ve sermaye piyasaları da dahil, tekmil para, banka ve sigorta sistemini kapsayan geniş bir kavramdır.
2. *Sermaye Piyasası:* Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır.
3. *Para Piyasası:* Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Para piyasası sermaye piyasasından pek ayrılamaz. Her iki piyasa bir bütünlük arz eder.
4. *Menkul Değerler Piyasası:* Başta hisse senedi ve tahvil olmak üzere diğer tür çeşitli menkul değerlerin alınıp satıldığı bir piyasadır. Bu piyasa bazen menkul kıymetler borsası (Stock exchange) gibi somut, bazen borsa dışı piyasa (Over the counter) gibi dağınık ve soyut da olabilir. Menkul değerler piyasası sermaye piyasasının önemli ve ayrılmaz bir ögesidir.
5. *Kambiyo Piyasası:* Yabancı paraların alınıp satıldığı piyasaya kambiyo piyasası denilmektedir. Kambiyo kısıtlama ve denetiminin az olduğu veya tamamen serbest bulunduğu ileri Batı ülkelerindeki kambiyo piyasası (borsası) mevcuttur ve bu piyasada yabancı paraların tıpkı bir emtia gibi fiyatları arz ve talep durumuna göre belirlenir.
6. *Altın Piyasası:* Başta altın olmak üzere diğer kıymetli madenlerin gerek külçe ve gerekse diğer şekillerde alınıp satıldığı piyasaya, genellikle altın piyasası denilmektedir. Bu piyasa da dünyadaki örneklerinde görüldüğü gibi, önemli ve ağırlıklı bir yer tutmaktadır.

Bir piyasa kanun, tüzük ve yönetmelik gibi yasal araçlarla düzenlenmiş ve belirli kural ve ilkelere göre çalışıyor ve bu çalışması devlet denetimine veya mesleki kuruluşların denetimine tabi ise bu tür piyasalara örgütlenmiş piyasa denilmektedir. Eğer bir piyasa yasalarla düzenlenmemiş ve devlet denetimine tabi değilse bun da örgütlenmemiş piyasa denilmektedir. Örgütlenmemiş bir piyasa ile yasa dışı bir piyasa (illegal market)' yı birbirinden ayırmak gerekir.

1.2 SERMAYE PİYASASI

İngilizce'deki "capital market " deyiminden Türkçe'ye aynen çevrilerek yerleşen sermaye piyasası kavramı bazen sermaye piyasaları şeklinde çoğul olarak da kullanılmaktadır. Kavramı önce teorik olarak belirlemek yararlı olacaktır.

Genel kabul görmüş bir anlatımla uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya, sermaye piyasası denilmektedir. Bu tanımla yazarlarca da hemen hemen aynen kabul edilmiş bulunmaktadır. Ancak bundan daha değişik tanımlamalara da rastlıyoruz. Prof. Dr. Ali Sait Yüksel - Dr. Gültekin Rodoplu' nun tanımlamaları ise şöyledir: "Yatırım ve katılma kredileri gibi uzun süreli kredilere aracılık eden piyasa" sermaye piyasasıdır. Bu piyasanın araçları genellikle hisse senedi ve tahvillerdir.

U Tun Wai ve H.T. Patrick adlı iki uzmanın IMF' in Staff Papers adlı dergisinde yayımladıkları "Hisse Senedi ve Tahvil İhracı Ve Az gelişmiş Ülkelerde Sermaye Piyasası" başlıklı ilginç bir makalede (Temmuz 1973) sermaye piyasası ile ilgili tanımlamalar verilmektedir.

* Kapsamı: Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik bir nitelik taşır ve genelde mali piyasa kavramı içinde yer alır. Ancak sermaye Bugüne kadar sermaye piyasasının, bazıları çok geniş, bazıları ise pek dar olan tanımları yapılmış bulunmaktadır. En geniş anlamı ile sermaye piyasası, örgütlenmiş

finansman sisteminin tümüdür; bir başka deyişle kısa vadeli kredi arz ve talebini bir araya getiren mali piyasayı, tahvil ve hisse senetlerinin kolaylıkla el değiştirmesini sağlayan menkul kıymetler borsasını içerir.

Vade: Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin nitelik, bu piyasaya orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu vade bir yılda En dar tanımıyla, sermaye piyasası ise, tahvillerin ve hisse senetlerinin alınıp satıldığı örgütlenmiş ve uzmanlaşmış piyasaları kapsar. Bazı yazarlar, dar anlamdaki sermaye piyasasını iki bölümde ele alarak kavramın kapsamını bir ölçüde genişletmektedirler. Bunlara göre sermaye piyasası:

- a) Yeni kurulan ya da sermaye arttırımı yapan veya tahvil çıkaran kuruluşların hisse senetleriyle tahvillerinin alınıp satıldığı birincil piyasadan ve
- b) Daha önce çıkarılmış bulunan tahvil ve hisse senetlerinin alınıp satıldığı ikincil piyasadan (menkul kıymetler borsası) oluşur.

1985 mali yılı bütçe tasarısı ile birlikte TBMM'ne sunulan 1984 - Yıllık Ekonomik Rapor adlı resmi bir belgede sermaye piyasasının ilginç bir tanımlamasına rastlıyoruz. Bu tanımlamaya göre "Uzun ve orta vadeli kredi ve fonların sağlandığı örgütlenmiş piyasalara sermaye piyasası adı verilmektedir. Anılan piyasalarda para, hisse senedi, tahvil gibi likid sayılabilecek tasarruflar yönlendirilmekte, gayrimenkul gibi değerlere yatırılmış bulunan tasarruflar bu piyasaları ilgilendirmemektedir. Sermaye piyasası geniş anlamda ele alınırsa kısa vadeli parasal işlemleri de kavramış olacaktır."

Tanımlamalar kavramı tanıtmak için yeterli sayılmaz. Bu nedenle sermaye piyasasının özellik ve niteliklerini ayrıca belirtmekte yarar görüyoruz:

- **Kapsamı:** Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik bir nitelik taşır ve genelde mali piyasa kavramı içinde yer alır. Ancak sermaye piyasası kavramı, para piyasasından daha geniş ve çoğu kez para piyasasını da içine alacak şekilde genişletilmektedir. Bugün para ve sermaye piyasaları ayrı

- ayrı kullanılabildiği gibi, sermaye piyasası para piyasasını da kavrayacak şekilde birlikte ve geniş anlamda kullanılabilmektedir.
- **Vade:** Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin nitelik, bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu vade bir yılda fazla olmalıdır. Eskiden 1,5 yıl vadeli kredilere orta, 5 yıl ve daha fazla olan vadelere uzun vade denilirdi. Böyle bir ayırım objektif ve kesin olmadığı için sonradan kaldırılmış ve uzun vade, orta vadeyi de kapsayacak şekilde kullanılmıştır. Özetle sermaye piyasasının uzun vadeli yani bir yıldan fazla vadeli fonlardan oluşması, belirgin bir özellik sayılmaktadır.
- **Kullanma alanı:** Sermaye piyasasından sağlanan krediler işletmelerin bina, makina ve tesisat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Diğer bir deyimle sermaye piyasasından sağlanan fonlar sabit sermaye ihtiyacının karşılanmasında yararlı olur. Ticari bankalar ile yatırım bankalarından sağlanan orta ve uzun vadeli yatırım ve yenileme kredileri ile, işletmelerin uzun vadeli fon ihtiyaçları karşılanmış olur.
- **Kaynaklar:** Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları yine tasarruf sahiplerinin birikimleri ve bankalardaki çeşitli tasarruf hesaplarıdır. Kamusal tasarruflar, sermaye piyasası için ikinci planda kalmaktadır.
- **Araçlar:** Sermaye piyasasının araçları çok çeşitlidir. Ancak bu konuda en yaygın araç hisse senetleri ile tahvillerdir.
- **Faiz haddi:** Vade uzun ve risk yüksek olduğu için sermaye piyasasındaki faiz hadleri, para piyasasına göre yüksektir. Bu varsayım teorik açıdan geçerli ve doğru ise de, Türkiye’de genellikle orta ve uzun vadeli sermaye piyasasındaki faiz hadlerinin daha düşük olduğu görülmektedir. Bu, Türkiye’de de yatırım kredilerine tanınan bir ayrıcalıktan kaynaklanmaktadır.

- **Çeşitleri:** Sermaye piyasası gerçekte bir bütün olmakla beraber bilimsel açıdan yapılacak bir ayırımla kendi içinde bölünebilmektedir. Uygulamada en çok rastlanan ayırım, tıpkı para piyasasından olduğu gibi:

Örgütlenmemiş sermaye piyasası, daha çok gelişmekte olan ülkelerde görülen gelişmemiş bir sermaye piyasası türüdür. Yasal düzenlemesi noksan, yardımcı kuruluşları eksik ve araçlar bakımından çeşitlenmemiş ve ekonomik kalkınmaya yeterince fon sağlayamayan bir sermaye piyasası, örgütlenmemiş bir sermaye piyasası sayılır.

Sermaye piyasasının çeşitleri konusunda yapılabilecek diğer bir ayırımda:

a) Birincil piyasa

b) İkincil piyasa

Birincil piyasa (primary market), hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerler ihraç eden şirketler ile alıcıların karşılaştıkları piyasalardır. Buna hisse senetleri ile tahvillerin ilk kez sürüldükleri piyasa da denebilir. Şöyle ki, bir anonim şirketin çıkarmış olduğu hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri satışa sunduğu piyasa, birincil piyasa olmaktadır.

İkincil piyasa (secondary market), daha önce mevcut hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerlerin alınıp satıldığı bir piyasadır. Menkul kıymetler borsası ile bu borsa haricinde menkul değerlerin alınıp satıldığı banker kuruluşların oluşturduğu piyasa, ikincil piyasanın örnekleridir. İkincil piyasada menkul değerler büyük kolaylıkla el değiştirir ve nakde dönüşür. İkincil piyasa borsa ve borsa dışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

- *Sermaye piyasasının ilkeleri:* Sermaye piyasasının bazı temel ilkeleri vardır. Bu ilkeler sermaye piyasasının düzen içinde çalışması için zorunludur. Nitekim Türkiye Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1 nci maddesinde de bu ilkelere kısmen yer verilmiştir. Bunları kısmen açıklamakta yarar görüyoruz:

a) *Güven:* Sermaye piyasası güvene dayanır. Bu güven karşılıklıdır. Çünkü bu piyasadaki işlemler menkul değerlerle yürütülmektedir. Menkul değerleri çıkararak halka sunan şirketler, bunları satın alan kişi ve kuruluşlar ile kendi aralarında bir ortaklık veya alacaklılık ilişkisinin doğduğunu bilirler. Böyle bir ilişkinin güvene dayanması gerekir. Aksi taktirde hiç bir kişi ve kuruluş o şirkete ortak olmaz veya borç vermez. Bu güvenin sağlanması ve sürdürülmesi, sermaye piyasasının en önmeli sorunları arasında yer alır.

b) *Açıklık:* Güven ancak açıklıkla sağlanabilir. Çünkü sermaye piyasasında güvenin sağlanabilmesi için iki şeye ihtiyaç vardır. Bunlardan ilki, tasarruf sahipleri ile yatırımcıların sermaye piyasasında işlem gören araçlar hakkında yeterli bilgiye olmaları gerekir; sonra da menkul değer ihraç eden kuruluşlar ile bunların alım ve satımına aracılık eden yardımcı kuruluşlar arasındaki işlemlerin açık ve dürüst olması gerekir.

c) *Sağlam finansman kaynağı:* Sermaye piyasasının önemli bir özelliği, biriken fonların zamanında yatırımlara kanalize edilmesi sağlamaktır. Eğer biriken fonlar yani tasarruflar zamanında yatırımlara aktarılabilirse toplumda sermaye birikimi hızlanır ve artar. Bu süreç ekonomide iktisadi kalkınmayı hızlandırır. Bunun için herşeyden önce sermaye piyasasının sağlam finansman kaynağına yani tasarruflara ihtiyacı vardır. Halbuki gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarruflar yetersiz, buna karşılık yatırımlar için fon talebi yüksektir. Bu nedenle fon yetersizliği bu ülkelerin başlıca özelliği olmaktadır.

- *Sermaye piyasasının işlevi:* Bir ülkede sermaye piyasasının işlevi tasarruf sahiplerinin biriktirdikleri orta ve uzun vadeli fonları, bunları talep eden kişi ve kuruluşlara aktarmak yani fon akımını sağlamak ve sonra da bu fon akımını hızlandırmaktır. Sermaye piyasası gelişmiş ve iyi çalışıyorsa, fon arz edenler ile

fon talep edenler arasındaki iletişim hızlı ve düzenlidir. Sermaye piyasası gelişmemiş ise bu fon akımı zayıf ve yavaştır. Fon akımını yeterli olarak sağlamak ve hızlandırmak bir sermaye piyasasının temel işlevi olmaktadır.

HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

2.1 TANIMLAMA

Türk Ticaret Kanunu hisse senetleri ile ilgili 399 ve devamı maddeleri içinde hisse senetlerinin tanımını sadece nitelik ve özelliklerini belirlemiştir. Genellikle hisse senetleri, sermaye ve sermaye piyasası bilimsel ve kurumsal ortaklıklar tarafından çıkarılan ve sahipleri ortak olarak kar payı alana, yönetim katılma gibi haklar taşıyan bir menkul değerdir.

Ancak bu tanımlama bilgisi bütün yönleri ile bir resme yeterli değildir. Daha geniş kapsamlı ve bütünsel bir tanımlama şöyle yapılabilir:

Hisse senedi, sermaye piyasası bilimsel ve kurumsal ortaklık niteliğinde pay senedi olarak sermaye piyasasında faaliyet gösteren ortaklık ile sermaye piyasası bilimsel kurumu arasında ortaklık (kurumlar arası) ilişkiyi sağlayan düzenledikleri belgeler olup, sermayenin belgelendirilmesi ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.

Bu tanımlamayı yorumlayacak olarak hisse senedinin şirket sermayesi ve ortaklık bakıma ile ilgili önemli bir menkul değer olduğunu görürüz. Burada önemli olan asıl kavram hisse senedinin sermaye piyasasında tedavül eden belge olmasıdır. [1]

BÖLÜM 2

← 2. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

2.1 TANIMLAMA

Türk Ticaret Kanunu hisse senetleri ile ilgili 399 ve devamı maddeleri içinde hisse senetlerini tanımlamamış sadece nitelik ve özelliklerini belirlemiştir. Genellikle hisse senetleri, anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar tarafından çıkarılan ve sahibine ortak olarak kar payı alma, yönetime katılma gibi haklar tanıyan bir menkul değerdir.

Ancak bu tanımlama belgeyi bütün yönleri ile kavramaya yeterli değildir. Daha geniş kapsamlı ve bilimsel bir tanımlama şöyle yapılabilir:

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen sermaye şirketlerinin (sadece anonim ortaklık ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar) kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belirli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.

Bu tanımlamayı yorumlayacak olursak hisse senedinin şirket sermayesi ve ortaklık hakları ile ilgili önemli bir menkul değer olduğunu görürüz. Burada önemli olan asıl husus hisse senedinin sermaye piyasasında tedavül eden belge olmasıdır. [1]

Menkul kıymet piyasalarında yatırımcı ve spekülâtörler, bu piyasaların kuruşundan günümüze değin daha karlı, sağlam ve emin yatırımlarda bulunmaya yönelik arayışlar içerisinde olmuşlardır.

Bu arayışlar, yıllarca süren yoğun araştırma ve çalışmalar sonucunda meyvelerini vermiş ve temelde iki farklı yaklaşım olarak günümüz çağdaş yatırımcısının faydasına sunulmuştur.

Temel ve teknik analiz olarak adlandırılan bu birbirinden tamamen farklı yaklaşımlar, yatırımcı ve spekülâtörlerin “Hangi hisse senedine ne zaman yatırım yapmalı ?” gibi bu en hayati önemdeki sorularına farklı çözümler getirmektedir.[2]

2.2 TEMEL ANALİZ

Temel analize göre, bir menkul değerin veya hisse senedinin fiyatını yalnızca temel ekonomik faktörler belirler. Dolayısıyla temel analizci bir menkul değere ilişkin alım satım kararında bulunurken öncelikle, ekonomi, endüstri, iş kolu ve firma analizleri yapar. Bunları yaparken ekonomik konjonktürün tesbiti bakımından, büyüme hızı, üretim, enflasyon oranlarıyla birlikte para ve sermaye piyasasına ilişkin veriler, hazine, merkez bankası rapor ve planları, gibi ekonomik endeksler incelenir. Buna ek olarak sosyal ve siyasal olaylar değerlendirilir. Sektördeki rekabet, firmanın sektör ve ekonomi içindeki konumu, pazar payı, üretim politikaları, ürettiği mamüller ve yönetici kadrosu gibi faktörle de dikkate alınır. Temel analizci ayrıca bilanço, gelir tablosu analizleriyle birlikte firmanın temettü politikası, sermaye arttırmalarını da inceler ve bu çalışmalarla F / K (Fiyat / Kazanç), PD / DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri), Cari oran gibi bir takım finansal rasyolara ulaşılır. Bütün bu incelemeler ışığında firmanın şimdiki durumu ve geleceğine ilişkin tahminlerde bulunulur.

Nihayet bu çalışmalar sonucunda incelenen firmaya ait menkul değerin, olması gereken “esas değerini” (gerçek değer = intrinsic değer) belirlenir ve bu değer piyasa fiyatıyla karşılaştırılır. Belirlenen “esas değerin” piyasa fiyatının altında yada üstünde olmasına göre yatırım kararı verilir; eğer piyasa fiyatı “esas değerinin” altındaysa alım, üstündeyse satım yapılır.

Alınan bu yatırım kararı gelecekte o menkul değerin fiyatının temel analizciye göre olması gereken “esas değerine” yaklaşacağı varsayımına dayanır.

2.2.1 Fiyat / Kazanç Oranı (P / E Ratio)

Bu oran, hisse senedi fiyatının, hisse başına kar rakamına oranıdır. Hisse başına kar aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz;

$$\text{Hisse Başına Kar} = \text{Net Kar} / \text{Ortalama Hisse Senedi Sayısı}$$

Hisse başına kar, vergi sonrası net kardan imtiyazlı ve kurucu hisseler, yönetim kurulu ve çalışanlara ödenen temettü çıkarıldıktan sonra, kalan karın ortalama hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur. Yıl içerisinde, şirketin ödenmiş sermaye ödenmiş sermaye yapısında meydana gelen bir değişim, dönem sonu itibarı ile toplam hisse senedi sayısında da değişikliğe yol açacaktır. Dört farklı biçimde olan bu değişim şöyle gruplanabilir;

- Piyasa fiyatından yeni hisse senedi ihraç etmek,
- Bir başka şirketi satın almak için yeni hisse senedi ihraç etmek,
- Bedelli sermaye artırımını nedeniyle hisse senedi çıkarmak,
- Bedelsiz sermaye artırımını nedeniyle hisse senedi çıkarmak.

Ülkemizdeki uygulama, sadece bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını yönündedir. Bedelsiz olarak ihraç edilen hisse senetlerinin kardan tam pay alması genellikle şirket yönetimi tarafından benimsendiği için, hisse senedi yapısında bir değişikliğe yol açmamaktadır. Bedelli sermaye artırımıyla sağlanan fon, artırım tarihinden itibaren şirketin faaliyetine katılır. Bu sebepten, hisse senetleri, katılım süresi ile ağırlıklandırılarak ortalama hisse senedi sayısı belirlenir.

Hisse başına verim hesaplamasında, dönem sonu tahmini fiyat en önemli rakamdır. Hisse başına karın, uygun Fiyat - Kazanç oranı ile çarpımı bizi dönem sonu tahminin fiyata ulaştırır. En çok kullanılan F/K oranı, hisse senedi kapanış fiyatının, en son hisse başına kara bölünmesiyle bulunan orandır. F/K oranı, günlük, haftalık, aylık, yıllık gibi değişik dönemler için hesaplanabildiğinden, farklı oranlar ortaya çıkacaktır.

2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (M / B Ratio)

Çarpan olarak da tanımlayabileceğimiz F/K oranının temel belirleyicileri, firmanın kazançlarındaki büyüme oranı ile riskliliğidir. Oran, firmanın riskliliği ile ters, kardaki büyüme oranı ile doğru orantılıdır. Bununla birlikte, oranın büyüklüğü ya da küçüklüğü, şirketin dağıtabileceği temettü ödemelerine, dolayısıyla, gelecek dönemlerdeki karın piyasa tarafından algılanmasına bağlanabilir.

Yüksek F/K oranı durumunda;

- Piyasa, gelecek dönemlerdeki karların yüksek olacağını beklemekte veya
- Nakit akımlarını beklenenden daha düşük oranda iskonto etmektedir.

