

# BORSADA İŞLEM GÖREN MALİ SEKTÖR DIŞI ŞİRKETLERİN REEL GETİRİ ANALİZİ – 8

## ÇALIŞMANIN GEÇMİŞ YILLARDAKİ VERSİYONLARI VE YAYINLANMA TARİHLERİ

<i>BORSADA İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN REEL GETİRİ ANALİZİ</i>	-7-	04/08/2015
<i>BORSADA İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN REEL GETİRİ ANALİZİ</i>	-6-	04/07/2014
<i>BORSADA İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN REEL GETİRİ ANALİZİ</i>	-5-	05/06/2013
<i>BORSADA İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN REEL GETİRİ ANALİZİ</i>	-4-	09/11/2012
<i>İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER İÇİN REEL GETİRİ ANALİZİ</i>	-3-	15/08/2011
<i>İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HALKA ARZLARINDAN İTİBAREN BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI VE TEMETTÜ VERİMLİLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ</i>	-2-	03/08/2010
<i>HALKA ARZLARINDAN İTİBAREN ŞİRKETLERİN BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI VE TEMETTÜ VERİMLİLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ</i>	-1-	22/06/2009



Bizim Menkul Değerler A.Ő.

Bizim Menkul Değerler A.Ő.

28/07/2016

İnönü Cad. Kanarya Sok.  
No:25 Kat: 4 – 5  
Yenisahra / ATAŞEHİR  
Tel:0216 547 13 00

Hazırlayan: İlker Őahin

Bizim Menkul Değerler A.Ő.  
Kurumsal Finansman  
+90 (216) 547 13 00

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim Şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ.....	- 2 -
II. NAKİT GİRİŞ VE ÇIKIŞLARI.....	- 2 -
III. HİSSE SENETLERİNİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PAZARA GÖRE DAĞILIMI.....	- 3 -
IV. YATIRIMCISINA KAZANDIRAN MALİ SEKTÖR DIŞI ŞİRKETLER .....	- 5 -
V.YATIRIMCISINA KAYBETTİREN SANAYİ ŞİRKETLERİ .....	- 7 -
VI. PİYASA DEĞERİ DEĞİŞİMİ GETİRİSİ VE NAKİT GİRİŞ-ÇIKIŞ GETİRİSİNİN KARŞILAŞTIRILMASI .....	- 7 -
VII.2016 YILINDAKİ NAKİT GİRİŞ-ÇIKIŞLARI .....	- 8 -
VIII. BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI VE TEMETTÜ DAĞITIMLARININ REEL GETİRİYE ETKİLERİ.....	- 9 -
IX. ŞİRKETLERİN BİLEŞİK GETİRİLERİNİN ALTIN GETİRİSİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI .....	- 10 -
X. SONUÇ.....	- 10 -
XI. DEĞERLENDİRME.....	- 11 -
XII. HESAPLAMA METODOLOJİSİ VE TANIMLAR .....	- 12 -
XIII. İSTATİSTİKİ VERİLER .....	- 17 -
XIV. DİPNOTLAR.....	- 18 -

## I. GİRİŞ

22 Haziran 2009 tarihinden itibaren düzenli olarak yaptığımız ve her yıl güncellenen bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören mali sektör dışı 242 şirketin halka arzından bu yana yatırımcısına reel olarak dolar bazlı nasıl bir getiri sağladığı gösterilmeye çalışılmıştır. Bilindiği gibi halka açık bir şirketin borsada işlem gören hisse senedi, cari piyasa değeri artışı ve temettü ödemeleriyle yatırımcısına değer sağlarken, cari piyasa değeri azalışı ile yatırımcılarına değer kaybettirebilir. Bunun yanında bedelli sermaye artırımlarıyla yatırımcısından ilave nakit çıkışına da neden olabilir. Bir yatırımcı, halka arzdan aldığı bir hisse senedi için halka arz satış bedelini öderken, ilerleyen tarihlerdeki bedelli sermaye artışlarında da şirkete ödeme yapmak durumundadır. Diğer taraftan, hisse senedinin temettü dağıtması veya hisse senedinin satışı durumunda yatırımcı gelir elde edecektir.