Düşük F/K oranı, yüksek risk oranından çok, piyasanın kötümser tahminlerine bağlanıyorsa, risk faktörü farklı hisse senetleri için eşitlendiğinde, düşük F/K oranına sahip hisse senetlerini alan yatırımcı, beklenen getiri oranının üstünde bir verimlilik elde edecektir.

F/K oranının dalgalanma gösterdiği bir alan vardır ve bu alan, medya F/K oranı veya ortalama F/K pranı etrafında yer alır. Ayrıca, şirketler faaliyet gösterdikleri sektörden ve ekonominin genel koşullarından bağımsız değildirler.

Bulunan 1.3 değerini yorumlayabilmek için, aynı endüstri kolunda faaliyette bulunan, diğer işletmelerin oranlarını, incelemek yararlı olacaktır. Bulunan değerin düşük

Şirketin piyasa performansını saptama bakımından, karşılaştırma yapılabilmesi için diğer F/K oranlarına ihtiyaç vardır. Pazar ve sektör için hesaplanan F/K oranları bu imkanı sağlamaktadır. Şirketin F/K oranı, piyasanın F/K oranı ile karşılaştırılarak, şirket performansının üstünde veya altında bir eğilime sahip olup olmadığı belirlenebilir.[3],[4],[5],[6]

Genellikle yatırımcıların bekledikleri, yüksek gelir oranının gerçekleşmesi durumunda bu oran da büyük olacaktır. Uygulamada muhasebe ve stok değerlendirme farklılıklarından dolayı defter değeri genellikle piyasa değerinin altında kalmakta ve

2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (M / B Ratio)

yanlışlıkların olması muhtemeldir.[4],[5]

İşletmenin piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır.

2.2.3 Girişim Değeri / Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (EVBİTDA)

Defter değeri dolaşımda bulunan hisse senetlerinin nominal değerini göstermektedir. Pratik olarak ise, işletmenin özsermaye tutarının hisse sayısına bölünmesiyle de bulunmaktadır. Oran aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

şirketlerle kıyasladığımızda , ucuz olan hissenin ortaya çıkmasını da kolaylaştırıyor.

Piyasa $PD / DD = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Defter Değeri}$

Örnek: X işletmesinin 5.400.000,- TL'lık özsermayesine karşılık dolaşımda bulunan hisse sayısının 5.400 olması sonucu, defter değeri;

$$5.400.000 / 5.400 = 1.000,-\text{TL olacaktır.}$$

+ kısa vadeli finansal borçlar + uzun vadeli finansal borçlar

İşletmenin PD / DD oranı ise;

PD / DD = 1.5 olarak bulunacaktır.

Bulunan 1.5 değerini yorumlayabilmek için, aynı endüstri kolunda faaliyette bulunan, diğer işletmelerin oranlarını, incelemek yararlı olacaktır. Bulunan değer düşük olması, yatırımcıları menkul kıymeti almaya teşvik edecektir. Teşvik etmenin en önemli sebebi ise, hisse senedi piyasa fiyatının defter değerine yakın olması nedeniyle, gelecekte beklenen fiyat artışı ihtimalinin yüksek olmasıdır.

Genellikle yatırımcıların bekledikleri, yüksek gelir oranının gerçekleşmesi durumunda bu oran da büyük olacaktır. Uygulamada muhasebe ve stok değerlendirme farklılıklarından dolayı defter değeri genellikle piyasa değerinin altında kalmakta ve gerçeği göstermemektedir. Bu sebeple iki değer karşılaştırılmasında bir takım yanlışlıkların olması muhtemeldir.[4],[5]

2.2.3 Girişim Değeri / Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (EV/EBITDA)

GD / FVAÖK, eğer o sektör hakkında fazla bir şey bilmiyorsanız da uygulayabileceğiniz bir hesaplama yöntemi. Ayrıca bu yöntem, aynı sektör içindeki şirketlerle kıyasladığımızda, ucuz olan hissenin ortaya çıkmasını da kolaylaştırıyor. Piyasa değeri (market value) eşittir, girişimin değeri (enterprice value) artı hazır değerler artı menkul kıymetler eksi kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçları ayırdığımız zaman, piyasa değerine ulaşıyoruz.

EV (Girişimin değeri) = Piyasa Değeri - Hazır Değerler - menkul kıymetler + kısa vadeli finansal borçlar + uzun vadeli finansal borçlar

EBITDA (FVAÖK) = Vergi, Faiz ve Amortisman Öncesi Kar

Başka bir deyişle, bir şirketin fabrikasının bulunduğu toprağın kendine ait ve bir nakit akımı olduğunu düşünelim. En azından yıllık bir FVAÖK'a sahip. Böyle bir fabrikanın el değıştirme değeri, girişim değeri, bir başka deyişle FVAÖK'nın bugünkü değeri kadardır. Ama o şirketi, şirket olarak satın alacaksanız, bilançosuna bakmak zorundasınız. Şirket kasasında ne kadar nakit para ve menkul kıymet varsa, değeri o kadar fazla edecektir. Aynı zamanda kısa yada uzun vadeli finansal borçları da göz önüne alarak şirkete o kadar daha az para teklif etmek zorundasınız.

Yedi - sekiz yıllık akit akışı planı elimizde olan bir şirketin EV'sini, o dönemlere ait "free cash flow"u, içinde bulunduğu sektörün iskonto oranından (burada esas olan şirketin pasifini oluşturan tüm kalemlerin ağırlıklandırılmış borçlanma oranı dikkate alınacaktır.) WACC (Weighted average cost of capital) indirgenerek bulunacaktır.

EV / EBITDA rasyosunun küçük olması, hisse senedinin "ucuz", yüksek olması ise "aşırı değerli" olduğunu göstermektedir.

İki şirketi örnek almak suretiyle EV / EBITDA rasyosunun F / K rasyosuna olan üstünlüğünü göstermek istersek;

Bu iki şirketin aynı net karı ve sermayesi var olsun. Ayrıca her ikisi de hisse başına 4 bin lira kazanıyor ve ikisinin de fiyatı 40 bin lira, F/K'lar da 10. Birinde hisse başına 20 bin lira nakit birikmiş, birinde 0 nakit var. 20 bin lira nakit birikmiş olan şirkette borç hiç yok. Hazır değeri 0 olan şirkette hisse başına 20 bin lira borç olduğunu düşünelim. Şimdi bu şirketleri aynı kefeye koyup, ikisinin de F/K'sı 10 deyip, bunların değerleri birbirine yakın diyemeyiz. Uyanık olan yatırımcı hazır değeri ve menkul kıymeti daha fazla olan şirketi, menkul kıymeti ve hazır değeri olmayan şirkete; az borçlu olan

şirketi daha borçlu olan şirkete tercih edecektir. İşte bunu gündeme getirmek için EV/EBITDA'ya bakılır.

SÖLİM3

Burada şirketi borcundan ve alacağından arındırılmış bir rasyo ile kıyaslıyoruz. Kıyaslama yaptığımızda bir şirketin piyasa değeri 40 bin lira ancak biz EV'sini hesaplamaya başlıyoruz. Hazır değeri 20 bin lira ve borcu hiç yok. Bunun girişim değeri 20 bin liradır.

Diğer şirketin ise girişim değeri 60 bin lira çıkıyor. Yani birisi 4 bin liraya 20 bin gibi (5), diğeri ise 4 bin liraya 60 bin gibi (15) çıkıyor. EV / EBITDA'sı 5 olan ucuz kalıyor.[7]

TABLO 3.1 Hisse Senedi Kodları

AKTOSAN	ANACM	ANADOLU CAM
OTO FABRİKA	TRKCM	TRAKYA CAM
BİRACILIK	EREGOL	EREGLI DEMİR Ç.
BİRACILIK	IZMIR	İZMİR DEMİR Ç.
ÇİMENTO	MAKTR	MAKİNA TAKİM
ÇİMENTO	NABAH	NABAH TAYİNCİLİK
ÇİMENTO	AYGAZ	AYGAZ
AL BOYACILIK	PTAKM	PETKİM
AYIYA FOSFELİN	PTOFEL	PETROL OFİSİ
ELİK	TTPRS	TUPRAŞ
PEKO	TURAS	TURCAS PETROL
PEG PROFILO	ECRC	ECZACIBASI İLAÇ
ESTEL	MIGROS	MIGROS
INTERMA	AKALT	AKAL TEKSTİL
TÜRK DEMİR DOKUM	SIFAS	SİFAŞ TEKSTİL
ASELSAN	KOYTS	KOYTAŞ TEKSTİL
NETAŞ	BRISA	BRISA
RAKSE	GOODY	GOOD YEAR

BÖLÜM 3

ORANLARIN TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI'NDAKİ ÖNEMİ

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan 53 adet hisse senedini araştırmamızda kullanıldı. Araştırma içinde kodları ile kısaltılarak verilecek olan hisse senetlerinin açılımları aşağıda ki tabloda gösterilmiştir.

TABLO 3.1 Hisse Senedi Kodları

OTOSN	FORD OTOSAN	ANACM	ANADOLU CAM
TOASO	TOFAŞ OTO FABRİKA	TRKCM	TRAKYA CAM
EGBRA	EGE BİRACILIK	EREGL	EREĞLİ DEMİR Ç.
ERCYS	ERCIYES BİRACILIK	IZMDC	İZMİR DEMİR Ç.
ADANA	ADANA ÇİMENTO	MAKTK	MAKİNA TAKIM
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	SABAH	SABAH YAYINCILIK
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	AYGAZ	AYGAZ
MRSHL	MARSHAL BOYACILIK	PETKM	PETKİM
KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	PTOFS	PETROL OFİSİ
ARCLK	ARÇELİK	TUPRS	TÜPRAŞ
BEKO	BEKO	TURCS	TURCAS PETROL
PEGPR	PEG PROFİLO	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ
VESTL	VESTEL	MIGRS	MİGROS
INTEM	İNTEMA	AKALT	AKAL TEKSTİL
TUDDF	TÜRK DEMİR DÖKÜM	SIFAS	SİFAŞ TEKSTİL
ASELS	ASELSAN	KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL
NETAS	NETAŞ	BRISA	BRİSA
RAKSE	RAKS ELEKTRONİK	GOODY	GOOD YEAR

ALCTL	<i>ALCATEL</i>	KORDS	<i>KORDSA</i>
BAGFS	<i>BAĞFAŞ GÜBRE</i>	MMART	<i>MARMARİS MARTI</i>
HEKTS	<i>HEKTAŞ GÜBRE</i>	NTTUR	<i>NET TURİZM</i>
MARET	<i>MARET</i>	THYAO	<i>TÜRK HAVA YOLLARI</i>
PNET	<i>PINAR ET</i>	UCAK	<i>USAŞ HAVA SERVİSİ</i>
KARTN	<i>KARTONSAN</i>	AKTAS	<i>AKTAŞ ELEKTRİK</i>
KAVOR	<i>KAV ORMANCILIK</i>	CUKEL	<i>ÇUKUROVA ELEKTRİK</i>
KLBMO	<i>KELEBEK MOBİLYA</i>	KEPEZ	<i>KEPEZ ELEKTRİK</i>
OLMKS	<i>OLMUksA</i>		

Hisse senetlerinin piyasa değerlerinin önemli olması nedeniyle, bu değerleri ihtiva eden dolayısıyla performansını görebileceğimiz rasyolarla çalışılmıştır. Bölüm 2 de detaylı olarak anlatılmış, formüle edilmiş olan F / K , PD / DD ve $GD / FVAÖK$ rasyoları (Tablo 3.1' de bulunan hisse senetleri, 1993 - 1997 yılları arasında) hesaplanacak ve yine aynı hisse senetlerinin aynı yıllar arasındaki İMKB' sında ki getirileri hesaplanarak aralarındaki ilişkiler görülmeye çalışılacaktır.

3.1 ORANLARIN HESAPLANILMASI

$$F / K = \text{Hisse Senedinin Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

$$\text{Hisse Başına Kar} = \text{Net Kar} / \text{Ortalama Hisse Senedi Sayısı}$$

$$PD / DD = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedinin Defter Değeri}$$

$$GD / FVAÖK = (\text{Piyasa Değeri} - \text{Hazır Değerler} - \text{Menkul Kıymetler} + \text{Kısa Vadeli Finansal Borçlar} + \text{Uzun Vadeli Finansal Borçlar}) / (\text{Kar} - \text{Vergi} - \text{Faiz} - \text{Amortisman})$$

Yukarıda ki formüller kullanılarak, 1993 - 1997 yılları arasındaki rasyolar hesaplanıp tablolara aktarılmıştır. Formüller içinde bulunan yardımcı değerler, hisse senetlerinin 12 aylık bilançolarından alınmış olup ayrıca tablolarda eklerde sunulmuştur.

TOROS	12,83	6,62	6,78	7,90	11,02
EGEBA	22,61	14,51	27,20	48,40	45,08
ERQYS	20,60	12,86	11,79	12,86	113,58
ADANA	7,50	4,97	5,75	10,00	15,87
BOALIC	33,80	16,42	5,37	8,21	6,69
MIRIN	7,50	5,37	5,34	8,08	4,84
MINSER	19,34	7,58	12,97	5,43	10,12
KUTUP	7,40	8,48	11,41	377,46	10,15
ARCLK	24,85	23,14	7,40	6,72	10,73
BEKO	11,80	16,20	5,17	6,28	9,94
RESER	46,34	36,29	10,40	22,23	12,59
VESTI	21,47	(59,65)	10,84	7,00	8,93
INTER	21,00	11,60	10,97	27,34	24,74
TUDOF	16,04	78,58	16,14	19,18	13,38
AGELS	13,11	9,24	7,58	7,09	11,83
METAS	23,20	6,05	6,48	7,48	14,78
RAKSE	17,89	13,64	3,93	4,65	7,88
ALOTL	(74,59)	(64,55)	8,04	4,51	11,22
BAGIS	11,10	3,77	12,78	7,57	10,02
HEKIS	28,40	48,82	9,81	6,61	8,71
MARET	22,70	14,43	7,98	10,41	14,89
PHET	18,00	11,88	9,19	7,10	8,48
KARIN	12,14	7,42	4,25	6,21	8,49
KAVOR	334,74	7,70	20,30	6,48	29,73
KJMO	8,17	5,65	6,29	9,48	9,09
OLUKS	170,23	4,38	6,05	165,77	18,81
ANAM	14,30	8,55	9,94	8,85	302,54
TRKOM	12,32	11,34	10,46	23,28	48,13
EREOL	38,78	9,82	3,68	13,74	454,79
IZMDC	28,77	14,67	77,31	30,46	16,96
MAKTK	64,10	23,68	14,93	6,78	11,70
SABAH	12,70	14,85	5,10	4,72	9,67
AYGAZ	26,71	8,98	26,48	11,07	20,83
PETKM	(12,36)	13,77	4,08	5,34	9,96
PTOPS	10,00	11,85	5,94	6,91	16,84
TUPRS	50,40	(6,77)	(9,44)	(6,67)	(24,10)
TURGS	23,61	12,50	5,45	7,21	9,79
ECILC	41,92	120,19	9,88	14,99	17,89
MIGRS	47,14	16,73	23,38	52,96	39,97
AKALT	11,39	4,98	8,82	3,99	8,41
SEAS	60,36	7,89	5,37	47,71	13,13
KOYTS	17,37	27,02	13,52	6,13	14,60
BRISA	18,48	8,21	6,35	7,95	9,60
GOODY	14,80	8,28	4,81	7,93	9,41
KORDS	24,64	7,43	4,73	6,40	8,18
ISIRI	27,52	18,25	6,49	8,53	9,38
HTUR	9,75	5,83	4,00	6,71	12,14
TIMMO	(18,22)	(20,36)	221,30	58,08	8,00
UCAK	15,84	4,82	4,26	4,35	4,90
AKTAS	20,71	(5,70)	5,49	7,35	32,83
CUKEL	14,87	596,63	33,90	11,70	21,99
KEPEZ	16,34	(8,93)	8,30	10,47	16,95

Tablo 3.2
FİYAT KAZANÇ ORANI 1993-1997

HİSSE	Fiyat/Kazanç Oranı 1993	Fiyat/Kazanç Oranı 1994 /	Fiyat/Kazanç Oranı 1995 / 12	Fiyat/Kazanç Oranı 1996 /	Fiyat/Kazanç Oranı 1997 /
OTOSN	16,27	21,23	5,06	6,09	8,85
TOASO	12,63	6,62	8,78	7,80	11,02
EGBRA	22,61	14,61	27,20	48,46	49,96
ERCYS	20,69	12,86	11,79	12,86	113,59
ADANA	7,50	4,97	5,75	10,06	15,67
BOLUC	33,60	16,42	5,37	6,21	6,69
MRDIN	7,89	5,37	5,34	6,06	4,64
MRSHL	16,94	7,56	12,97	5,43	10,12
KUTPO	7,40	8,48	11,41	377,48	10,15
ARCLK	14,86	23,14	7,40	8,72	10,73
BEKO	11,63	16,29	5,17	6,28	9,94
PEGPR	15,14	36,29	10,40	22,23	12,59
VESTL	61,47	(59,85)	10,64	7,00	8,93
INTEM	21,94	11,60	10,97	27,84	24,74
TUDDF	15,81	78,58	16,14	15,18	13,38
ASELS	13,11	9,24	7,56	7,09	11,83
NETAS	20,59	6,05	6,48	7,49	14,78
RAKSE	17,65	13,64	3,93	4,65	7,98
ALCTL	(707,59)	(64,55)	6,04	4,51	11,22
BAGFS	11,17	3,77	12,79	7,57	10,02
HEKTS	22,10	46,82	6,81	5,81	6,71
MARET	32,75	14,43	7,98	10,41	14,66
PNET	18,86	11,96	9,19	7,10	8,46
KARTN	10,14	7,42	4,25	6,21	6,45
KAVOR	334,29	7,76	20,56	8,46	29,73
KLBMO	6,17	5,65	6,29	9,48	9,09
OLMKS	116,03	8,56	6,05	165,77	18,81
ANACM	14,00	9,55	9,94	8,85	502,54
TRKCM	12,33	11,34	10,46	23,28	49,13
EREGL	38,78	9,92	3,68	13,74	464,79
IZMDC	28,77	14,87	77,81	30,46	18,86
MAKTK	56,33	23,58	14,93	6,78	11,79
SABAH	12,72	14,85	5,10	4,72	9,57
AYGAZ	25,71	9,38	29,48	11,07	20,93
PETKM	(12,96)	13,77	4,09	5,34	9,95
PTOFS	15,06	11,85	5,94	6,91	15,94
TUPRS	50,40	(6,77)	(9,44)	(6,65)	(24,16)
TURCS	23,81	12,59	5,45	7,21	9,29
ECILC	41,92	120,19	9,86	14,99	17,88
MIGRS	47,14	18,73	23,38	52,98	39,97
AKALT	11,39	4,99	6,92	3,89	8,41
SIFAS	60,38	7,89	5,37	17,71	13,13
KOYTS	17,37	27,02	13,52	6,13	14,50
BRISA	18,48	9,21	6,35	7,55	9,06
GOODY	14,80	8,28	4,61	7,03	9,41
KORDS	24,64	7,43	4,73	6,40	8,16
MMART	27,52	18,25	8,45	8,63	9,38
NTTUR	9,75	5,63	4,00	6,71	12,14
THYAO	(18,22)	(20,36)	221,20	55,08	0,00
UCAK	15,84	4,82	4,26	4,26	4,90
AKTAS	20,71	(6,70)	5,49	7,35	32,83
CUKEL	14,87	586,65	33,90	11,70	21,99
KEPEZ	16,34	(8,93)	6,30	10,47	15,95