Bu çalışmada, 242 adet mali sektör dışı hisse senedinin halka arzından satın alınarak bugüne kadar elde tutulması, tüm bedelli sermaye artırımlarına katılınması ve nakit temettülerin de alınarak ilgili yıllardaki libor oranı ile 30.06.2016 tarihine getirilmesi varsayımı ile yatırımcıların getirileri hesaplanmaya çalışılmıştır. Şirket bütünlüğü baz alınarak, bütün halka arz, bedelli sermaye artırımları ve temettülerin ilgili dönem Amerikan Doları'na çevrilmesi; ilgili dönemlerin LIBOR oranı kullanılarak bütün değerlerin bugüne dolar bazında getirilmesi çalışmanın ana metodolojisini oluşturmuştur. Çalışmamızın amacı, halka arz yoluyla geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşan şirketlerin sermaye piyasalarından nasıl faydalandığı ve yatırımcılarına reel olarak bir getiri sağlayıp sağlamadıklarını analiz etmektir.

## II. NAKİT GİRİŞ VE ÇIKIŞLARI

TABLO 1A: İncelenen Şirketlerin Kümülatif Verileri (2016)	
Kümülatif Veriler (Bugünkü Değer) (\$)	30.06.2016
Şirket Sayısı (adet)	242
Halka Arz Piyasa Değerleri	92.752.293.956
Bedelli Sermaye Artışlarından Nakit Girişleri	14.564.915.942
Dağıtılan Temettü Ödemeleri Sebebiyle Nakit Çıkışları	53.774.310.148
Cari Piyasa Değerleri	101.477.372.790
Yatırımcıya Maliyet (Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli Sermaye Artışı)	107.317.209.898
Yatırımcıya Gelir (Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleri)	155.251.682.938
Yatırımcının Cari Karı (+) / Zararı (-)	47.934.473.041
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	16,8
Halka Arzdan Bu Yana Ortalama Yıllık Reel Getiri (%)	2,23%

Kaynak: Finnet, BMD

TABLO 1A çalışmamızda yer verilen 242 mali sektör dışı şirketin kümülatif verileri gösterilmektedir. Buna göre, çalışmamıza konu olan 242 şirketin her birinin halka arzına ve sonrasında yapmış olduğu bedelli sermaye artırımlarına katılan ve dağıtılmış olan temettüleri dolar bazında libor oranıyla değerlendiren bir yatırımcının portföyünün ortalama yıllık bileşik reel getirisi,

**Yatırımcının geliri** (cari piyasa değeri + temettü ödemeleri) = 155,3 milyar \$

**yatırımcının maliyeti** (halka arz değeri + bedelli sermaye artırımları) = 107,3 milyar \$

olması sebebiyle %2,23 hesaplanmaktadır. Raporda esas alınan tüm rakamlar dolar bazında libor faizi ile bugüne getirilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.

TABLO 1B: 2012-2016 Arasında İncelenen Şirketlerin Kümülatif Verileri					
Kümülatif Veriler (Bugünkü Değer) (\$)	2012	2013	2014	2015	2016
Şirket Sayısı (adet)	218	226	234	227	242
Halka Arz Piyasa Değerleri	85.256.155.561	85.622.361.634	91.644.051.713	91.235.077.780	92.752.293.956
Bedelli Sermaye Artışlarından Nakit Girişleri	6.948.554.869	7.967.425.495	8.765.091.768	8.642.410.482	14.564.915.942
Dağıtılan Temettü Ödemeleri Sebebiyle Nakit Çıkışları	38.998.051.069	45.817.140.322	52.418.836.614	56.788.898.925	53.774.310.148
Cari Piyasa Değerleri	112.763.807.442	135.364.295.905	124.089.509.971	114.660.163.057	101.477.372.790
Yatırımcıya Maliyet (Halka arz PD + Bedelli Sermaye Artışı)	92.204.710.430	93.589.787.129	100.409.143.481	99.877.488.261	107.317.209.898
Yatırımcıya Gelir (Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleri)	151.761.858.511	181.181.436.227	176.508.346.585	171.449.061.982	155.251.682.938
Yatırımcının Cari Karı (+) / Zararı (-)	59.557.148.081	87.591.649.098	76.099.203.104	71.571.573.720	47.934.473.041
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	15,4	15,0	16,1	15,4	16,8
Halka Arzdan Bu Yana Ortalama Yıllık Reel Getiri (%)	3,28%	4,52%	3,56%	3,57%	2,23%

**Çalışmamıza göre mali sektör dışı şirketlerin halka arzlarından bugüne toplam getirisi 30.06.2016 itibarıyla pozitif %44,7 ve dolar bazlı libor faizi eklenmiş yıllık ortalama bileşik reel getirisi ise pozitif %2,23 olarak hesaplanmıştır.** Ortalama halka açıklık süresi hesaplanırken her bir şirketin halka açıklık süresi, halka arz piyasa değeri ve bedelli sermaye artırımlarıyla ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

**Tablo 1B son 5 yıldaki özet verileri göstermektedir. Çalışma kapsamına giren şirketlerin reel getirileri %2,23-%4,52 bandında seyretmiştir.**

TABLO 2: Kazandıran ve Kaybettiren Şirketlerin Kümülatif Verileri			
Kümülatif Veriler (Bugünkü Değer) (\$)	Toplam	Yatırımcısına	Yatırımcısına
		Kazandıran (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri>0)	Kaybettiren (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri<0)
Şirket Sayısı (adet)	242	82	160
Cari Piyasa Değeri	101.477.372.790	69.464.197.130	32.013.175.661
Halka Arz Piyasa Değeri	92.752.293.956	18.970.375.491	73.781.918.464
Bedellilerden Nakit Girişleri	14.564.915.942	6.476.184.524	8.088.731.418
Bedellilerden Sağlanan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	44,46%	55,54%
Dağıtılan Temettü Ödemeleri	53.774.310.148	37.186.256.433	16.588.053.715
Temettülerle Çıkan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	69,15%	30,85%
Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli S.A. Sebebiyle Çıkan Nakit	107.317.209.898	25.446.560.016	81.870.649.882
Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleriyle Gelen Nakit	155.251.682.938	106.650.453.562	48.601.229.376
Halka Arzdan Bu Güne Toplam Getiri (%)	45%	319%	-41%
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	16,8	22,3	15,1
Halka Arzdan Bu Güne Yıllık Bileşik Getiri (%)	2,23%	6,65%	-3,41%

*Kaynak: Finnet, BMD*

TABLO 2 ise çalışmamıza konu olan 242 mali sektör dışı şirketin kümülatif toplamına ilave olarak, halka arzlarından bu yana yıllık ortalama bileşik reel getirisi pozitif olan (yatırımcısına reel olarak kazandıran) ve negatif olan (yatırımcısına reel olarak kaybettiren) şirketlerin tüm nakit giriş çıkışlarının bugünkü değeri ile cari piyasa değerlerini göstermektedir.

Buna göre, yıllık ortalama bileşik reel getirisi pozitif olan şirketler, incelenen şirketlerin tamamının bedelli sermaye artırımlarından sağladığı nakit girişlerinin %44,6'sını gerçekleştirirken, toplam dağıtılan temettü ödemelerinin ise %69,2'sini yatırımcılarına dağıtmıştır. Yıllık ortalama bileşik reel getirisi pozitif olan şirketlerde, bedelli sermaye artırımlarından sağlanan nakit girişleri bu şirketlerin halka arz piyasa değerlerinin %34,1'ine (6.476.184.524 / 18.970.375.491) ve dağıtılan temettü ödemeleriyle çıkan nakit bu şirketlerin halka arz piyasa değerlerinin %196,0'sına (37.186.256.433 / 18.970.375.491) denk gelmektedir. Yıllık ortalama bileşik reel getirisi negatif olan şirketlerde ise bu oranlar sırasıyla %10,9 (8.088.731.418 / 73.781.918.464) ve %22,5'tir (16.588.053.715 / 73.781.918.464). **Buradan yola çıkıldığında yatırımcısına reel olarak kazandırmış olan mali sektör dışı şirketlerin, yatırımcılarına temettü olarak dağıttıkları nakit toplamı yatırımcılarından bedelli sermaye artırım ile sağladıkları nakit toplamının yaklaşık 5,7 katına denk gelirken yatırımcısına reel olarak kaybettirmiş olan şirketler için sadece yaklaşık 2,1 katına denk gelmektedir.**