Tablo 3.3
PIYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ 1993-1997

HISSE	PD/DD 1993 / 12	PD/DD 1994 / 12	PD/DD 1995 / 12	PD/DD 1996 / 12	PD/DD 1997 / 12
OTOSN	9,89	4,18	2,51	4,03	6,12
TOASO	8,33	3,46	1,77	1,47	3,50
EGBRA	10,60	7,12	8,82	7,01	6,53
ERCYS	8,50	6,93	3,85	4,72	9,55
ADANA	4,94	4,78	1,93	2,86	4,52
BOLUC	3,01	2,30	0,92	1,31	1,58
MRDIN	4,57	2,86	2,14	1,50	1,66
MRSHL	4,51	2,20	2,29	1,67	2,84
KUTPO	2,59	3,02	1,50	1,79	1,41
ARCLK	6,41	4,84	2,06	3,44	4,18
BEKO	4,62	2,57	1,66	3,00	3,75
PEGPR	3,33	2,67	2,89	5,11	4,03
VESTL	2,92	5,36	2,34	3,92	3,98
INTEM	4,00	4,24	1,78	3,49	1,71
TUDDF	6,38	4,12	2,49	3,38	3,63
ASELS	2,61	1,62	1,21	1,38	2,15
NETAS	13,06	3,67	3,70	3,37	5,68
RAKSE	5,15	2,30	1,35	1,20	1,57
ALCTL	10,90	5,64	2,37	2,00	6,48
BAGFS	3,56	1,53	2,53	2,01	4,06
HEKTS	2,62	1,64	2,74	2,08	1,58
MARET	2,30	1,44	1,45	1,57	1,33
PNET	1,71	1,15	0,84	0,73	1,25
KARTN	2,35	2,64	1,86	2,21	2,04
KAVOR	2,82	2,35	3,48	1,92	3,57
KLBMO	2,87	2,26	2,03	3,81	2,98
OLMKS	2,03	2,63	2,21	1,66	2,55
ANACM	3,01	3,58	2,24	1,64	2,62
TRKCM	2,81	3,20	4,23	3,20	5,33
EREGL	2,87	1,78	1,27	2,18	2,12
IZMDC	1,53	1,03	0,61	0,58	0,55
MAKTK	4,32	1,56	0,87	1,45	1,77
SABAH	1,97	0,69	0,61	0,70	1,10
AYGAZ	5,49	2,10	9,68	4,82	6,60
PETKM	2,00	2,21	1,41	1,34	2,11
PTOFS	7,85	5,63	2,76	4,37	9,36
TUPRS	4,19	3,03	2,99	12,17	44,97
TURCS	6,50	2,29	1,44	2,15	2,31
ECILC	3,84	1,92	1,18	2,30	2,53
MIGRS	18,86	10,18	10,70	22,25	20,69
AKALT	4,87	1,64	1,53	1,43	1,63
SIFAS	3,48	1,95	1,19	1,56	2,22
KOYTS	2,78	2,53	1,84	3,18	2,52
BRISA	2,90	1,97	2,02	3,18	3,65
GOODY	7,88	4,83	2,69	4,49	5,10
KORDS	2,65	2,30	1,89	3,08	3,21
MMART	1,43	1,16	0,84	1,00	1,34
NTTUR	3,06	1,35	1,86	3,12	3,93
THYAO	6,08	5,38	4,18	6,97	0,00
UCAK	11,75	4,48	3,87	4,00	4,61
AKTAS	12,11	(12,04)	5,87	6,62	25,02
CUKEL	6,35	3,00	6,81	8,51	15,73
KEPEZ	6,46	3,31	4,20	7,77	13,89

Tablo 3.4
GD/FVAÖK

HISSE	GD/FVAÖK 1993	GD/FVAÖK 1994	GDFVAÖK 1995	GD/FVAÖK 1996	GD/FVAÖK 1997
OTOSN	2,78	9,12	1,75	2,02	6,11
TOASO	3,22	3,95	5,17	1,65	7,25
EGBRA	5,96	6,23	9,98	10,38	19,00
ERCYS	5,20	1,96	3,38	5,53	20,13
ADANA	3,05	1,68	3,76	5,73	13,19
BOLUC	3,45	1,75	2,66	2,32	4,91
MRDIN	1,89	1,07	2,36	4,44	4,66
MRSHL	2,43	1,34	2,36	1,67	4,73
KUTPO	1,84	1,10	4,13	3,54	4,64
ARCLK	3,25	4,21	3,68	3,09	8,28
BEKO	2,54	3,85	2,51	2,36	6,65
PEGPR	1,69	2,52	2,54	3,02	5,39
VESTL	3,74	3,60	5,30	3,31	8,95
INTEM	6,20	5,23	7,55	16,50	6,22
TUDDF	4,22	5,28	3,01	3,24	5,75
ASELS	5,92	3,79	3,35	3,36	5,11
NETAS	1,88	0,83	2,29	4,49	8,83
RAKSE	3,03	2,35	3,46	2,46	4,00
ALCTL	2,56	1,17	2,86	2,98	6,87
BAGFS	0,74	0,57	1,18	1,34	8,37
HEKTS	7,22	3,29	1,24	3,34	6,59
MARET	2,61	1,65	3,05	5,01	6,16
PNET	1,69	2,47	2,53	2,07	4,41
KARTN	0,53	0,68	0,63	2,65	4,45
KAVOR	3,89	1,42	3,70	2,40	17,08
KLBMO	1,26	2,64	2,97	2,94	6,03
OLMKS	3,83	0,99	2,67	5,11	10,69
ANACM	1,59	2,73	5,67	7,68	11,21
TRKCM	1,51	2,56	2,33	5,45	11,67
EREGL	4,29	4,14	3,56	5,20	5,62
IZMDC	1,45	2,24	3,23	2,51	4,00
MAKTK	6,93	16,50	12,33	5,36	3,60
SABAH	5,31	3,84	4,58	5,39	4,17
AYGAZ	3,07	2,54	1,64	2,83	10,14
PETKM	4,84	0,39	0,96	1,87	6,59
PTOFS	1,65	1,94	4,00	3,01	10,73
TUPRS	3,73	12,51	14,93	-26,02	-138,02
TURCS	11,05	4,15	6,13	4,36	5,88
ECILC	4,25	3,15	3,51	3,58	7,61
MIGRS	7,74	6,73	8,56	13,70	34,96
AKALT	2,64	2,89	2,25	2,37	4,36
SIFAS	6,13	1,72	2,71	2,96	2,85
KOYTS	11,40	6,97	10,11	3,84	8,99
BRISA	2,47	1,56	1,81	1,74	5,41
GOODY	2,33	2,86	2,11	2,44	7,19
KORDS	2,13	1,35	1,77	2,56	5,54
MMART	5,12	3,05	5,29	4,41	8,17
NTTUR	1,72	1,55	2,18	3,79	3,71
THYAO	9,17	3,62	3,41	3,79	15,91
UCAK	1,15	0,43	1,85	0,76	4,38
AKTAS	10,95	-20,73	1,60	2,49	0,58
CUKEL	3,15	3,62	4,54	3,20	18,01
KEPEZ	5,19	2,41	0,58	1,44	10,01

1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve 1994 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.1.1'te, düşük oranlarda daha yüksek bir oranda kalmıştır.

3.2 ORAN - GETİRİ İLİŞKİSİNİN ÖLÇÜMÜ

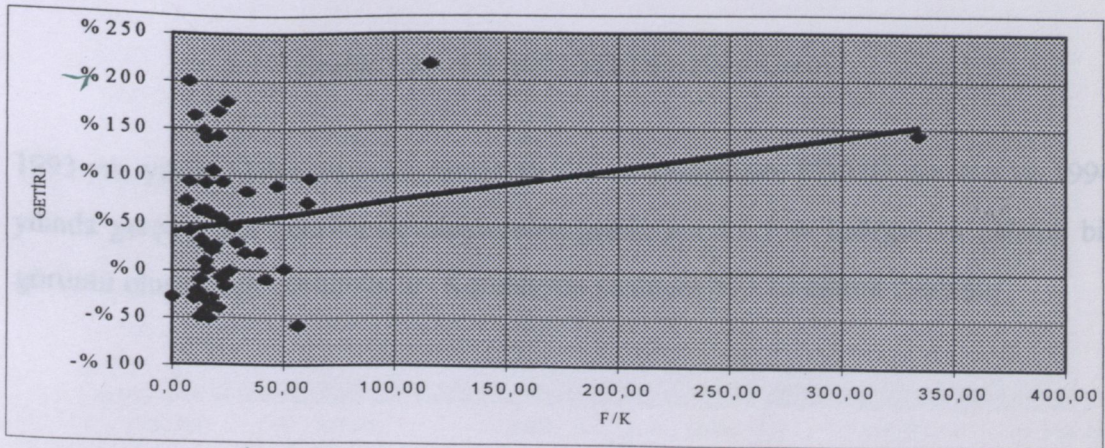
Dünya sermaye piyasalarında tartışılmakta olan bir konu ise gerçeklerin mi yoksa beklentilerin mi satın alındığıdır. Bu tartışmadan yola çıkarak çalışmamız geriden izleyen oranlar ve önde giden oranlar olmak üzere iki bölümde incelenecektir. Geriden izleyen oranlar bölümünde yılsonu verileri ile sonraki senede oluşan performans izlenerek grafiklere dökülecektir. Önde giden oranlar bölümünde ise performansın izlendiği yıl ile o yıl sonunda oluşan veriler hesaplanıp grafiklere aktarılacaktır.

Neticede, çalışma iki bölümde incelenmek suretiyle ülkemiz sermaye piyasalarında gerçeklerin mi yoksa beklentilerin mi satın alındığını da tespit etmiş olacaktır.

3.2.1 GERİDEN İZLEYEN ORANLAR - GETİRİ

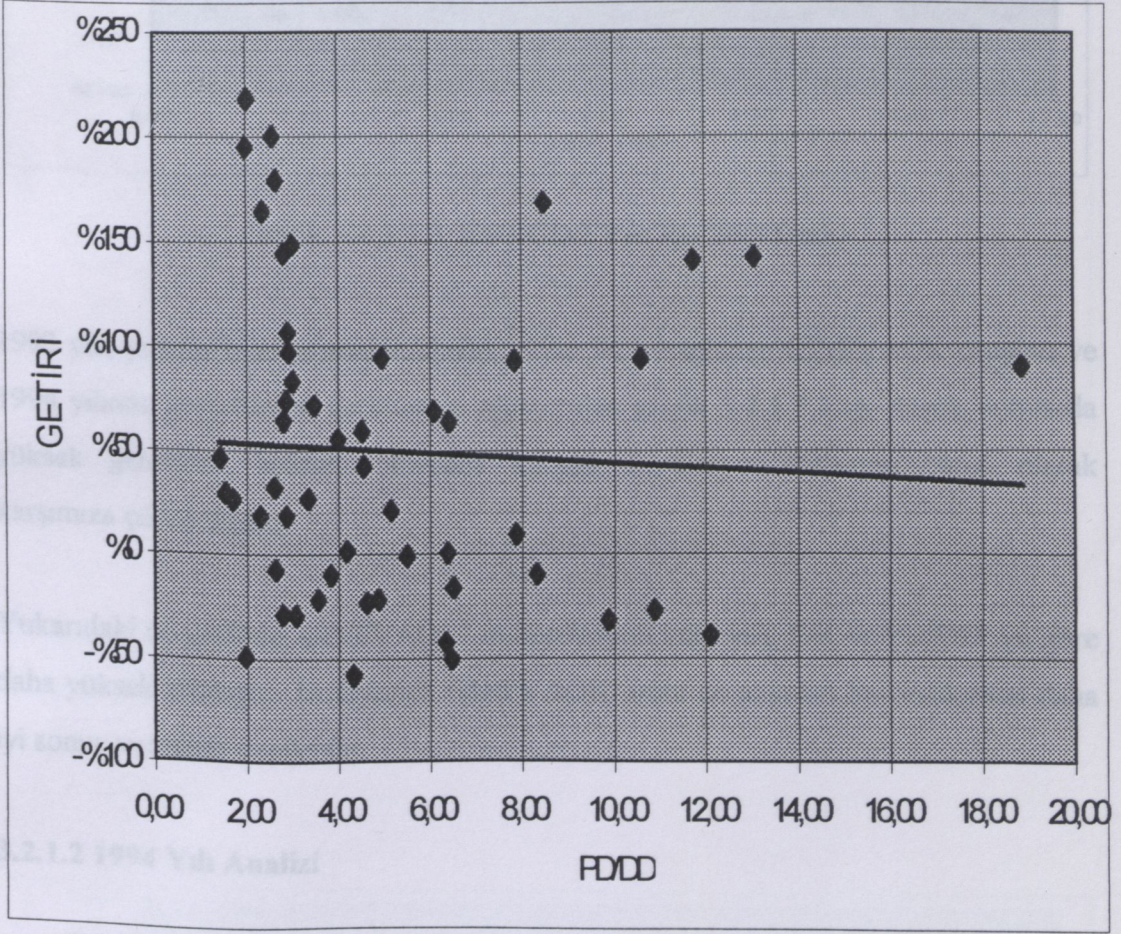
Bu bölümde; her yıl için, yılsonu verileri ile sonraki senede oluşan performans izlenilmiş ve grafiklere aktarılmıştır.

3.2.1.1 1993 Yılı Analizi



Grafik 3.2.1.1.1 1993 F/K-1994 Getiri

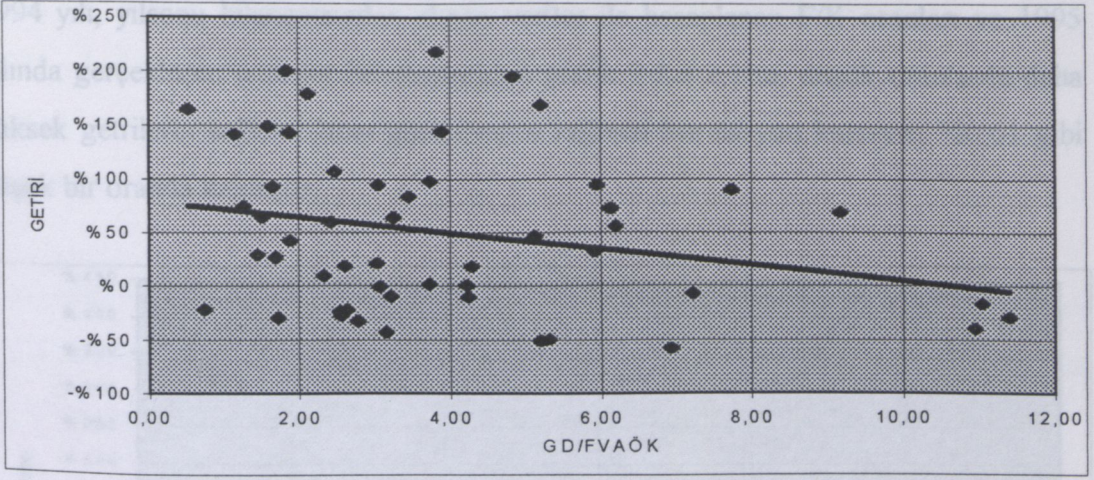
1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve 1994 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.1.1'te, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %4,65 gibi düşük bir oranda kalmıştır.



Grafik 3.2.1.1.2 1993 PD/DD-1994 Getiri

1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve 1994 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.1.2'te belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %0.32 olarak çıkmıştır.

Grafik 3.2.1.2.1 1994 F/K-1995 Getiri



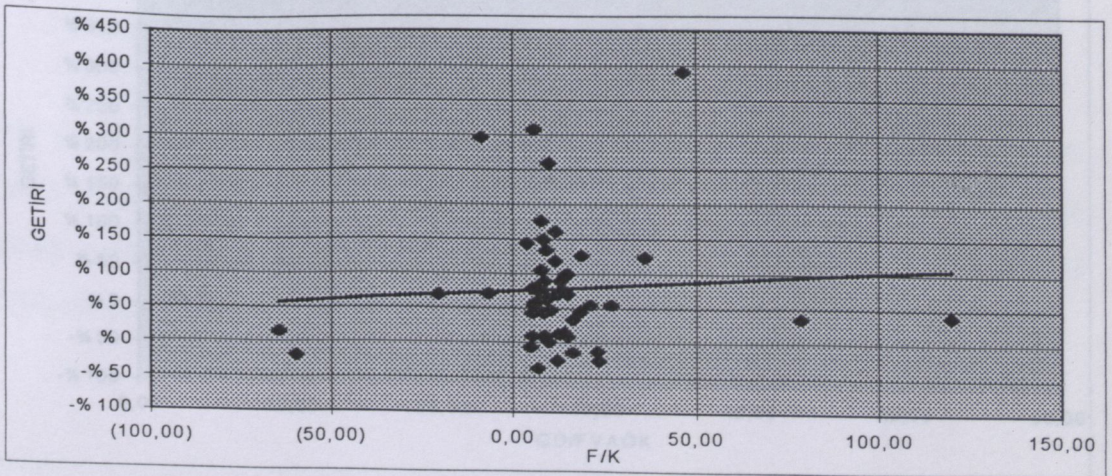
Grafik 3.2.1.1.3 1993 GD/FVAÖK-1994 Getiri

1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve 1994 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.1.3'te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %6,6 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik 3.2.1.2.2 1994 PD/DD-1995 Getiri

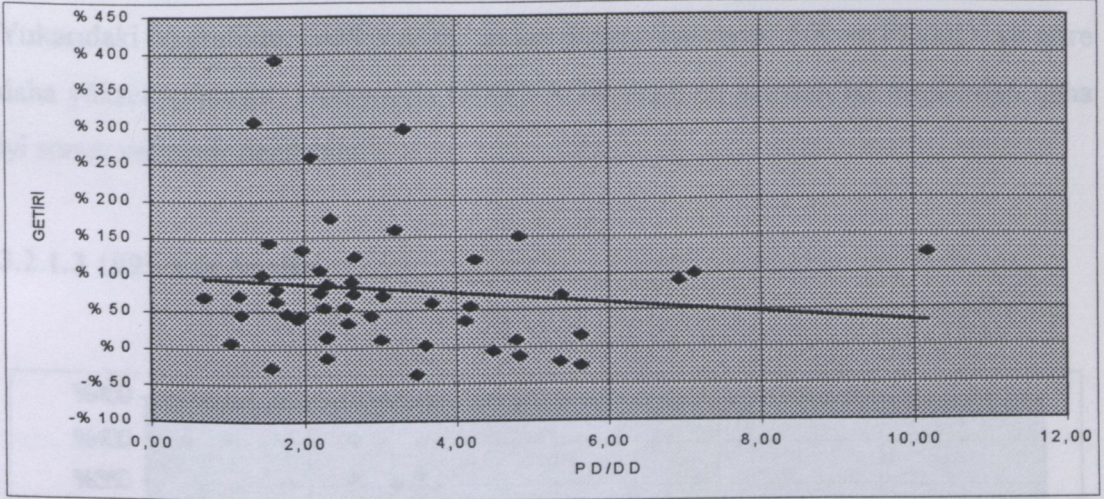
Yukarıdaki üç grafikte; GD/FVAÖK' in korelasyon katsayısı, F/K ve PD/DD' ye göre daha yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla GD/FVAÖK oranı en azından bu oranlardan daha iyi sonuç vermiştir denilebilir.

3.2.1.2 1994 Yılı Analizi



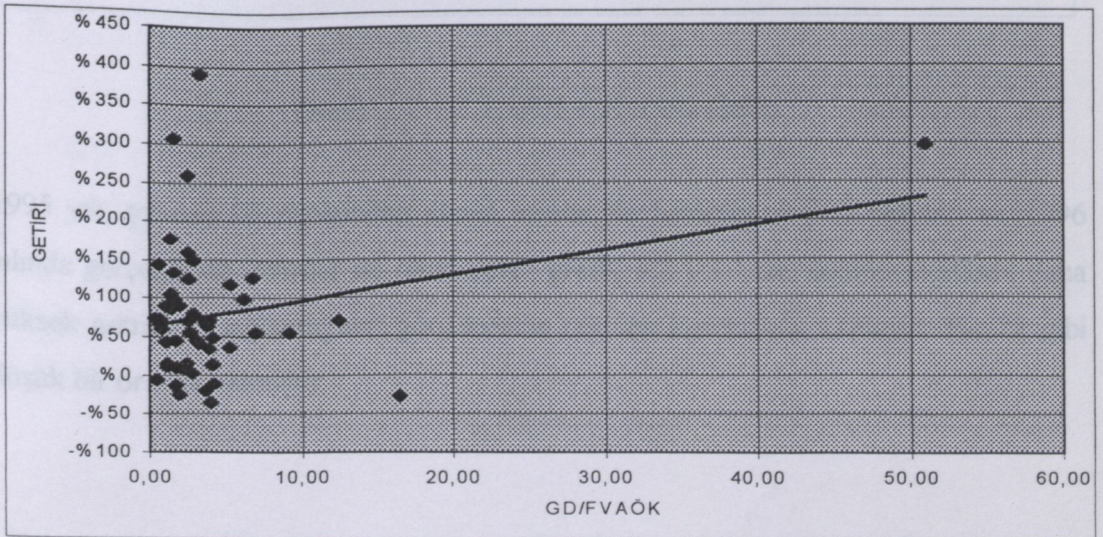
Grafik 3.2.1.2.1 1994 F/K-1995 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve 1995 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.2.1'te, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %0,61 gibi düşük bir oranda kalmıştır.



Grafik 3.2.1.2.2 1994 PD/DD-1995 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve 1995 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.2.2'te, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %1.88 olarak çıkmıştır.