### III. HİSSE SENETLERİNİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PAZARA GÖRE DAĞILIMI

İncelenen 242 mali sektör dışı şirketi BİST'te işlem gördükleri pazarlara göre gruplandırdığımızda ulaşılan kümüle veriler TABLO 3'te özet şeklinde gösterilmiştir. Bu verilere göre 30.06.2016 itibarıyla 242 şirketin 81 tanesi (%33,5) Yıldız Pazar'da, 135 tanesi (%55,8) Ana Pazar'da, 10 tanesi (%4,1) Gelişen İşletmeler Pazarı'nda, 16 tanesi (%6,6) Gözaltı Pazarı'nda işlem görmektedir. **Yıldız Pazarda işlem gören şirketlerin yıllık ortalama bileşik reel getirileri pozitif iken (%2,75), diğer pazarlarda yer alan mali sektör dışı şirketlerin yıllık ortalama bileşik reel getirileri negatif hesaplanmıştır.** Ayrıca, Gelişen İşletmeler Pazarı'nda yer alan 10 şirketten sadece 1 tanesinin getirisi pozitif hesaplanmışken Gözaltı pazarında işlem gören 16 şirket içinde yatırımcısına reel olarak kazandıran şirket bulunamamıştır. Bununla birlikte, farklı pazarlarda işlem gören mali sektör dışı şirket gruplarının incelenen tüm şirketlerin halka arz piyasa değerleri toplamı içindeki payları: Yıldız Pazar %86,9; Ana Pazar %12,0; Gelişen İşletmeler Pazarı %0,23 ve Gözaltı Pazarı % 0,83'tür.