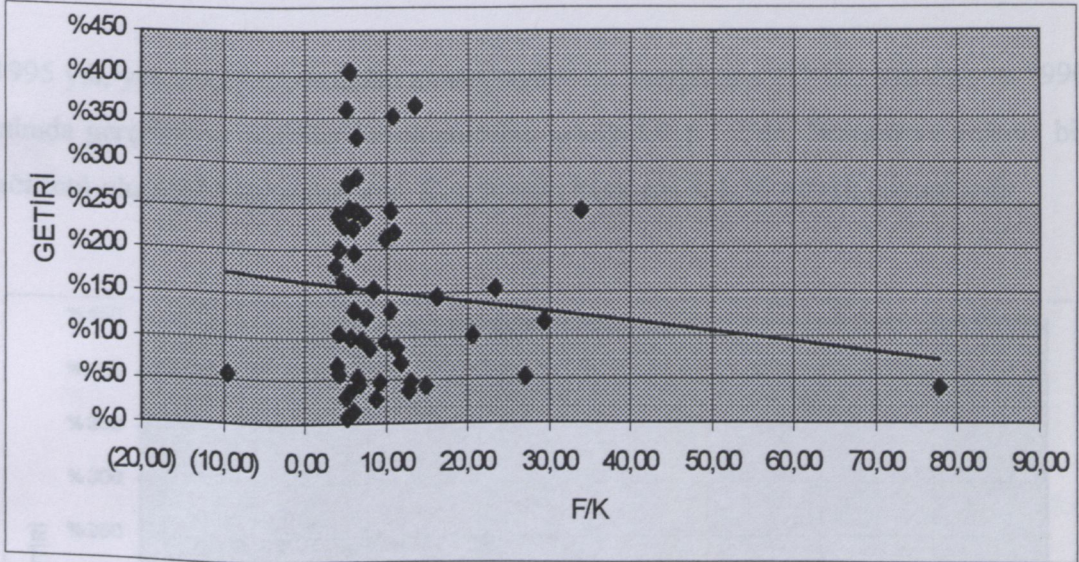


Grafik 3.2.1.2.3 1994 GD/FVAÖK-1995 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve 1995 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.2.3'te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %2,02 olarak karşımıza çıkmaktadır.

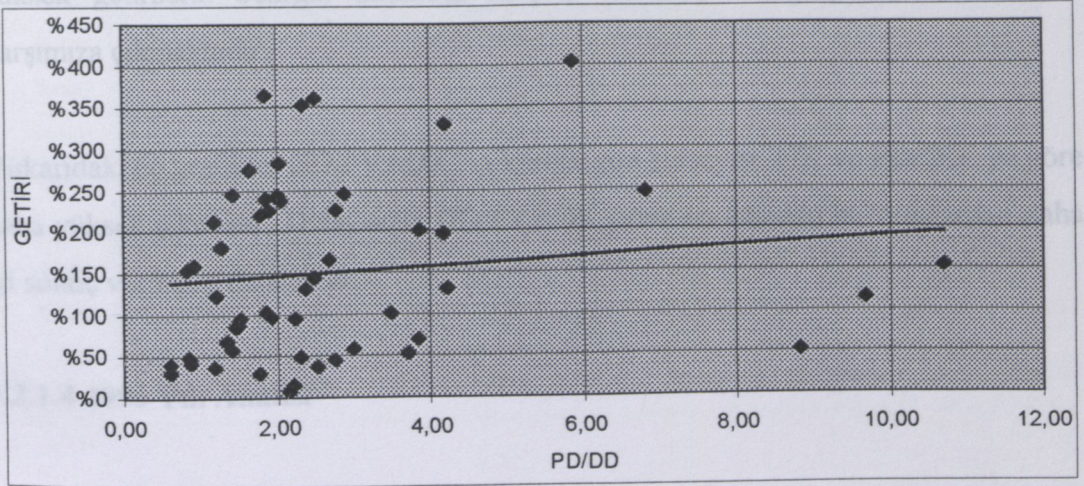
Yukarıdaki üç grafikte; GD/FVAÖK' ın korelasyon katsayısı, F/K ve PD/DD' ye göre daha yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla GD/FVAÖK oranı en azından bu oranlardan daha iyi sonuç vermiştir denilebilir.

3.2.1.3 1995 Yılı Analizi



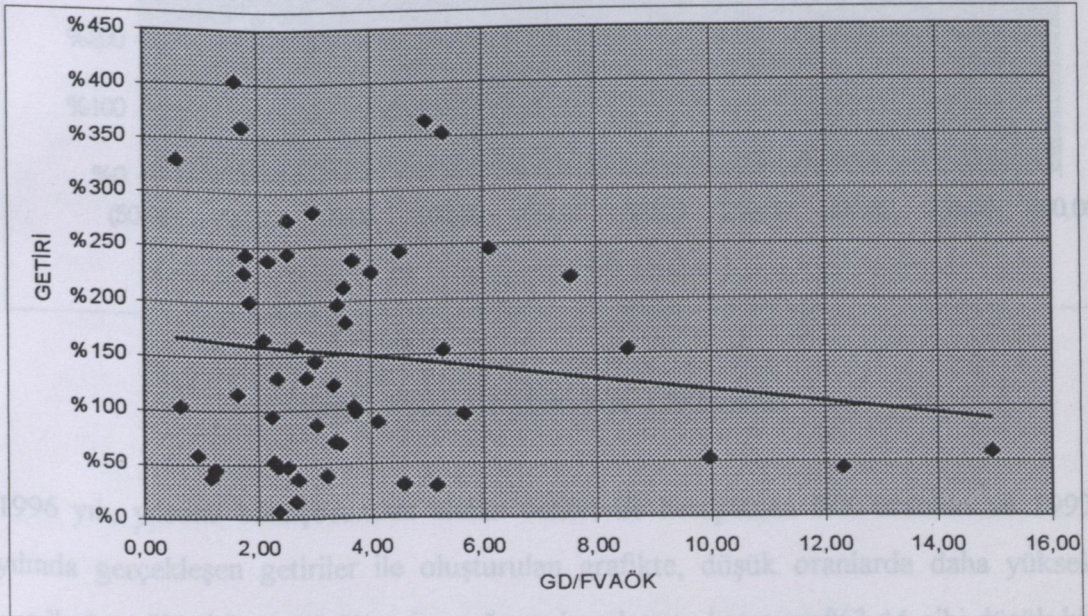
Grafik 3.2.1.3.1 1995 F/K-1996 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve 1996 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.3.1'de, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %1,78 gibi düşük bir oranda kalmıştır.



Grafik 3.2.1.3.2 1995 PD/DD-1996 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve 1996 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.3.2’de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %1,36 olarak çıkmaktadır.



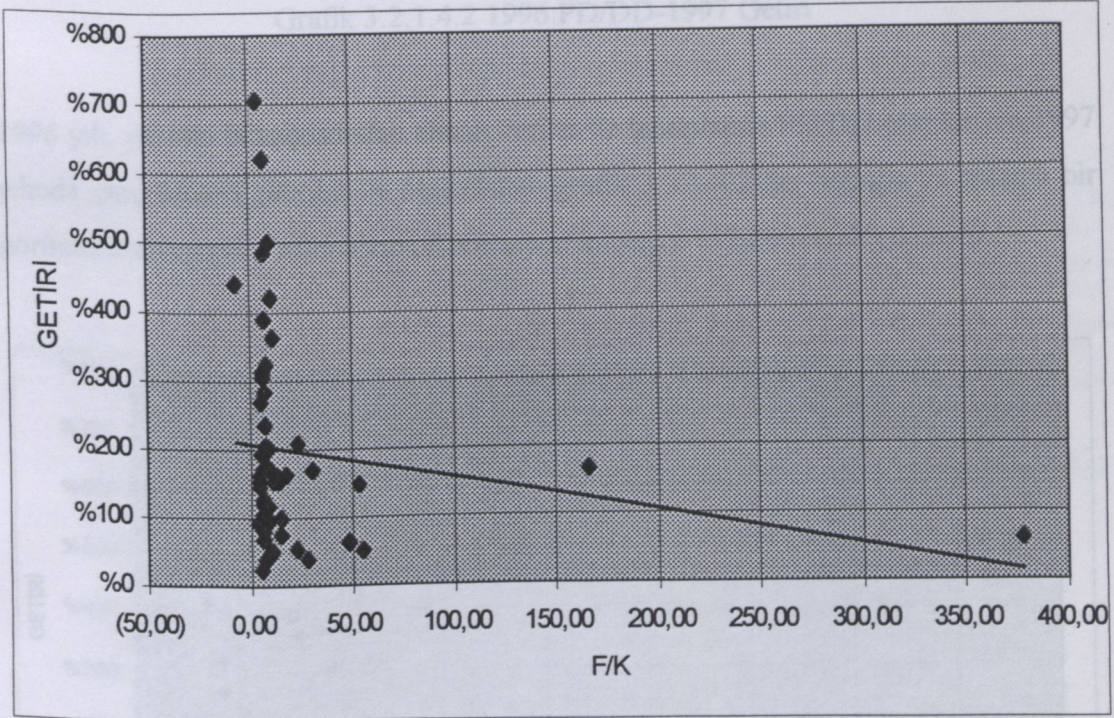
Grafik 3.2.1.3.3 1995 GD/FVAÖK-1996 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve 1996 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.3.3’te, düşük oranlarda

yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %2,07 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; GD/FVAÖK' in korelasyon katsayısı, F/K ve PD/DD' ye göre daha yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla GD/FVAÖK oranı en azından bu oranlardan daha iyi sonuç vermiştir denilebilir.

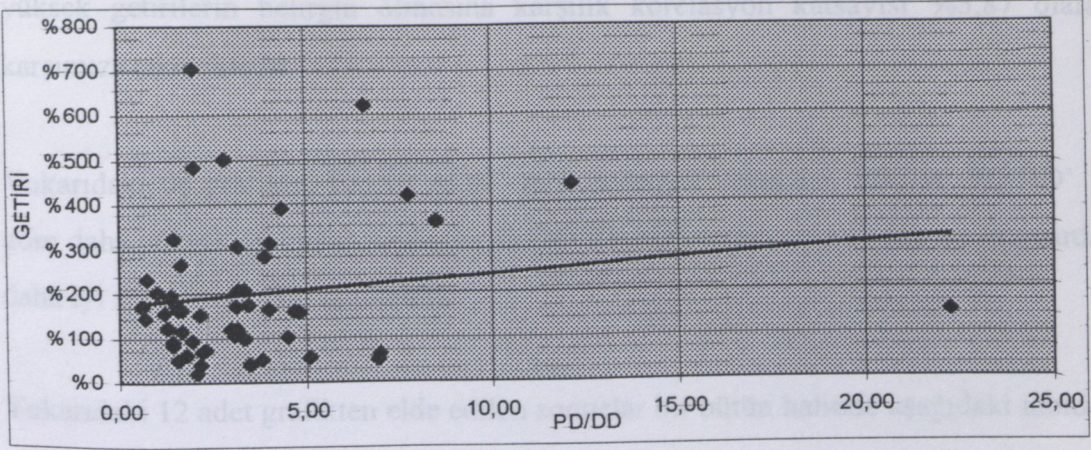
3.2.1.4 1996 Yılı Analizi



Grafik 3.2.1.4.1 1996 F/K-1997 Getiri

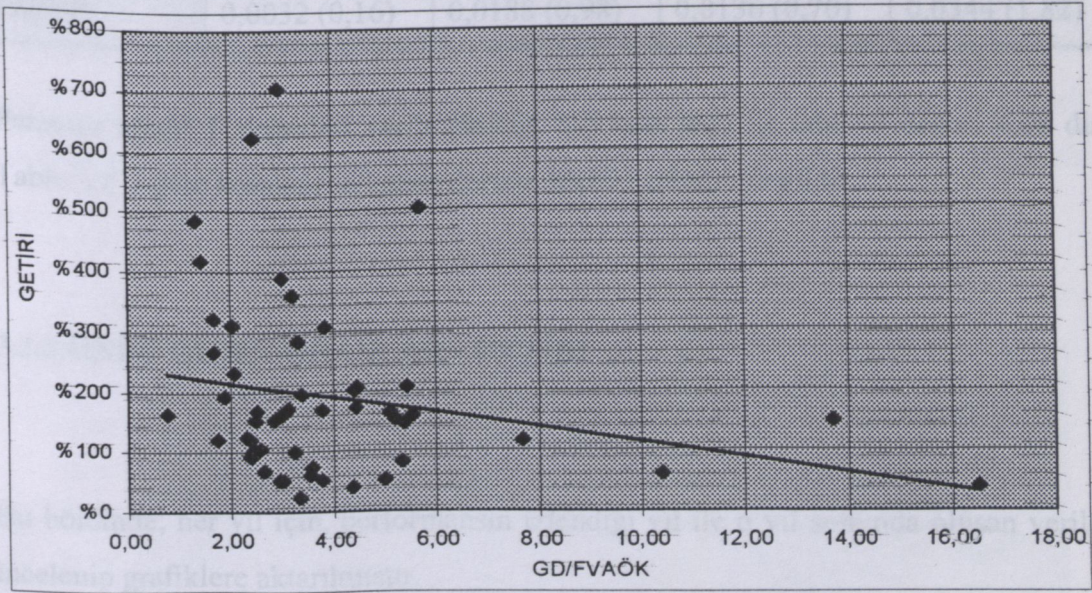
1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve 1997 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafikte, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %3,44 gibi düşük bir oranda kalmıştır.

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve 1997 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.4.3'te, düşük oranlarda



Grafik 3.2.1.4.2 1996 PD/DD-1997 Getiri

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve 1997 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.4.2’de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %2,26 olarak çıkmıştır.



Grafik 3.2.1.4.3 1996 GD/FVAÖK-1997 Getiri

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve 1997 yılında gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.1.4.3’te, düşük oranlarda

yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %5,87 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; GD/FVAÖK' in korelasyon katsayısı, F/K ve PD/DD' ye göre daha yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla GD/FVAÖK oranı en azından bu oranlardan daha iyi sonuç vermiştir denilebilir.

Yukarıdaki 12 adet grafikten elde edilen sonuçlar bir bütün halinde aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 3.5 Geriden İzleyen Oranların Karşılaştırılması

Korelasyon Katsayısı	1993	1994	1995	1996
GD/FVAÖK	0,0666 (3,64)	0,0202 (1,05)	0,0207 (1,08)	0,0587 (3,18)
F/K	0,0465 (2,49)	0,0061 (0,31)	0,0178 (0,92)	0,0226 (1,18)
PD/DD	0,0032 (0,16)	0,0188 (0,98)	0,0136 (0,70)	0,0344 (1,82)

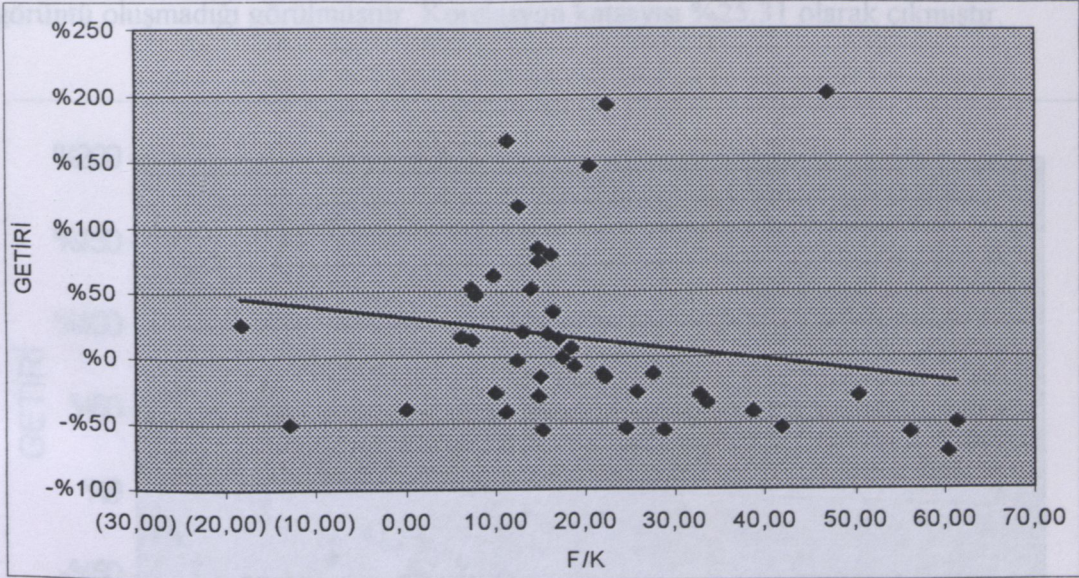
Parantez içinde F değerleri verilmektedir. %5 hata payı ile tablo F değeri 4,08 dir. Tablo 3.5'e göre korelasyon katsayılarının hiçbirisi anlamlı değildir.

3.2.2 ÖNDE GİDEN ORANLAR - GETİRİ

Bu bölümde; her yıl için, performansın izlendiği yıl ile o yıl sonunda oluşan veriler incelenip grafiklere aktarılmıştır.

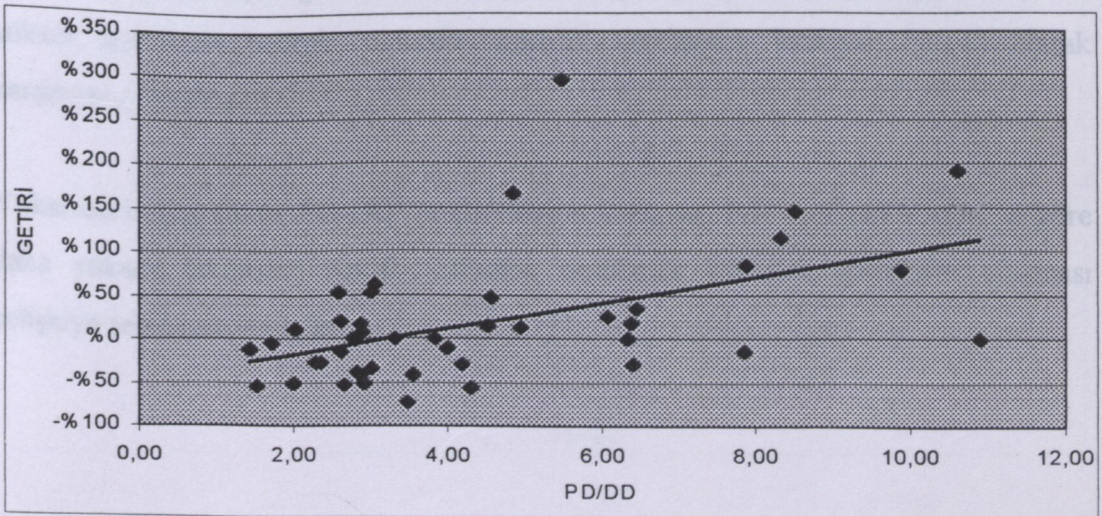
GRAFİK 3.2.2 1.2 1993 PD/DD-1993 Getiri

3.2.2.1 1993 Yılı Analizi



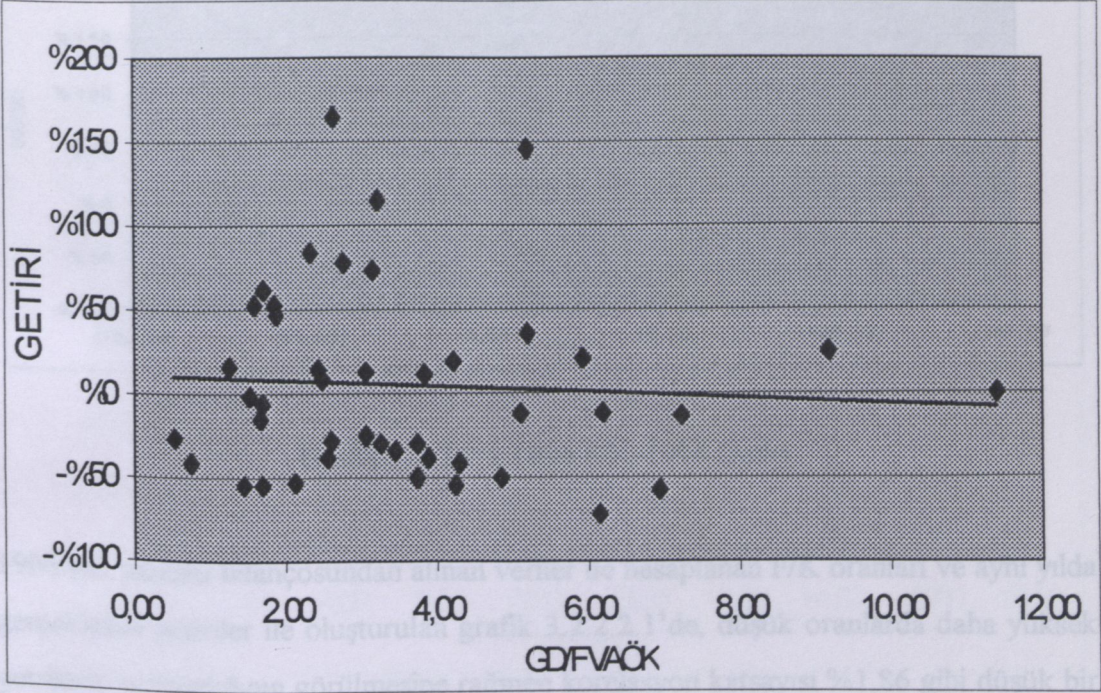
Grafik 3.2.2.1.1 1993 F/K-1993 Getiri

1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.1.1'de, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %4,02 gibi düşük bir oranda kalmıştır.



GRAFİK 3.2.2.1.2 1993 PD/DD-1993 Getiri

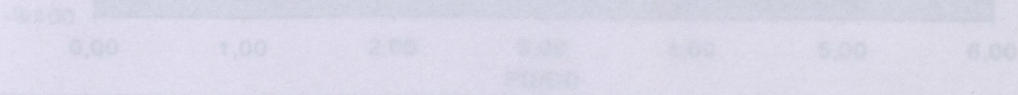
1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.1.2'de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %25,31 olarak çıkmıştır.



Grafik 3.2.2.1.3 1993 GD/FVAÖK-1993 Getiri

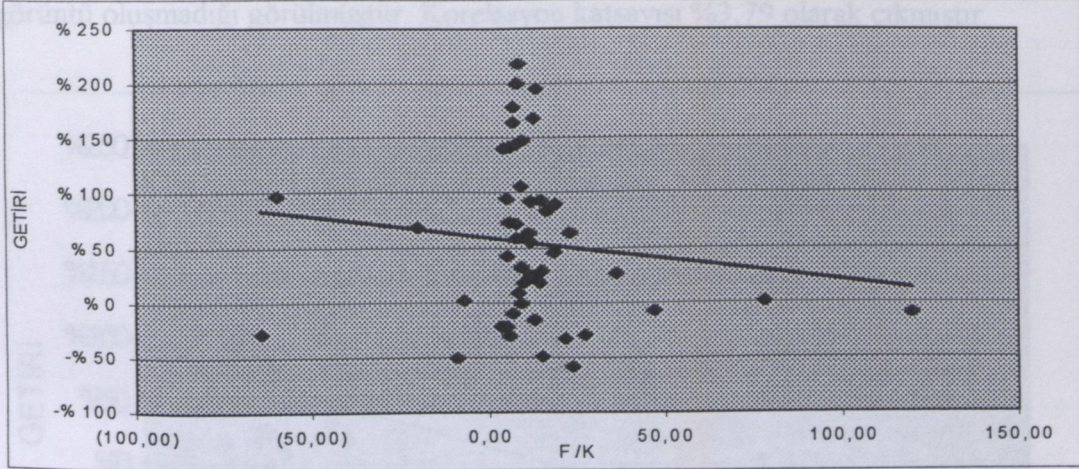
1993 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.1.3'te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %0,45 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; PD/DD' in korelasyon katsayısı, F/K ve GD/FVAÖK' a göre daha yüksek çıkmıştır. Ancak yükselen oranlarda yükselen getirilerin oluşması çelişkiye sebebiyet vermektedir.



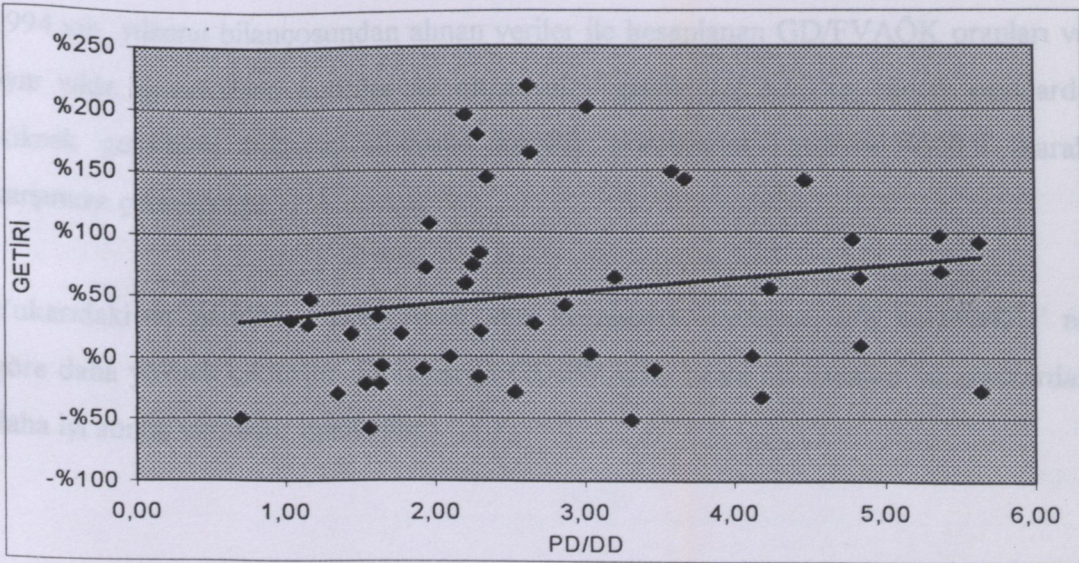
Grafik 3.2.2.2.2 1994 PD/DD-1994 Getiri

3.2.2.2 1994 Yılı Analizi



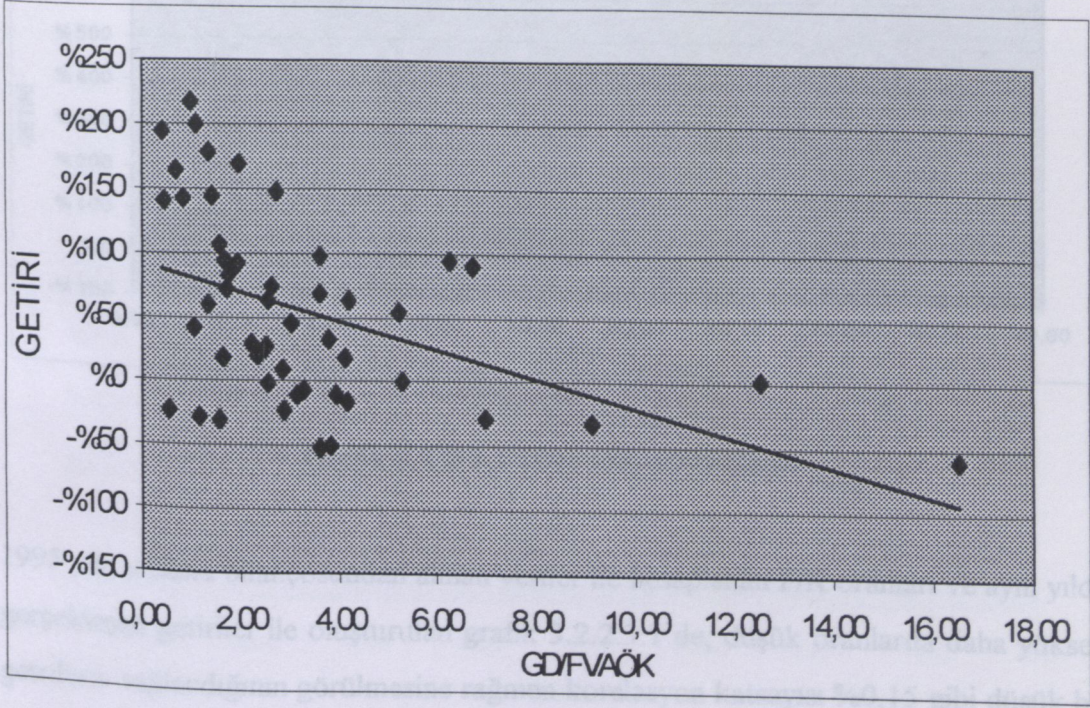
Grafik 3.2.2.2.1 1994 F/K-1994 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.2.1’de, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %1,86 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir.



Grafik 3.2.2.2.2 1994 PD/DD-1994 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.2.2’de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %3,79 olarak çıkmıştır.



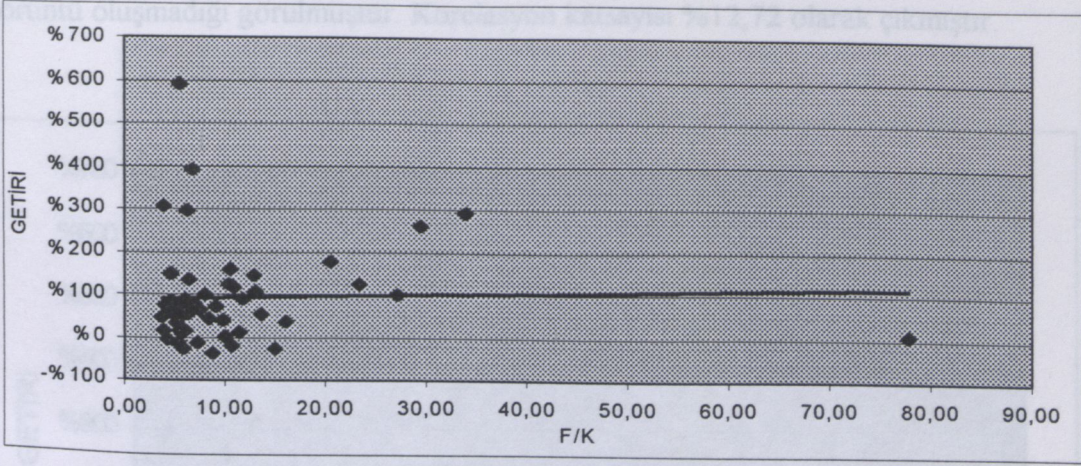
Grafik 3.2.2.2.3 1994 GD/FVAÖK-1994 Getiri

1994 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.2.3’te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %20,6 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; GD/FVAÖK’ ının korelasyon katsayısı, F/K ve PD/DD’ ne göre daha yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla GD/FVAÖK oranı en azından bu oranlardan daha iyi sonuç vermiştir denilebilir.

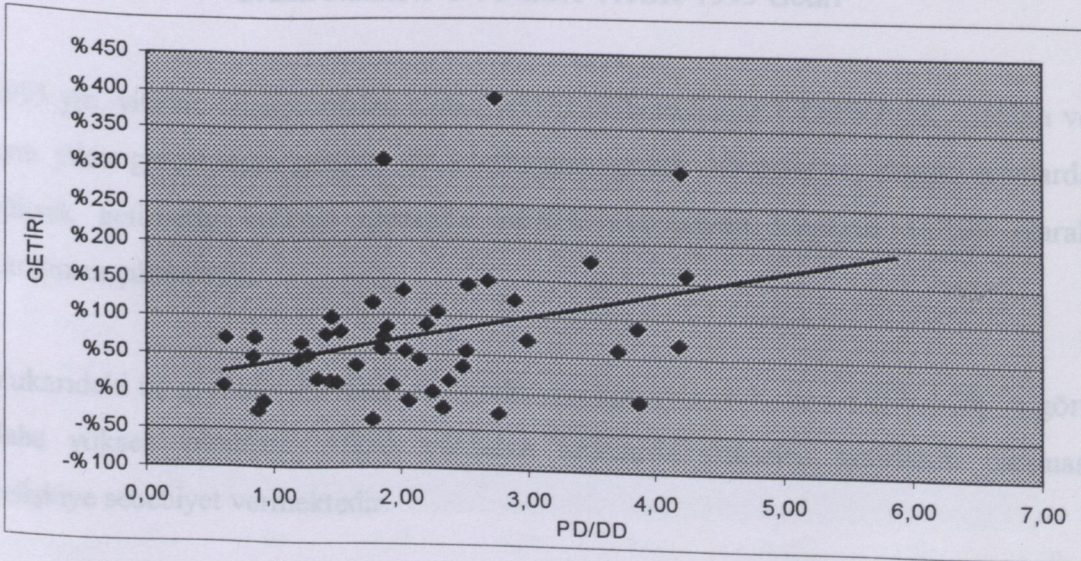
Grafik 3.2.2.3.2 1995 PD/DD-1995 Getiri

3.2.2.3 1995 Yılı Analizi



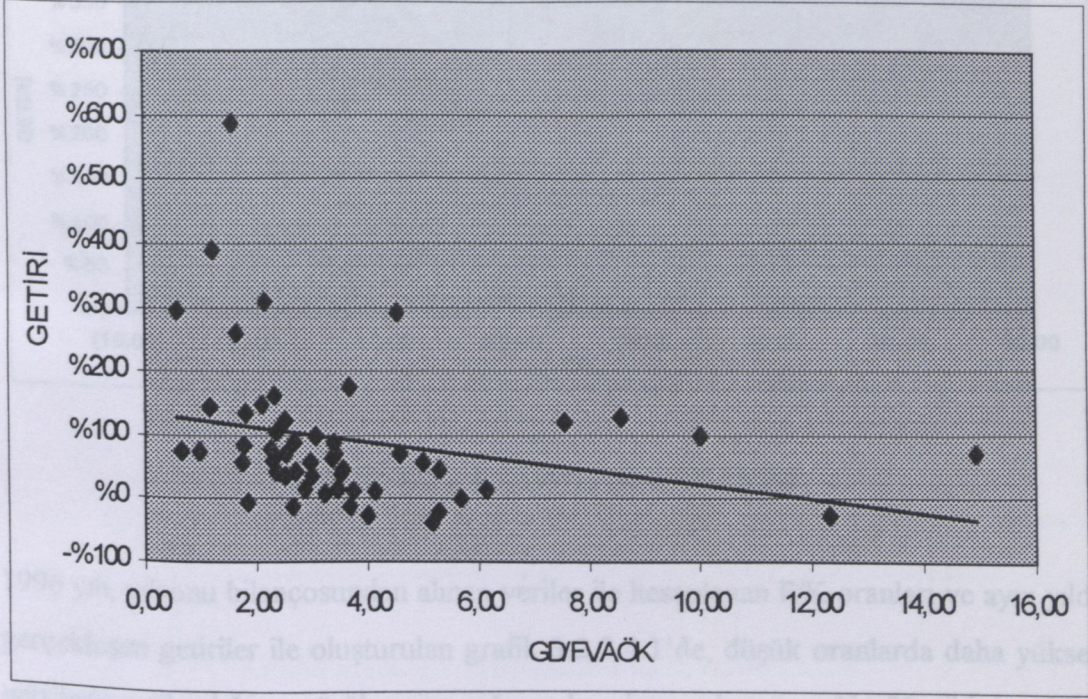
Grafik 3.2.2.3.1 1995 F/K-1995 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.3.1’de, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %0,15 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir.



Grafik 3.2.2.3.2 1995 PD/DD-1995 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.3.2’de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %12,72 olarak çıkmıştır.



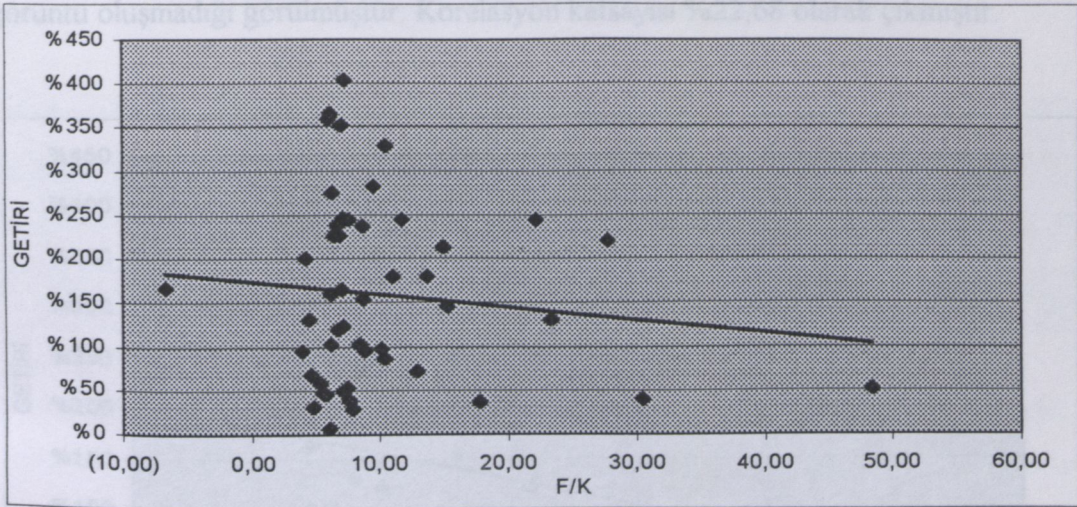
Grafik 3.2.2.3.3 1995 GD/FVAÖK-1995 Getiri

1995 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.3.3’te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %7,09 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; PD/DD’ in korelasyon katsayısı, F/K ve GD/FVAÖK’ a göre daha yüksek çıkmıştır. Ancak yükselen oranlarda yükselen getirilerin oluşması çelişkiye sebebiyet vermektedir.

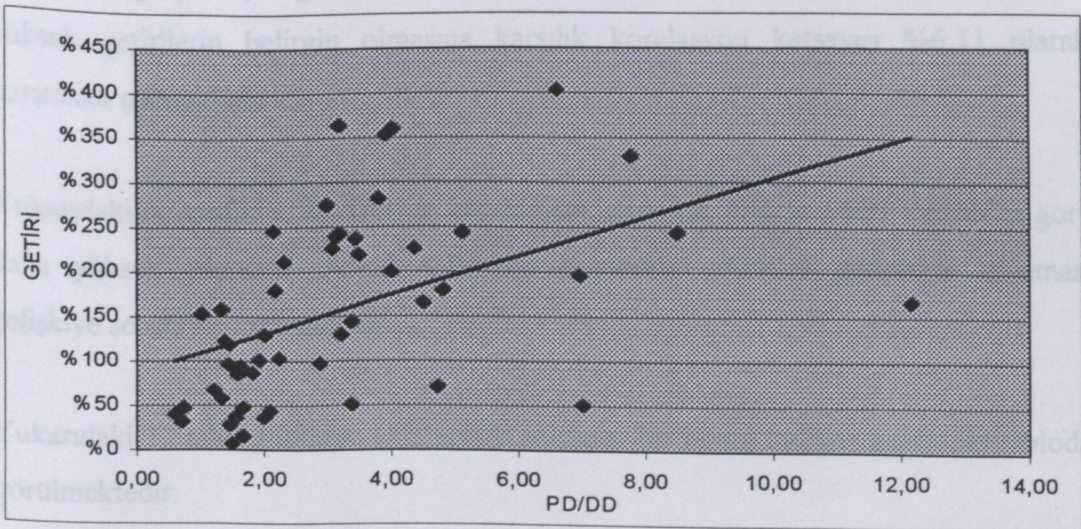
Grafik 3.2.2.4.2 1996 PD/DD-1996 Getiri

3.2.2.4 1996 Yılı Analizi



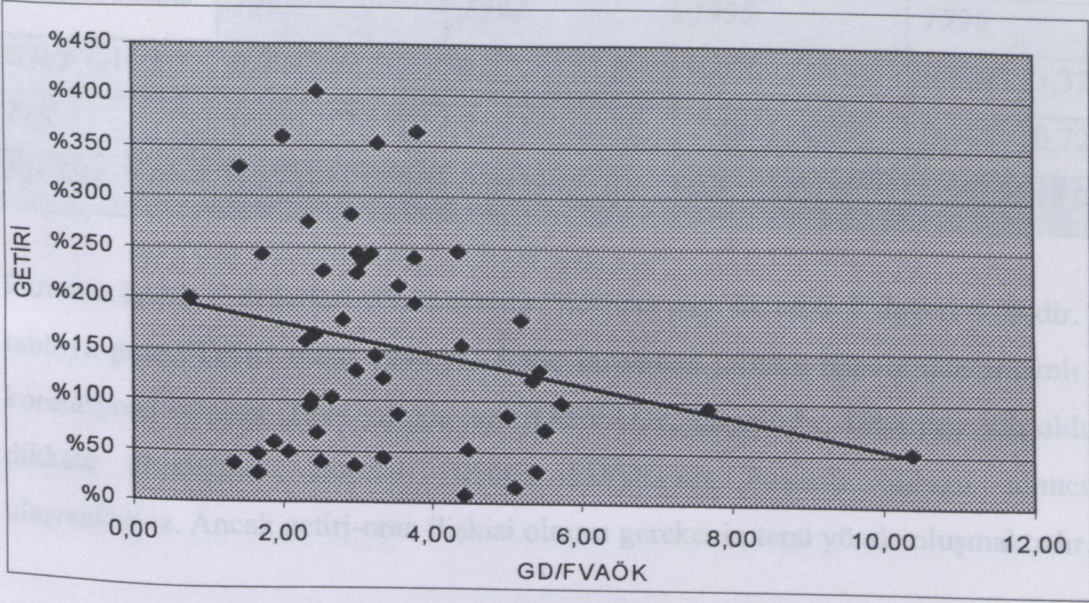
Grafik 3.2.2.4.1 1996 F/K-1996 Getiri

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan F/K oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.4.1'de, düşük oranlarda daha yüksek getirilerin sağlandığının görülmesine rağmen korelasyon katsayısı %1,39 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir.