TABLO 3: İncelenen Şirketlerin İşlem Gördükleri Pazarı Göre Kümülatif Verileri			
Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Kümülatif Veriler		Yatırımcısına Kazandıran (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri>0)	Yatırımcısına Kaybettiren (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik)
(Bugünkü Değer) (\$)	Toplam		
Şirket Sayısı (adet)	81	54	27
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	16,5	22,2	14,6
Cari Piyasa Değeri	93.294.933.640	65.494.930.814	27.800.002.825
Halka Arz Piyasa Değeri	80.604.134.286	17.245.190.656	63.358.943.630
Bedellilerden Nakit Girişleri	10.603.825.371	5.816.168.352	4.787.657.019
Bedellilerden Sağlanan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	54,85%	45,15%
Dağıtılan Temettü Ödemeleri	49.368.144.618	34.340.564.371	15.027.580.248
Temettülerle Çıkan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	69,56%	30,44%
Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli S.A. Sebebiyle Çıkan Nakit	91.207.959.657	23.061.359.008	68.146.600.649
Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleriyle Gelen Nakit	142.663.078.258	99.835.495.185	42.827.583.073
Halka Arzdan Bu Güne Toplam Getiri (%)	56%	333%	-37%
Halka Arzdan Bu Güne Yıllık Bileşik Getiri (%)	2,75%	6,84%	-3,13%
Ana Pazar Şirketleri Kümülatif Veriler		Yatırımcısına Kazandıran (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri>0)	Yatırımcısına Kaybettiren (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik)
(Bugünkü Değer) (\$)	Toplam		
Şirket Sayısı (adet)	135	27	108
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	18,4	23,4	17,5
Cari Piyasa Değeri	7.979.808.007	3.947.479.710	4.032.328.297
Halka Arz Piyasa Değeri	11.161.959.023	1.710.379.770	9.451.579.253
Bedellilerden Nakit Girişleri	3.450.728.150	660.016.173	2.790.711.978
Bedellilerden Sağlanan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	19,13%	80,87%
Dağıtılan Temettü Ödemeleri	4.367.441.747	2.842.632.439	1.524.809.307
Temettülerle Çıkan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	65,09%	34,91%
Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli S.A. Sebebiyle Çıkan Nakit	14.612.687.173	2.370.395.943	12.242.291.231
Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleriyle Gelen Nakit	12.347.249.754	6.790.112.149	5.557.137.605
Halka Arzdan Bu Güne Toplam Getiri (%)	-16%	186%	-55%
Halka Arzdan Bu Güne Yıllık Bileşik Getiri (%)	-0,91%	4,60%	-4,42%
Gelişen İşletmeler Pazarı Sanayi Şirketleri Kümülatif Veriler		Yatırımcısına Kazandıran (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri>0)	Yatırımcısına Kaybettiren (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik)
(Bugünkü Değer) (\$)	Toplam		
Şirket Sayısı (adet)	10	1	9
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	3,6	2,3	3,7
Cari Piyasa Değeri	118.860.077	21.786.606	97.073.471
Halka Arz Piyasa Değeri	213.349.623	14.805.065	198.544.558
Bedellilerden Nakit Girişleri	3.529.461	0	3.529.461
Bedellilerden Sağlanan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	0,00%	100,00%
Dağıtılan Temettü Ödemeleri	3.059.623	3.059.623	0
Temettülerle Çıkan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	100,00%	100,00%	0,00%
Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli S.A. Sebebiyle Çıkan Nakit	216.879.084	14.805.065	202.074.019
Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleriyle Gelen Nakit	121.919.700	24.846.228	97.073.471
Halka Arzdan Bu Güne Toplam Getiri (%)	-44%	68%	-52%
Halka Arzdan Bu Güne Yıllık Bileşik Getiri (%)	-14,87%	24,84%	-18,11%
Gözetli Pazarı Sanayi Şirketleri Kümülatif Veriler		Yatırımcısına Kazandıran (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik Getiri>0)	Yatırımcısına Kaybettiren (Halka Arzdan Bu Yana Bileşik)
(Bugünkü Değer) (\$)	Toplam		
Şirket Sayısı (adet)	16	0	16
Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Halka Açıklık Süresi (yıl)	18,8	0,0	18,8
Cari Piyasa Değeri	83.771.067	0	83.771.067
Halka Arz Piyasa Değeri	772.851.023	0	772.851.023
Bedellilerden Nakit Girişleri	506.832.960	0	506.832.960
Bedellilerden Sağlanan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	14360,07%	0,00%	14360,07%
Dağıtılan Temettü Ödemeleri	35.664.160	0	35.664.160
Temettülerle Çıkan Toplam Nakit İçindeki Pay (%)	1165,64%	0,00%	1165,64%
Halka arz Piyasa Değeri + Bedelli S.A. Sebebiyle Çıkan Nakit	1.279.683.983	0	1.279.683.983
Cari Piyasa Değeri + Temettü Ödemeleriyle Gelen Nakit	119.435.227	0	119.435.227
Halka Arzdan Bu Güne Toplam Getiri (%)	-91%	0%	-91%
Halka Arzdan Bu Güne Yıllık Bileşik Getiri (%)	-11,88%	0,00%	-11,88%

Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören mali sektör dışı şirketlerin halka arzlarından itibaren yaptıkları temettü ödemelerinin kümülatif toplamının gerçekleştirdikleri bedelli sermaye artırımları yolu ile yatırımcılarından sağladıkları nakitlerin kümülatif toplamından fazla olduğu; **Gelişen İşletmeler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketler için ise durumun aksi yönde olduğu görülmektedir.** Yatırımcısına reel olarak kazandırmış ve kaybettirmiş olan Yıldız Pazar şirketlerine bakıldığında, her iki alt gruptaki şirketlerin de halka arzlarından sonra yatırımcılarına nakit olarak dağıttıkları temettü toplamının yatırımcılarından bedeli sermaye artırımını ile sağladıkları nakit toplamından fazla olmuştur. Yatırımcısına reel olarak kazandırmış ve kaybettirmiş olan Ana Pazar şirketlerine bakıldığında ise, yatırımcısına reel olarak kaybettirmiş Yıldız Pazar şirketlerinden farklı olarak, yatırımcısına reel olarak kaybettirmiş Ana Pazar şirketlerinin halka arzlarından sonra yatırımcılarına nakit olarak dağıttıkları temettü toplamının yatırımcılarından bedeli sermaye artırımını ile sağladıkları nakit toplamından az olduğu görülmektedir.