Grafik 3.2.2.4.2 1996 PD/DD-1996 Getiri

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan PD/DD oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.4.2’de, belirgin ve anlamlı bir görüntü oluşmadığı görülmüştür. Korelasyon katsayısı %22,68 olarak çıkmıştır.



Grafik 3.2.2.4.3 1996 GD/FVAÖK-1996 Getiri

1996 yılı, yılsonu bilançosundan alınan veriler ile hesaplanan GD/FVAÖK oranları ve aynı yılda gerçekleşen getiriler ile oluşturulan grafik 3.2.2.4.3’te, düşük oranlarda yüksek getirilerin belirgin olmasına karşılık korelasyon katsayısı %6,11 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıdaki üç grafikte; PD/DD’ ın korelasyon katsayısı, F/K ve GD/FVAÖK’ a göre daha yüksek çıkmıştır. Ancak yükselen oranlarda yükselen getirilerin oluşması çelişkiye sebebiyet vermektedir.

Yukarıdaki 12 adet grafikten elde edilen sonuçlar bir bütün halinde aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 3.6 Önde Giden Oranların Karşılaştırılması

Korelasyon Katsayısı	1993	1994	1995	1996
GD/FVAÖK	0,0045 (0,23)	0,2060 (13,23)	0,0709 (3,89)	0,0611 (3,32)
F/K	0,0402 (2,14)	0,0186 (0,97)	0,0015 (0,08)	0,0139 (0,72)
PD/DD	0,2531 (17,28)	0,0379 (2,01)	0,1272 (7,43)	0,2268 (14,96)

Parantez içinde F değerleri verilmektedir. %5 hata payı ile tablo F değeri 4,08 dir. Bu tabloya göre PD/DD oranı 1994 yılı hariç incelenen yılların tamamında anlamlı bir korelasyona sahiptir. 1994 yılında ise GD/FVAÖK anlamlıdır. 1994 kriz yılı olduğu dikkate alındığında, normal yıllarda PD/DD'nin başarılı olduğu sonucuna ulaşmaktayız. Ancak getiri-oran ilişkisi olması gerekenin tersi yönde oluşmaktadır.

Korelasyon Katsayısı	1993	1994	1995	1996
GD/FVAÖK	0,0066 (3,64)	0,0202 (1,05)	0,0207 (1,05)	0,0387 (3,19)
F/K	0,0465 (2,49)	0,0061 (0,31)	0,0178 (0,92)	0,0226 (1,18)
PD/DD	0,0032 (0,16)	0,0188 (0,98)	0,0136 (0,70)	0,0344 (1,82)

Önde giden oranlar ile yapılan çalışmada ise performansın izlendiği yıl ile o yıl sonundaki veriler bulunarak grafiklere aktarılmıştır. Yapılan regresyon sonucunda çıkan R kare değerleri aşağıdaki tabloda görülmektedir. Bu bağlamda; 1994 yılında GD/FVAÖK oranı diğer iki orana göre en düşük değere sahipken diğer üç yılda PD/DD oranının üstünlüğü ile görüldüğü görülmektedir. Bu oranlarda F değerleri

SONUÇLAR VE ÖNERİLER

1993 - 1997 yılları arasındaki veriler kullanılarak, 53 adet hisse senedinin İMKB'sındaki performansı ile F/K, PD/DD ve GD/FVAÖK oranları arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Oranlara, geriden izleyen ve önde gidenler olmak üzere iki bölümde bakılarak çalışma detaylandırılmıştır.

Geriden izleyen oranlar ile yapılan çalışmada yıl sonu verileri ile hisse senedinin bir yıl sonraki performansı izlenerek grafiklere aktarılmıştır. Yapılan regresyon sonucunda çıkan R kare değerleri aşağıdaki tabloda görülmektedir. Bu bölümde, GD/FVAÖK oranının PD/DD ve F/K oranına göre izafi olarak üstünlük sağladığını ancak yine de korelasyon katsayılarının düşük rakamlarda seyrettiği görülmektedir. F değerleri de Fkritik değerinden daha düşük çıkmakta ve regresyonun açıklayıcı gücü olmadığını ispat etmektedir. Bu noktada sadece bu oranlara bakılması suretiyle yapılacak olan yatırımlardan istenilen verime ulaşılamayacağı sonucuna varılmaktadır.

Korelasyon Katsayısı	1993	1994	1995	1996
GD/FVAÖK	0,0666 (3,64)	0,0202 (1,05)	0,0207 (1,08)	0,0587 (3,18)
F/K	0,0465 (2,49)	0,0061 (0,31)	0,0178 (0,92)	0,0226 (1,18)
PD/DD	0,0032 (0,16)	0,0188 (0,98)	0,0136 (0,70)	0,0344 (1,82)

Önde giden oranlar ile yapılan çalışmada ise performansın izlendiği yıl ile o yıl sonundaki veriler bulunarak grafiklere aktarılmıştır. Yapılan regresyon sonucunda çıkan R kare değerleri aşağıdaki tabloda görülmektedir. Bu bölümde; 1994 yılında GD/FVAÖK oranı diğer iki orana göre izafi bir üstünlük sağlarken diğer üç yılda PD/DD oranının üstünlüğü ele geçirdiği görülmektedir. Bu oranlarda F değerleri

Fkrtik değrinden daha büyük çıkmakta ve regresyonun açıklayıcı gücü olduğunu göstermektedir. Ancak PD/DD değrinin üstünlük sağladığı yıllarda, yükselen oranlarda yükselen getirilere ulaşması sebebiyle olması beklenen ters orantılı şekli ile çeliştiği müşahade edilmektedir. Bu nedenle bu modelde ulaşılan sonuçlarla yatırımlar yönlendirilirken bu oranların esas teşkil etmemesi gerektiği görölmektedir.

Korelasyon Katsayısı	1993	1994	1995	1996
GD/FVAÖK	0,0045 (0,23)	0,2060 (13,23)	0,0709 (3,89)	0,0611 (3,32)
F/K	0,0402 (2,14)	0,0186 (0,97)	0,0015 (0,08)	0,0139 (0,72)
PD/DD	0,2531 (17,28)	0,0379 (2,01)	0,1272 (7,43)	0,2268 (14,96)

Bu çalışmada önde giden oranların geriden izleyen oranlara kıyasla daha iyi sonuçlar verdiği görölmektedir. Bu sonuç, bizlere, aynı zamanda beklentilerin satın alındığı olgusunu da açıklamaktadır.

Grafiklerde hisse senetlerinin bireysel performansları birer birer izlenilecek olunursa düşük oranların daha yüksek getirilere eş geldiği görölmektedir. Dolayısıyla tüm dünyada yaygın olarak kullanılan bu oranların bu çalışmada anlamlı sonuçlar vermemesine karşılık, hisse senedi seçiminde yardımının, izafi olarak, azımsanmayacak kadar fazla olduğunu, ancak bu seçimlerle ve piyasaların genel eğilimi ile birlikte teknik analiz yapılarak doğru zamanlama ile istenilen verimlere ulaşılacağını düşünmekteyiz.

KAYNAKLAR

[1], Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayıncılık Dağıtımcılık, Mayıs 1985, **Prof.Dr.SELAHATTİN TUNCER**

[2], MBA, Borsa'da Teknik Analiz, 1992, **MAHMUT ŞAHİN**

[3], Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB'sı Eğitim Yayınları, Mayıs 1996

[4], Finansal Yönetim, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:875, Ağustos 1996, **Prof.Dr.SEMİH BÜKER**

[5], Principles of Corporate Finance Fourth Ed., 1991, **RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS**

[6], Understanding Wall Street Third Ed., 1991, **JEFFREY B. LITTLE, LUCIEN RHODES**

[7], Capital Aylık Ekonomi Dergisi, Hürriyet Gergi Grubu, Mayıs 1998, **C. ÖZGÜR TORAMAN**

HAZIR DEĞERLER

HİSSE	HazırDeğerler 1997 / 12	HazırDeğerler 1996 / 12	HazırDeğerler 1995 / 12	HazırDeğerler 1994 / 12	HazırDeğerler 1993 / 12
OTOSN	2.219.457,00	2.821.323,00	657.793,00	97.512,00	49.014,00
TOASO	4.025.390,00	2.251.479,00	467.852,00	405.252,00	337.488,00
EGBRA	21.871,00	156.499,00	121.815,00	351.531,00	20.396,00
ERCYS	118.794,00	667.951,00	203.807,00	208.508,00	8.984,00
ADANA	724.986,00	294.218,00	385.263,00	556.726,00	7.128,00
BOLUC	132.947,00	101.683,00	67.732,00	13.722,00	3.496,00
MRDIN	55.811,00	144.354,00	31.871,00	3.937,00	3.336,00
MRSHL	430.828,00	140.130,00	70.402,00	217.058,00	21.570,00
KUTPO	105.707,00	24.890,00	6.894,00	10.795,00	704,00
ARCLK	4.291,00	1.142.139,00	148.405,00	8.204,00	1.962,00
BEKO	56.375,00	43.272,00	33.278,00	34.983,00	41.560,00
PEGPR	174.999,00	621.947,00	49.972,00	333.926,00	18.815,00
VESTL	1.049.100,00	427.973,00	35.908,00	73.751,00	45.174,00
INTEM	163.214,00	47.720,00	12.100,00	5.948,00	3.023,00
TUDDF	48.302,00	26.531,00	16.792,00	12.869,00	1.987,00
ASELS	497.785,00	226.347,00	493.584,00	166.645,00	46.197,00
NETAS	529.030,00	1.042.039,00	990.600,00	332.768,00	6.404,00
RAKSE	645.255,00	13.103,00	369.520,00	24.490,00	21.504,00
ALCTL	355.919,00	17.376,00	266.399,00	18.694,00	4.014,00
BAGFS	5.455.030,00	1.318.782,00	49.013,00	121.236,00	46.395,00
HEKTS	36.216,00	13.263,00	10.050,00	10.359,00	3.256,00
MARET	7.086,00	1.807,00	2.881,00	14.197,00	443,00
PNET	135.681,00	174.724,00	65.006,00	46.357,00	15.712,00
KARTN	2.563.062,00	2.372.747,00	602.691,00	115.083,00	7.778,00
KAVOR	108.774,00	403.204,00	24.023,00	15.889,00	3.304,00
KLBM0	291.819,00	22.461,00	6.318,00	2.005,00	9.340,00
OLMKS	70.547,00	25.408,00	28.204,00	14.080,00	7.413,00
ANACM	4.548,00	2.862,00	8.628,00	2.684,00	945,00
TRKCM	216.530,00	118.656,00	34.698,00	34.716,00	2.736,00
EREGL	10.785.805,00	2.306.697,00	3.890.990,00	2.997.240,00	164.059,00
IZMDC	758.825,00	14.146,00	24.587,00	432,00	18.435,00
MAKTK	140.350,00	403.081,00	147.608,00	70.799,00	5.008,00
SABAH	43.037,00	39.470,00	429.637,00	1.597,00	4.143,00
AYGAZ	1.193.082,00	749.854,00	386.324,00	95.010,00	30.368,00
PETKM	32.226.218,00	22.254.240,00	5.805.463,00	1.702.840,00	5.047,00
PTOFS	12.738.529,00	10.132.833,00	3.646.296,00	2.632.900,00	1.666.201,00
TUPRS	30.212.992,00	19.328.242,00	5.495.731,00	2.574.369,00	2.346.241,00
TURCS	4.119.444,00	2.332.231,00	1.277.363,00	136.106,00	11.746,00
ECILC	27.239,00	9.491,00	6.684,00	13.683,00	3.451,00
MIGRS	7.699.756,00	2.810.154,00	1.156.806,00	747.732,00	177.835,00
AKALT	167.119,00	677.515,00	439.645,00	92.081,00	24.178,00
SIFAS	4.623.439,00	518.803,00	916.140,00	399.396,00	31.612,00
KOYTS	3.341.738,00	67.692,00	70.308,00	897,00	4.610,00
BRISA	4.574.267,00	4.308.613,00	1.895.848,00	719.028,00	9.390,00
GOODY	268.458,00	66.706,00	107.071,00	42.745,00	18.528,00
KORDS	28.706,00	11.111,00	158.414,00	6.227,00	7.096,00
MMART	34.722,00	2.083,00	5.128,00	8.391,00	477,00
NTTUR	942.228,00	242.039,00	155.074,00	85.118,00	39.844,00
THYAO	0,00	6.848.937,00	1.702.369,00	1.036.783,00	408.185,00
UCAK	2.835.420,00	1.215.819,00	514.030,00	252.141,00	76.200,00
AKTAS	255.639,00	161.458,00	64.324,00	197.386,00	129.055,00
CUKEL	6.055.567,00	5.208.145,00	1.016.321,00	2.976.419,00	308.140,00
KEPEZ	6.107.797,00	4.318.182,00	2.598.349,00	394.166,00	13.105,00

MENKUL KIYMETLER

HISSE	Menkul Kıymetler 1997 / 12	Menkul Kıymetler 1996 / 12	Menkul Kıymetler 1995 / 12	Menkul Kıymetler 1994 / 12	Menkul Kıymetler 1993 / 12
OTOSN	27.704.678,00	5.305.667,00	572.856,00	148.475,00	307.743,00
TOASO	16.780.277,00	9.925.122,00	1.246.773,00	5.098.399,00	3.679.508,00
EGBRA	6.464.552,00	11.000,00	85.501,00	338.688,00	413.469,00
ERCYS	3.571.529,00	1.909.399,00	3.349.860,00	783.034,00	135.572,00
ADANA	2.411.426,00	595.643,00	172.613,00	329.268,00	349.232,00
BOLUC	4.730,00	698.452,00	484.636,00	101.209,00	0,00
MRDIN	1.123.021,00	266.823,00	196.272,00	313.695,00	120.364,00
MRSHL	1.945.935,00	655.803,00	111.005,00	15.730,00	0,00
KUTPO	892,00	1.347,00	363,00	47.705,00	0,00
ARCLK	7.126.542,00	2.434.757,00	216.612,00	416.420,00	0,00
BEKO	279.851,00	3.560.429,00	84.935,00	47.905,00	189.889,00
PEGPR	991.102,00	53.845,00	80.000,00	12.755,00	9.773,00
VESTL	11.311.123,00	2.313.157,00	255.740,00	40.211,00	67.701,00
INTEM	0,00	37,00	10.755,00	0,00	0,00
TUDDF	12.817,00	196.533,00	20.811,00	178,00	0,00
ASELS	164.885,00	496.160,00	163.240,00	27.783,00	272.360,00
NETAS	477.740,00	234.000,00	1.347.447,00	3.232.300,00	0,00
RAKSE	102.792,00	238.188,00	220.719,00	0,00	0,00
ALCTL	4.342.461,00	666.265,00	44.998,00	50.585,00	0,00
BAGFS	267.954,00	8.485,00	9.611,00	291.750,00	77.657,00
HEKTS	0,00	0,00	9.586,00	0,00	0,00
MARET	45,00	220,00	130,00	140,00	0,00
PNET	429,00	340.054,00	50,00	0,00	0,00
KARTN	1.950.823,00	814.519,00	1.742.899,00	467.525,00	160.541,00
KAVOR	275.032,00	1.266.518,00	680,00	3.515,00	0,00
KLBMO	7.500,00	205.917,00	95.500,00	63.927,00	49.004,00
OLMKS	26.957,00	48.910,00	15.689,00	12.296,00	0,00
ANACM	21.517,00	60.144,00	19.432,00	540,00	70.222,00
TRKCM	187.358,00	382.161,00	112.043,00	180.486,00	203.257,00
EREGL	6.155.501,00	2.704.600,00	2.708.525,00	2.784.331,00	324.219,00
IZMDC	3.045.509,00	1.226.519,00	120.475,00	678.580,00	0,00
MAKTK	92.679,00	80.384,00	0,00	11.095,00	0,00
SABAH	0,00	0,00	55.655,00	0,00	38.577,00
AYGAZ	2.285.720,00	3.229.652,00	1.741.378,00	662.944,00	182.219,00
PETKM	41.606.814,00	18.690.074,00	26.587.915,00	4.028.398,00	0,00
PTOFS	1.101.307,00	0,00	1.318.223,00	0,00	0,00
TUPRS	15.000.000,00	0,00	3.500.000,00	0,00	1.998.303,00
TURCS	411.996,00	1.070.148,00	100.580,00	338.981,00	20.894,00
ECILC	124.417,00	319.182,00	60.826,00	14.435,00	23.000,00
MIGRS	8.872.959,00	2.449.918,00	935.388,00	342.200,00	169.855,00
AKALT	794.899,00	691.825,00	389.545,00	208.322,00	13.930,00
SIFAS	34.287,00	320,00	6.730,00	5.883,00	22.600,00
KOYTS	455.000,00	55.815,00	0,00	0,00	0,00
BRISA	2.463.009,00	1.599.083,00	132.730,00	56.721,00	0,00
GOODY	915,00	130.010,00	41.800,00	22.874,00	74.053,00
KORDS	12.321.341,00	357.359,00	11.999,00	58.405,00	98.994,00
MMART	32.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00
NTTUR	1.010.524,00	420.967,00	56.526,00	19.253,00	4.084,00
THYAO	0,00	0,00	101.438,00	39.860,00	539.019,00
UCAK	4.570.203,00	2.995.936,00	919.486,00	582.588,00	155.145,00
AKTAS	5.865.038,00	2.989.859,00	310.090,00	436.227,00	0,00
CUKEL	0,00	0,00	562.982,00	0,00	501.242,00
KEPEZ	0,00	24.884,00	0,00	0,00	42.648,00

KISA VADELİ BORÇLAR

HİSSE	KISAVADELIBORÇ AR 1997 / 12	KISAVADELIBOR ÇLAR 1996 / 12	KISAVADELIBORÇ LAR 1995 / 12	KISAVADELIBOR ÇLAR 1994 / 12	KISAVADELIBOR ÇLAR 1993 / 12
OTOSN	25.637.014,00	10.387.672,00	3.581.042,00	869.185,00	878.315,00
TOASO	31.536.845,00	12.220.916,00	10.088.572,00	4.389.298,00	3.842.136,00
EGBRA	4.479.385,00	3.983.432,00	1.954.298,00	1.210.340,00	268.694,00
ERCYS	13.935.959,00	5.991.901,00	1.477.178,00	513.890,00	243.225,00
ADANA	2.556.839,00	1.721.866,00	610.274,00	546.138,00	276.202,00
BOLUC	2.409.823,00	1.373.853,00	602.222,00	235.089,00	179.517,00
MRDIN	1.025.172,00	475.290,00	252.360,00	181.453,00	60.729,00
MRSHL	4.366.725,00	1.299.301,00	541.798,00	302.085,00	348.116,00
KUTPO	2.257.532,00	1.492.739,00	579.048,00	146.620,00	88.271,00
ARCLK	27.286.862,00	17.772.029,00	11.105.059,00	6.940.015,00	2.685.387,00
BEKO	22.570.446,00	11.438.111,00	4.156.034,00	1.955.637,00	849.004,00
PEGPR	28.754.283,00	10.850.120,00	5.858.325,00	3.738.791,00	1.339.084,00
VESTL	61.977.509,00	16.031.629,00	5.629.579,00	1.948.102,00	1.116.438,00
INTEM	3.830.782,00	778.120,00	347.523,00	184.812,00	55.393,00
TUDDF	7.903.377,00	3.539.555,00	2.280.230,00	958.087,00	953.112,00
ASELS	19.809.988,00	10.088.814,00	4.291.649,00	2.362.296,00	1.106.119,00
NETAS	10.060.340,00	8.360.040,00	3.527.159,00	2.413.269,00	2.551.660,00
RAKSE	11.334.295,00	5.913.269,00	4.249.107,00	921.586,00	464.423,00
ALCTL	7.218.660,00	4.893.621,00	1.953.704,00	1.585.527,00	3.256.504,00
BAGFS	5.306.579,00	1.743.518,00	1.348.839,00	1.020.957,00	379.032,00
HEKTS	2.789.682,00	1.163.775,00	596.097,00	363.386,00	196.706,00
MARET	1.352.921,00	565.402,00	440.603,00	130.789,00	70.136,00
PNET	2.660.943,00	984.528,00	744.692,00	330.993,00	124.830,00
KARTN	3.165.865,00	1.790.023,00	870.750,00	284.510,00	171.454,00
KAVOR	543.589,00	618.660,00	600.616,00	192.036,00	111.740,00
KLBMO	1.593.026,00	590.450,00	338.081,00	159.905,00	103.050,00
OLMKS	1.548.531,00	835.897,00	763.737,00	375.966,00	249.106,00
ANACM	3.490.305,00	3.732.402,00	818.256,00	160.958,00	81.180,00
TRKCM	6.489.419,00	3.722.624,00	3.852.019,00	1.187.258,00	411.431,00
EREGL	49.998.825,00	42.043.682,00	16.786.017,00	9.307.442,00	1.928.681,00
IZMDC	4.633.330,00	2.516.537,00	2.788.548,00	2.435.628,00	532.619,00
MAKTK	3.409.943,00	1.964.973,00	618.222,00	415.845,00	142.630,00
SABAH	10.594.201,00	3.775.672,00	1.795.100,00	635.916,00	323.492,00
AYGAZ	5.611.644,00	2.940.928,00	1.673.963,00	1.171.718,00	490.384,00
PETKM	28.616.626,00	19.980.140,00	16.573.935,00	5.931.591,00	2.256.574,00
PTOFS	31.963.677,00	16.777.094,00	8.310.206,00	4.685.521,00	3.080.026,00
TUPRS	169.387.691,00	102.867.519,00	35.401.061,00	20.449.537,00	7.243.484,00
TURCS	2.728.529,00	1.967.595,00	1.160.040,00	423.135,00	409.705,00
ECILC	9.715.050,00	3.679.615,00	1.968.520,00	1.402.336,00	1.009.369,00
MIGRS	26.042.339,00	10.369.661,00	4.569.263,00	1.528.744,00	550.498,00
AKALT	6.953.741,00	3.510.791,00	1.462.393,00	912.697,00	263.893,00
SIFAS	8.685.295,00	5.761.841,00	2.878.391,00	842.599,00	291.622,00
KOYTS	2.626.272,00	1.170.542,00	405.317,00	102.317,00	38.676,00
BRISA	12.413.550,00	6.184.188,00	3.707.396,00	2.037.584,00	800.719,00
GOODY	14.369.424,00	4.837.340,00	3.195.872,00	1.545.128,00	633.408,00
KORDS	20.186.876,00	3.952.395,00	1.501.526,00	1.440.441,00	592.962,00
MMART	2.255.294,00	828.270,00	385.112,00	91.577,00	34.522,00
NTTUR	7.967.095,00	5.132.739,00	2.525.654,00	1.332.547,00	556.335,00
THYAO	0,00	19.617.021,00	11.425.053,00	10.409.999,00	5.389.177,00
UCAK	5.021.922,00	2.499.768,00	983.609,00	728.828,00	241.192,00
AKTAS	10.526.254,00	6.067.808,00	2.282.907,00	2.335.275,00	802.549,00
CUKEL	18.480.927,00	11.258.478,00	7.009.753,00	3.757.408,00	661.994,00
KEPEZ	5.239.978,00	1.931.001,00	1.141.451,00	396.837,00	114.866,00

UZUN VADELİ BORÇLAR

HISSE	UZUNVADELİB ORÇLAR 1997 / 12	UZUNVADELİB RÇLAR 1996 / 12	UZUNVADELİB RÇLAR 1995 / 12	UZUNVADELİB RÇLAR 1994 / 12	UZUNVADELİB ORÇLAR 1993 / 12
OTOSN	1.645.677,00	712.701,00	379.145,00	148.556,00	177.123,00
TOASO	12.158.441,00	2.795.270,00	2.367.690,00	1.369.062,00	771.749,00
EGBRA	6.923.295,00	803.821,00	167.773,00	71.208,00	49.315,00
ERCYS	11.809.223,00	3.559.754,00	178.662,00	77.359,00	47.083,00
ADANA	4.143.600,00	2.711.193,00	395.396,00	287.699,00	153.777,00
BOLUC	227.369,00	134.305,00	118.993,00	96.266,00	103.297,00
MRDIN	321.005,00	166.086,00	112.270,00	63.954,00	39.176,00
MRSHL	543.881,00	269.824,00	174.139,00	159.713,00	69.657,00
KUTPO	694.199,00	523.491,00	115.227,00	56.994,00	30.066,00
ARCLK	23.598.180,00	9.786.537,00	3.507.024,00	2.048.403,00	1.039.704,00
BEKO	1.429.772,00	1.345.024,00	559.010,00	568.265,00	373.721,00
PEGPR	3.481.421,00	1.149.966,00	621.878,00	308.225,00	248.016,00
VESTL	3.246.049,00	392.214,00	204.696,00	233.894,00	63.588,00
INTEM	91.684,00	57.946,00	28.724,00	12.002,00	6.816,00
TUDDF	4.913.291,00	1.948.094,00	553.954,00	551.577,00	411.655,00
ASELS	5.085.177,00	1.769.855,00	1.307.656,00	1.138.348,00	766.851,00
NETAS	1.957.828,00	938.105,00	537.958,00	460.223,00	351.594,00
RAKSE	5.828.110,00	2.332.214,00	521.438,00	280.859,00	16.158,00
ALCTL	758.728,00	356.978,00	279.671,00	229.640,00	310.000,00
BAGFS	2.185.824,00	1.990.523,00	213.703,00	49.804,00	31.835,00
HEKTS	470.178,00	81.404,00	45.074,00	20.678,00	23.734,00
MARET	195.094,00	93.382,00	48.042,00	18.868,00	13.943,00
PNET	1.840.639,00	943.180,00	349.017,00	258.233,00	20.484,00
KARTN	436.800,00	284.790,00	166.795,00	69.861,00	53.166,00
KAVOR	338.576,00	99.707,00	175.424,00	55.894,00	51.576,00
KLBMO	664.264,00	259.320,00	122.096,00	53.461,00	34.794,00
OLMKS	336.902,00	167.277,00	99.279,00	59.490,00	65.918,00
ANACM	9.663.793,00	3.595.974,00	424.504,00	174.217,00	141.840,00
TRKCM	9.109.678,00	5.387.746,00	629.925,00	443.045,00	312.042,00
EREGL	92.436.630,00	59.398.038,00	35.501.477,00	21.192.570,00	4.947.606,00
IZMDC	5.655.233,00	1.683.827,00	115.358,00	77.536,00	60.723,00
MAKTK	323.934,00	163.145,00	29.697,00	23.226,00	39.169,00
SABAH	6.659.333,00	2.575.300,00	1.460.424,00	964.496,00	228.439,00
AYGAZ	4.438.782,00	2.984.938,00	1.685.018,00	1.020.640,00	712.747,00
PETKM	8.999.757,00	4.397.905,00	2.658.081,00	1.363.410,00	1.805.911,00
PTOFS	7.638.143,00	3.481.913,00	2.083.416,00	919.513,00	541.667,00
TUPRS	64.276.581,00	39.108.744,00	22.368.970,00	9.340.134,00	3.578.317,00
TURCS	2.269.327,00	188.350,00	104.190,00	24.683,00	9.963,00
ECILC	5.431.749,00	2.022.543,00	510.382,00	754.380,00	193.952,00
MIGRS	6.329.257,00	623.548,00	311.316,00	121.765,00	85.469,00
AKALT	1.991.936,00	1.292.568,00	600.997,00	573.981,00	167.902,00
SIFAS	5.743.402,00	1.022.048,00	601.139,00	253.631,00	140.446,00
KOYTS	2.960.184,00	238.384,00	46.875,00	27.153,00	19.169,00
BRISA	1.721.526,00	881.144,00	493.434,00	235.391,00	220.092,00
GOODY	1.998.548,00	1.012.154,00	606.194,00	258.988,00	193.380,00
KORDS	1.044.738,00	523.265,00	355.080,00	213.128,00	136.616,00
MMART	95.441,00	157.584,00	20.241,00	2.011,00	2.812,00
NTTUR	3.282.891,00	1.228.030,00	721.250,00	409.659,00	182.666,00
THYAO	0,00	11.683.925,00	7.560.153,00	5.868.316,00	3.264.685,00
UCAK	509.207,00	254.484,00	145.841,00	51.800,00	24.616,00
AKTAS	5.460.208,00	2.070.140,00	773.810,00	434.480,00	397.249,00
CUKEL	21.064.918,00	12.709.689,00	8.609.254,00	5.665.264,00	1.995.921,00
KEPEZ	3.303.279,00	2.328.708,00	1.554.733,00	824.923,00	365.613,00

NET SERMAYE

HISSE	Sermaye 1997 / 12	Sermaye 1996 / 12	Sermaye 1995 / 12	Sermaye 1994 / 12	Sermaye 1993 / 12
OTOSN	1.392.500,00	1.320.000,00	1.320.000,00	880.000,00	110.000,00
TOASO	12.600.000,00	8.400.000,00	4.800.000,00	1.200.000,00	600.000,00
EGBRA	4.256.582,00	2.128.291,00	1.576.512,00	685.440,00	201.600,00
ERCYS	3.000.000,00	3.000.000,00	750.000,00	360.000,00	150.000,00
ADANA	4.636.451,00	2.440.237,00	920.844,00	383.685,00	319.738,00
BOLUC	4.356.084,00	2.489.191,00	1.490.533,00	601.022,00	324.877,00
MRDIN	1.121.040,00	648.000,00	288.000,00	144.000,00	48.000,00
MRSHL	721.600,00	721.600,00	721.600,00	257.040,00	122.400,00
KUTPO	864.000,00	864.000,00	432.000,00	144.000,00	48.000,00
ARCLK	10.125.000,00	6.750.000,00	4.500.000,00	2.500.000,00	864.000,00
BEKO	3.150.000,00	1.800.000,00	1.200.000,00	525.000,00	350.000,00
PEGPR	3.523.500,00	2.430.000,00	667.000,00	667.000,00	416.945,00
VESTL	4.000.000,00	559.845,00	559.845,00	559.845,00	559.845,00
INTEM	486.000,00	486.000,00	64.800,00	32.400,00	32.400,00
TUDDF	2.500.000,00	1.500.000,00	1.000.000,00	600.000,00	250.000,00
ASELS	2.178.000,00	1.452.000,00	968.000,00	484.000,00	220.000,00
NETAS	1.247.400,00	1.247.400,00	1.247.400,00	1.247.400,00	252.000,00
RAKSE	259.200,00	259.200,00	259.200,00	259.200,00	144.000,00
ALCTL	2.000.000,00	1.000.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00
BAGFS	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00
HEKTS	1.577.600,00	928.000,00	453.000,00	240.000,00	85.000,00
MARET	210.000,00	210.000,00	105.000,00	105.000,00	52.500,00
PNET	1.050.000,00	1.050.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00
KARTN	2.025.000,00	1.620.000,00	540.000,00	270.000,00	108.000,00
KAVOR	2.340.000,00	2.340.000,00	156.000,00	62.400,00	62.400,00
KLBMO	400.000,00	200.000,00	100.000,00	50.000,00	16.000,00
OLMKS	1.270.500,00	1.270.500,00	254.100,00	254.100,00	77.000,00
ANACM	3.085.000,00	969.000,00	294.208,00	137.160,00	108.000,00
TRKCM	10.630.000,00	7.800.000,00	2.931.216,00	1.221.340,00	773.000,00
EREGL	6.336.000,00	6.336.000,00	6.336.000,00	6.336.000,00	2.304.000,00
IZMDC	8.300.000,00	8.300.000,00	3.684.366,00	1.939.140,00	1.346.625,00
MAKTK	2.669.640,00	821.428,00	746.753,00	248.918,00	76.590,00
SABAH	4.933.500,00	2.990.000,00	2.990.000,00	1.150.000,00	500.000,00
AYGAZ	2.500.000,00	2.500.000,00	1.500.000,00	540.000,00	540.000,00
PETKM	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00	3.000.000,00
PTOFS	7.000.000,00	2.520.000,00	2.520.000,00	2.520.000,00	504.000,00
TUPRS	29.900.800,00	4.672.000,00	4.672.000,00	1.868.800,00	1.868.800,00
TURCS	5.000.000,00	2.030.028,00	520.520,00	520.520,00	400.400,00
ECILC	3.045.600,00	3.045.600,00	1.522.800,00	846.000,00	360.000,00
MIGRS	945.000,00	540.000,00	360.000,00	100.000,00	20.000,00
AKALT	1.572.951,00	898.829,00	599.219,00	260.530,00	168.084,00
SIFAS	1.500.000,00	750.000,00	500.000,00	250.000,00	150.000,00
KOYTS	1.000.000,00	138.173,00	138.173,00	46.058,00	15.353,00
BRISA	7.441.875,00	1.063.125,00	1.063.125,00	1.063.125,00	151.875,00
GOODY	534.125,00	534.125,00	534.125,00	360.992,00	123.604,00
KORDS	2.126.250,00	425.250,00	425.250,00	212.625,00	212.625,00
MMART	2.000.000,00	800.000,00	400.000,00	120.000,00	60.000,00
NTTUR	1.103.200,00	275.800,00	275.800,00	78.800,00	78.800,00
THYAO	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00	5.500.000,00	2.500.000,00
UCAK	50.000,00	50.000,00	50.000,00	20.000,00	20.000,00
AKTAS	1.000.000,00	250.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00
CUKEL	500.000,00	500.000,00	500.000,00	500.000,00	450.000,00
KEPEZ	120.000,00	120.000,00	120.000,00	120.000,00	100.000,00

NET DÖNEM KARI/(ZARARI)

HISSE	NETDÖNEMKARI(ZARARI) 1997 / 12	NETDÖNEMKARI(ZARARI) 1996 / 12	NETDÖNEMKARI(ZARARI) 1995 / 12	NETDÖNEMKARI(ZARARI) 1994 / 12	NETDÖNEMKARI(ZARARI) 1993 / 12
OTOSN	26.749.881,00	9.532.194,00	2.607.218,00	397.840,00	743.845,00
TOASO	13.434.895,00	4.578.958,00	3.223.830,00	5.986.281,00	3.706.484,00
EGBRA	1.597.349,00	1.021.094,00	1.217.144,00	1.149.526,00	383.386,00
ERCYS	765.893,00	2.741.725,00	1.812.408,00	812.023,00	184.899,00
ADANA	2.992.296,00	1.120.904,00	730.420,00	847.313,00	283.396,00
BOLUC	2.343.031,00	1.222.117,00	554.630,00	201.300,00	52.219,00
MRDIN	1.329.403,00	385.145,00	415.611,00	301.560,00	145.919,00
MRSHL	2.067.426,00	1.103.582,00	328.128,00	275.494,00	95.732,00
KUTPO	493.904,00	8.240,00	134.417,00	151.110,00	53.843,00
ARCLK	18.401.661,00	8.705.597,00	3.010.177,00	1.107.368,00	1.118.954,00
BEKO	4.039.850,00	2.939.455,00	951.334,00	215.979,00	421.441,00
PEGPR	2.939.537,00	1.093.152,00	653.885,00	84.554,00	162.508,00
VESTL	7.610.940,00	2.078.709,00	305.293,00	(67.349,00)	33.241,00
INTEM	133.591,00	85.551,00	62.005,00	24.292,00	8.270,00
TUDDF	2.148.231,00	968.314,00	371.859,00	55.742,00	284.596,00
ASELS	2.300.575,00	1.350.967,00	582.868,00	298.601,00	149.400,00
NETAS	6.329.935,00	4.081.884,00	3.320.644,00	2.524.283,00	605.869,00
RAKSE	1.721.284,00	1.268.854,00	889.423,00	232.814,00	120.346,00
ALCTL	5.613.207,00	1.705.621,00	554.743,00	(44.929,00)	(5.653,00)
BAGFS	2.694.148,00	667.192,00	300.947,00	445.728,00	192.442,00
HEKTS	788.164,00	790.278,00	499.190,00	14.610,00	17.693,00
MARET	240.017,00	237.006,00	174.306,00	49.475,00	18.435,00
PNET	831.784,00	321.750,00	137.138,00	63.968,00	33.399,20
KARTN	4.004.058,00	2.739.522,00	2.030.810,00	673.241,00	186.437,00
KAVOR	385.684,00	733.144,00	151.776,00	148.850,00	1.400,00
KLBMÖ	382.702,00	242.707,00	96.987,00	70.857,00	38.232,00
OLMKS	607.905,00	26.058,00	587.737,00	225.547,00	3.650,00
ANACM	19.951,00	328.300,00	147.990,00	161.647,00	44.731,00
TRKCM	2.596.125,00	1.842.568,00	3.725.932,00	1.012.180,00	376.009,00
EREGL	436.225,00	6.109.443,00	8.786.278,00	2.234.869,00	421.849,00
IZMDC	638.191,00	247.950,00	54.452,00	280.445,00	111.169,00
MAKTK	514.997,00	242.291,00	50.016,00	18.734,00	5.779,00
SABAH	1.391.606,00	886.709,00	703.577,00	104.564,00	161.198,00
AYGAZ	4.599.448,00	3.671.292,00	1.373.717,00	449.106,00	231.000,00
PETKM	33.926.264,00	24.446.950,00	22.728.801,00	3.922.774,00	(1.412.424,00)
PTOFS	21.744.401,00	10.575.635,00	4.027.689,00	2.924.574,00	1.171.665,00
TUPRS	(29.084.642,00)	(18.972.047,00)	(4.997.644,00)	(3.999.691,00)	528.341,00
TURCS	2.745.676,00	2.533.976,00	1.025.998,00	403.132,00	231.202,00
ECILC	1.601.308,00	1.097.469,00	525.288,00	30.972,00	92.320,00
MIGRS	4.432.806,00	1.345.346,00	716.101,00	395.144,00	82.728,00
AKALT	1.477.502,00	1.710.897,00	511.013,00	407.072,00	221.279,00
SIFAS	559.762,00	139.729,00	307.418,00	140.982,00	9.067,00
KOYTS	845.104,00	310.025,00	30.656,00	8.522,00	6.718,00
BRISA	11.910.227,00	6.829.680,00	2.469.222,00	750.626,00	197.251,00
GOODY	5.277.081,00	3.722.772,00	1.855.422,00	795.566,00	271.504,00
KORDS	4.690.334,00	2.888.202,00	1.259.441,00	436.633,00	69.889,00
MMART	533.237,00	187.652,00	69.807,00	18.407,00	7.086,00
NTTUR	1.657.917,00	1.109.266,00	572.796,00	103.496,00	101.003,00
THYAO	0,00	4.357.564,00	366.190,00	(2.188.460,00)	(1.317.589,00)
UCAK	5.099.099,00	2.582.436,00	985.104,00	1.100.131,00	145.166,00
AKTAS	5.026.515,00	3.231.885,00	929.662,00	(110.453,00)	58.908,00
CUKEL	12.957.796,00	5.446.640,00	538.409,00	8.736,00	590.165,00
KEPEZ	4.137.552,00	1.317.655,00	542.894,00	(96.773,00)	116.295,00

ÖDENECEK VERGİ

HISSE	Ödenecek Vergiye Ya s. Yük. (-) 1997 / 12	Ödenecek Vergiye Ya s. Yük. (-) 1996 / 12	Ödenecek Vergiye Ya s. Yük. (-) 1995 / 12	Ödenecek Vergiye Ya s. Yük. (-) 1994 / 12	Ödenecek Vergiye Ya s. Yük. (-) 1993 / 12
OTOSN	(11.741.965,00)	(4.631.580,00)	(1.331.072,00)	(119.467,00)	(372.337,00)
TOASO	(1.770.129,00)	(2.401.142,00)	(1.478.382,00)	(1.835.717,00)	(1.356.059,00)
EGBRA	(632.650,00)	(120.583,00)	(166.500,00)	(270.281,00)	(158.626,00)
ERCYS	(285.531,00)	(1.516.172,00)	(963.319,00)	(318.107,00)	(121.149,00)
ADANA	(375.181,00)	(130.776,00)	(273.750,00)	(253.051,00)	(115.479,00)
BOLUC	(1.077.012,00)	(622.913,00)	(302.241,00)	(110.100,00)	(31.547,00)
MRDIN	(509.806,00)	(166.264,00)	(119.398,00)	(110.405,00)	(34.788,00)
MRSHL	(1.578.096,00)	(718.788,00)	(254.523,00)	(186.307,00)	(108.949,00)
KUTPO	(106.320,00)	(15.486,00)	(32.508,00)	(60.399,00)	(29.581,00)
ARCLK	(4.885.425,00)	(2.120.540,00)	(1.261.952,00)	(249.012,00)	(315.672,00)
BEKO	(1.508.985,00)	(1.155.335,00)	(607.001,00)	(89.358,00)	(145.234,00)
PEGPR	(1.667.645,00)	(758.757,00)	(414.765,00)	(47.760,00)	(46.515,00)
VESTL	(1.789.747,00)	(872.816,00)	(283.466,00)	0,00	(17.507,00)
INTEM	(199.550,00)	(43.442,00)	(52.235,00)	(17.577,00)	(8.703,00)
TUDDF	(792.985,00)	(751.890,00)	(291.307,00)	(50.022,00)	(193.390,00)
ASELS	(1.349.887,00)	(1.255.323,00)	(482.450,00)	(134.728,00)	(40.826,00)
NETAS	(4.270.817,00)	(2.485.683,00)	(1.873.375,00)	(1.412.999,00)	(561.114,00)
RAKSE	(1.090.298,00)	(666.682,00)	(89.757,00)	(102.595,00)	(17.345,00)
ALCTL	(2.827.769,00)	(752.507,00)	(215.502,00)	(184.945,00)	(285.281,00)
BAGFS	(799.078,00)	(93.441,00)	(208.622,00)	(197.379,00)	(128.559,00)
HEKTS	(316.462,00)	(425.484,00)	(318.475,00)	(14.520,00)	(10.124,00)
MARET	(190.040,00)	(160.656,00)	(115.873,00)	(34.413,00)	(15.071,00)
PNET	(107.772,00)	(233.396,00)	(41.010,00)	(26.669,00)	(32.001,00)
KARTN	(2.058.422,00)	(1.033.808,00)	(825.738,00)	(221.220,00)	(115.764,00)
KAVOR	(244.270,00)	(494.453,00)	(107.482,00)	(70.417,00)	(943,00)
KLBMO	(201.194,00)	(150.327,00)	(90.517,00)	(38.916,00)	(26.285,00)
OLMKS	(96.699,00)	(6.111,00)	(183.712,00)	(115.414,00)	(2.250,00)
ANACM	(51.445,00)	(62.547,00)	(89.439,00)	(54.986,00)	(47.427,00)
TRKCM	(464.535,00)	(292.202,00)	(503.308,00)	(376.625,00)	(77.226,00)
EREGL	(607.288,00)	(1.097.690,00)	(1.539.748,00)	(795.537,00)	(175.594,00)
IZMDC	(185.980,00)	(46.340,00)	(87.920,00)	(100.150,00)	(16.094,00)
MAKTK	(285.774,00)	(122.595,00)	(34.810,00)	(14.754,00)	(1.150,00)
SABAH	(807.483,00)	(227.484,00)	(244.322,00)	(44.884,00)	(21.302,00)
AYGAZ	(1.870.394,00)	(1.163.048,00)	(847.930,00)	(237.341,00)	(170.460,00)
PETKM	(26.352.713,00)	(19.875.501,00)	(13.365.035,00)	(1.135.078,00)	(430,00)
PTOFS	(20.331.069,00)	(9.240.637,00)	(4.576.719,00)	(2.848.831,00)	(1.318.230,00)
TUPRS	0,00	0,00	0,00	0,00	(336.114,00)
TURCS	(1.722.110,00)	(1.697.139,00)	(600.545,00)	(270.075,00)	(198.091,00)
ECILC	(815.640,00)	(628.991,00)	(305.572,00)	0,00	(8.611,00)
MIGRS	(724.271,00)	(297.982,00)	(352.966,00)	(156.290,00)	(46.900,00)
AKALT	(728.689,00)	(336.135,00)	(325.247,00)	(139.700,00)	(36.702,00)
SIFAS	(455.872,00)	(265.078,00)	(227.110,00)	(62.679,00)	(4.277,00)
KOYTS	(194.042,00)	(78.019,00)	(28.479,00)	(12.618,00)	(8.945,00)
BRISA	(5.798.045,00)	(3.916.330,00)	(1.487.762,00)	(316.668,00)	(33.331,00)
GOODY	(3.097.479,00)	(2.023.123,00)	(1.384.815,00)	(526.447,00)	(239.672,00)
KORDS	(2.265.997,00)	(1.502.478,00)	(616.375,00)	(263.761,00)	(35.243,00)
MMART	(69.744,00)	(24.886,00)	(40.102,00)	(10.264,00)	(965,00)
NTTUR	(194.846,00)	(78.040,00)	(25.537,00)	(31.574,00)	(29.458,00)
THYAO	0,00	(3.133.767,00)	0,00	0,00	(714,00)
UCAK	(3.274.604,00)	(1.617.999,00)	(672.856,00)	(508.632,00)	(159.132,00)
AKTAS	(2.503.033,00)	(1.628.809,00)	(480.418,00)	0,00	(44.848,00)
CUKEL	(1.914.652,00)	(1.571.847,00)	(759.883,00)	(413.416,00)	(114.978,00)
KEPEZ	(2.399.060,00)	(749.457,00)	(468.814,00)	0,00	(18.722,00)

AMORTİSMAN

HISSE	Amortisman 1997 / 12	Amortisman 1996 / 12	Amortisman 1995 / 12	Amortisman 1994 / 12	Amortisman 1993 / 12
OTOSN	(3.654.286,00)	(1.519.908,50)	(947.750,00)	(429.582,50)	(193.473,00)
TOASO	(11.232.186,00)	(6.423.472,50)	(3.657.022,50)	(2.140.773,00)	(903.559,50)
EGBRA	(2.110.689,00)	(1.424.400,00)	(872.620,00)	(285.024,00)	(119.415,00)
ERCYS	(578.534,50)	(698.436,00)	(585.982,50)	(263.844,50)	(104.918,00)
ADANA	(2.784.292,00)	(1.091.864,50)	(763.837,50)	(248.089,00)	(77.637,00)
BOLUC	(1.184.825,00)	(737.897,00)	(569.449,00)	(242.893,50)	(77.841,50)
MRDIN	(339.483,00)	(178.943,00)	(103.251,50)	(52.434,50)	(19.335,00)
MRSHL	(880.937,00)	(722.998,00)	(431.360,50)	(198.520,00)	(71.523,50)
KUTPO	(1.024.295,00)	(710.337,00)	(334.816,00)	(127.851,00)	(41.300,00)
ARCLK	(10.538.699,00)	(4.544.890,00)	(2.340.926,50)	(1.131.331,00)	(445.245,00)
BEKO	(1.532.355,00)	(691.290,50)	(615.601,00)	(444.969,50)	(193.336,00)
PEGPR	(1.112.893,00)	(653.439,50)	(579.841,50)	(344.795,00)	(171.663,50)
VESTL	(541.503,00)	(259.598,00)	(128.961,00)	(69.144,50)	(45.125,00)
INTEM	(29.504,50)	(11.096,00)	(7.484,50)	(2.689,50)	(1.039,50)
TUDDF	(1.191.039,00)	(735.237,50)	(573.142,50)	(309.504,50)	(90.339,00)
ASELS	(1.060.326,00)	(793.476,50)	(390.052,00)	(139.408,00)	(42.361,00)
NETAS	(2.123.829,00)	(705.877,50)	(473.971,50)	(173.086,00)	(58.611,50)
RAKSE	(875.812,00)	(425.159,50)	(188.102,50)	(54.316,50)	(54.075,00)
ALCTL	(1.572.785,00)	(379.591,00)	(267.210,50)	(106.552,50)	(57.632,00)
BAGFS	(954.337,00)	(552.946,50)	(260.158,00)	(66.879,00)	(74.868,50)
HEKTS	(11.641,50)	(42.413,50)	(39.064,00)	(19.338,00)	(7.404,00)
MARET	(287.317,00)	(166.950,00)	(87.427,50)	(160.471,50)	(52.515,50)
PNET	(757.794,00)	(428.604,00)	(277.549,00)	(103.847,00)	(31.296,00)
KARTN	(1.104.108,00)	(619.098,50)	(937.316,50)	(399.267,50)	(132.840,50)
KAVOR	(19.559,00)	(262.672,00)	(184.542,50)	(76.794,50)	(25.138,00)
KLBO	(199.342,00)	(82.529,50)	(42.215,00)	(19.444,00)	(9.081,50)
OLMKS	(355.871,00)	(522.666,00)	(331.816,00)	(91.462,00)	(35.207,00)
ANACM	(1.539.955,00)	(228.025,00)	(132.706,50)	(56.660,50)	(27.602,50)
TRKCM	(6.652.268,00)	(3.524.743,50)	(1.129.855,50)	(547.576,50)	(211.349,00)
EREGL	(15.548.159,00)	(7.804.153,50)	(5.074.229,50)	(1.898.043,00)	(605.166,50)
IZMDC	(1.640.950,00)	(2.233.851,50)	(1.114.807,50)	(718.195,00)	(265.614,50)
MAKTK	(821.014,00)	(50.161,00)	(21.325,00)	(6.483,00)	(4.079,00)
SABAH	(1.450.602,00)	(355.551,50)	(498.197,00)	(171.732,00)	(39.686,50)
AYGAZ	(3.256.171,00)	(2.284.809,50)	(1.137.416,50)	(834.506,50)	(331.475,00)
PETKM	(11.651.467,00)	(14.293.503,00)	(8.644.829,50)	(4.089.856,50)	(1.394.724,50)
PTOFS	(784.917,00)	(377.415,00)	(332.067,50)	(176.328,50)	(86.449,00)
TUPRS	(15.508.516,00)	(10.150.788,00)	(9.454.605,00)	(4.380.169,50)	(1.389.561,50)
TURCS	(421.402,00)	(92.868,00)	(354.029,50)	(151.732,00)	(50.023,00)
ECILC	(305.075,00)	(619.768,00)	(387.025,50)	(233.122,00)	(79.049,50)
MIGRS	(2.253.666,00)	(694.052,50)	(331.344,50)	(126.107,50)	(45.329,00)
AKALT	(1.454.898,00)	(1.075.468,00)	(434.147,50)	(184.488,50)	(67.218,50)
SIFAS	(278.370,00)	(66.336,50)	(181.648,50)	(66.651,50)	(33.650,00)
KOYTS	(133.384,00)	(49.831,00)	(31.436,50)	(11.568,50)	(5.232,00)
BRISA	(3.029.888,00)	(1.521.814,50)	(870.596,50)	(425.985,50)	(145.567,50)
GOODY	(1.445.806,00)	(742.454,00)	(449.762,50)	(150.633,00)	(72.832,00)
KORDS	(535.604,00)	(286.295,50)	(422.939,50)	(217.567,00)	(90.290,50)
MMART	(87.164,00)	(49.164,50)	(34.499,50)	(16.424,50)	(8.178,00)
NTTUR	(138.789,00)	(60.837,50)	(35.436,50)	(5.539,50)	(3.545,00)
THYAO	(11.158.341,00)	(11.544.268,50)	(7.862.507,00)	(3.416.834,50)	(1.214.599,00)
UCAK	(216.758,00)	(98.888,00)	(56.133,00)	(22.118,50)	(48.354,00)
AKTAS	(277.890.164,00)	(5.928,00)	(3.483,50)	(3.328,00)	(4.300,50)
CUKEL	(167.906,00)	(59.383,00)	(56.487,00)	(44.044,50)	(56.463,50)
KEPEZ	(99.433,00)	(38.218,00)	(23.370,00)	(25.676,50)	(29.487,00)

GD

HISSE	GD 1997	GD 1996	GD 1995	GD 1994	GD 1993
OTOSN	257.609.883	31.739.439	8.538.028	8.851.790	3.645.263
TOASO	208.142.442	25.856.527	50.269.959	39.352.433	19.205.605
EGBRA	149.237.472	42.852.440	22.939.567	10.638.031	3.941.486
ERCYS	144.868.822	35.742.987	11.415.126	2.734.667	2.142.912
ADANA	86.946.567	13.795.434	6.761.452	2.296.149	1.465.262
BOLUC	23.472.415	6.052.783	3.891.550	1.122.869	596.305
MRDIN	10.906.430	3.487.060	1.517.305	500.580	379.628
MRSHL	26.759.216	4.691.177	2.632.097	1.039.448	743.575
KUTPO	11.026.746	3.425.521	2.165.866	380.861	260.002
ARCLK	358.685.360	57.867.232	32.667.544	22.258.409	6.903.658
BEKO	66.287.673	16.872.651	7.379.614	5.462.479	2.547.779
PEGPR	79.937.061	21.371.361	9.619.946	5.137.009	1.752.343
VESTL	189.818.222	19.705.005	8.619.689	3.318.726	1.640.963
INTEM	8.327.652	2.311.433	919.582	232.838	111.674
TUDDF	40.393.710	12.429.653	6.209.783	5.190.288	2.975.162
ASELS	47.250.378	15.639.122	6.728.835	3.933.333	2.096.590
NETAS	121.478.213	34.369.467	13.625.297	4.994.871	3.693.402
RAKSE	35.713.090	12.904.648	6.755.136	2.399.444	1.067.106
ALCTL	79.251.232	10.456.377	3.942.405	4.797.570	3.992.068
BAGFS	51.132.307	2.623.320	1.320.422	549.078	302.023
HEKTS	8.494.905	4.245.262	1.065.656	452.627	310.192
MARET	5.061.369	2.842.825	1.178.257	404.028	225.376
PNET	12.369.551	3.203.687	1.916.036	888.392	219.302
KARTN	32.708.875	11.697.100	2.414.933	900.169	234.840
KAVOR	11.115.815	3.785.830	2.014.331	483.131	284.988
KLBM0	6.206.479	1.556.544	742.484	407.991	119.005
OLMKS	16.340.625	5.706.308	3.308.571	641.534	457.686
ANACM	24.401.115	9.178.439	2.360.263	880.427	240.545
TRKCM	159.451.487	38.843.250	13.822.452	5.804.247	1.236.682
EREGL	404.331.589	138.068.613	70.315.426	32.078.779	7.897.515
IZMDC	21.424.991	9.262.747	7.742.375	4.676.683	945.615
MAKTK	8.756.592	4.082.048	2.540.675	2.835.628	484.449
SABAH	33.448.400	14.956.017	10.229.069	4.705.934	1.968.139
AYGAZ	98.681.487	20.217.565	5.524.553	3.877.581	2.282.054
PETKM	477.329.914	110.672.353	43.505.250	5.207.758	5.154.562
PTOFS	459.761.984	60.687.174	35.781.103	11.544.442	4.264.453
TUPRS	1.154.087.733	196.128.601	90.595.024	32.660.041	9.477.059
TURCS	33.466.416	19.143.563	12.298.434	5.232.897	6.700.511
ECILC	55.500.324	13.525.320	7.208.915	5.779.102	2.930.799
MIGRS	261.498.881	32.012.642	11.987.960	4.559.817	1.354.237
AKALT	17.282.626	8.084.524	3.655.034	2.278.306	914.556
SIFAS	16.731.662	8.562.650	4.542.612	1.084.428	545.413
KOYTS	13.203.113	1.890.337	1.042.192	252.947	239.060
BRISA	114.572.242	21.452.808	8.817.325	2.934.394	1.626.289
GOODY	81.509.361	16.199.974	7.886.808	4.336.317	1.406.236
KORDS	75.210.271	13.501.972	4.755.018	2.163.428	855.916
MMART	9.384.013	2.799.771	1.296.225	233.197	119.930
NTTUR	27.886.325	13.754.389	3.872.633	1.902.603	764.575
THYAO	177.500.000	81.422.009	36.181.399	18.501.672	8.176.658
UCAK	37.625.506	3.282.697	3.163.834	703.299	405.263
AKTAS	164.865.785	12.139.631	2.346.849	2.216.516	1.183.743
CUKEL	403.490.278	35.974.522	18.035.704	13.034.753	5.080.533
KEPEZ	86.435.460	4.623.163	928.955	1.471.154	1.007.086

FVAÖK

HISSE	FVAÖK 1997	FVAÖK 1996	FVAÖK 1995	FVAÖK 1994	FVAÖK 1993
OTOSN	42.165.615	15.693.595	4.891.739	970.209	1.310.510
TOASO	28.698.032	15.629.497	9.715.805	9.968.918	5.967.224
EGBRA	7.855.929	4.127.054	2.299.355	1.708.203	661.593
ERCYS	7.194.902	6.466.475	3.373.037	1.396.938	411.838
ADANA	6.591.433	2.409.449	1.800.267	1.368.543	479.908
BOLUC	4.780.207	2.612.079	1.461.754	641.682	172.648
MRDIN	2.340.196	785.381	641.933	468.245	201.068
MRSHL	5.661.357	2.804.648	1.113.754	778.341	306.580
KUTPO	2.376.691	968.740	524.018	347.736	141.043
ARCLK	43.333.443	18.721.577	8.868.015	5.283.093	2.121.177
BEKO	9.974.667	7.139.599	2.938.555	1.418.223	1.002.062
PEGPR	14.832.951	7.074.365	3.794.641	2.036.040	1.034.355
VESTL	21.218.566	5.957.737	1.627.201	921.386	439.241
INTEM	1.339.051	140.089	121.725	44.559	18.013
TUDDF	7.027.787	3.834.919	2.063.313	983.754	704.353
ASELS	9.243.206	4.654.616	2.008.360	1.038.846	354.331
NETAS	13.758.518	7.652.919	5.950.918	6.032.958	1.969.013
RAKSE	8.929.992	5.239.650	1.951.599	1.020.500	352.244
ALCTL	11.533.205	3.510.513	1.377.318	4.098.341	1.557.068
BAGFS	6.108.119	1.951.514	1.121.409	970.565	409.948
HEKTS	1.288.175	1.271.445	859.112	137.489	42.961
MARET	822.106	567.483	385.715	244.459	86.391
PNET	2.804.138	1.551.400	756.649	359.715	129.750
KARTN	7.356.127	4.414.149	3.812.417	1.314.143	447.310
KAVOR	650.960	1.579.535	544.569	340.026	73.305
KLBMO	1.029.901	528.871	249.862	154.260	94.778
OLMKS	1.529.047	1.116.906	1.237.235	646.329	119.499
ANACM	2.176.080	1.195.389	416.067	322.446	151.616
TRKCM	13.659.541	7.130.247	5.932.216	2.263.234	818.726
EREGL	71.882.090	26.547.763	19.744.846	7.749.654	1.841.720
IZMDC	5.361.835	3.686.195	2.397.300	2.090.270	652.046
MAKTK	2.432.659	761.861	206.095	171.811	69.888
SABAH	8.018.699	2.775.793	2.232.339	1.225.096	370.612
AYGAZ	9.729.061	7.151.291	3.360.263	1.523.715	743.564
PETKM	72.475.750	59.095.365	45.504.173	13.208.069	1.064.455
PTOFS	42.860.387	20.193.687	8.936.476	5.949.974	2.579.606
TUPRS	(8.361.794)	(7.536.842)	6.066.705	2.611.135	2.544.096
TURCS	5.687.611	4.389.046	2.007.394	1.260.211	606.572
ECILC	7.294.136	3.781.323	2.051.642	1.835.600	690.364
MIGRS	7.479.783	2.337.381	1.400.412	677.542	174.957
AKALT	3.966.184	3.407.322	1.623.910	787.267	346.559
SIFAS	5.878.785	2.895.855	1.677.348	629.732	88.937
KOYTS	1.469.454	492.539	103.119	36.305	20.967
BRISA	21.160.078	12.301.822	4.884.782	1.878.044	657.481
GOODY	11.337.142	6.633.327	3.746.167	1.516.393	603.662
KORDS	13.584.545	5.275.961	2.688.056	1.606.314	401.900
MMART	1.148.150	634.307	245.236	76.536	23.422
NTTUR	7.516.290	3.630.922	1.778.891	1.224.000	444.177
THYAO	11.158.341	21.491.896	10.595.478	5.104.757	891.404
UCAK	8.590.461	4.299.323	1.714.093	1.630.882	353.279
AKTAS	285.444.125	4.880.317	1.467.325	(106.933)	108.057
CUKEL	22.401.561	11.226.693	3.969.598	3.600.725	1.612.639
KEPEZ	8.635.833	3.220.942	1.605.941	611.115	193.862

ÖZGEÇMİŞ

Atilla Onur, 1973 yılı Mayıs ayında İzmit'te doğmuştur. Liseyi 1990 yılında İzmit Lisesi'nde tamamladıktan sonra yüksek öğrenimine İstanbul Teknik Üniversitesi Makina Fakültesi Makina Mühendisliği Bölümünde başlayan tez sahibi 1994 yılında 3,66 not ortalamasıyla mezun olmuştur. Aynı yıl İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans eğitime başlayan Onur, tez çalışmalarını sürdürürken, aynı zamanda Koç Menkul Değerler A.Ş.'i Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Bölümünde uzman olarak görev yapmaktadır.