Yıldız Pazar ve Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin aksine, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin halka arz piyasa değerleri toplamının incelenen şirketlerin halka arz piyasa değerleri toplamı içindeki payının çok düşük olması nedeniyle (%1,1), Gelişen İşletmeler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin yıllık ortalama bileşik reel getirilerinin, incelenen şirketlerin toplam yıllık ortalama bileşik reel getirisi üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı olduğu söylenebilir.

**Gelişen İşletmeler Pazarı'ndaki kazanç, kayıp ve ortalama getiri oranlarının (24,84%, -18,11%, ve -14,87%), Yıldız Pazar'daki banda göre (6,84%, -3,13%, ve 2,75%) ve Ana Pazar'daki banda göre (4,60%, -4,42% ve -0,91%) daha geniş olduğu görülmektedir. Bu durum yatırımcılar açısından Gelişen İşletmeler Pazarı'ndaki hisselerin potansiyel getirisinin yüksek olduğunu, ancak bununla beraber potansiyel kayıplarının da yüksek olduğunu göstermektedir. Sermaye piyasalarının risk-getiri anlayışı ve Etkin Portföy Teoremi ile birebir örtüşen bu sonuç oldukça küçük bir örneklem düzeyinde, BIST'in etkin bir piyasa olduğunu gösterebilir.** Yatırımcıların varlıklarını seçerken hisse senetlerinin etkin bir temel analizi yanında risk dağılım esasları çerçevesinde hareket etmeleri getiri maksimizasyonunda büyük önem arz etmektedir.

#### IV. YATIRIMCISINA KAZANDIRAN MALİ SEKTÖR DIŞI ŞİRKETLER

İncelenen 242 mali sektör dışı şirket arasında yatırımcısına kazanç sağlayan 82 şirketin yıllık ortalama bileşik getirileri %0,02 - % 25,24 bandında değişim gösterirken, kümülatif yıllık ortalama bileşik reel getirileri % 6,65 olmuştur. Bandın genişliğinin araştırmamızda yer verdiğimiz 36 aydan kısa süreli halka arz edilmiş ve hisseleri göreceli volatil seyreden şirketlerin de incelenen 242 şirket arasında bulunmasından kaynaklandığını söyleyebiliriz. Daha gerçekçi sonuçlar çıkarabilmek adına halka arzından bu yana 36 aydan fazla zaman geçmiş şirketler arasından yatırımcısına en çok kazandıran ilk 20 şirket TABLO 4 - A 'da listelenmiştir. Halka arzından bu yana en az 36 ay zaman geçmiş ve yatırımcısına en yüksek reel getiriyi sağlamış 20 şirketin halka arzlarından itibaren ortalama faaliyet yılı hesaplanırken halka arzlarından bugüne geçen yılların aritmetik ortalaması alınmış ve 19,2 yıl olarak hesaplanmıştır. Çalışmamızda incelenen ve yatırımcısına kazandıran 82 şirketin halka arzlarından itibaren ortalama faaliyet yılı ise 22,2 yıl olarak saptanmıştır.

Halka arzının üzerinden 36 aydan fazla geçen mali sektör dışı şirketler arasında en yüksek yıllık ortalama reel getiri BİM Birleşik Mağazalar A.Ş hisselerinde (%23,4) gerçekleşirken, Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş., Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş, DO & CO Aktiengesellschaft ve Ülker Bisküvi ve Sanayi A.Ş. de sırasıyla yatırımcısına reel olarak en fazla kazandıran ve ilk 5'te yer alan diğer şirketler olmuşlardır.

Çalışmamızda incelediğimiz ve ortalama bileşik reel getirileri pozitif olan mali sektör dışı şirketler sıralamasının üst sıralarında yer alan pek çok şirketin önceki yıllarda yapmış olduğumuz çalışmalarımızda da kazandıran şirketler arasında üst sıralarda yer aldıkları görülmektedir. **TABLO 4 - A 'da yer alan BIMAS, ENKAI, TTRAK, ULKER, ADBGR, AYGAZ, PETUN, FROTO, ASLAN, TUPRS, ADNAC gibi hisseler 2012-2015 yılları arasında en yüksek getirili hisseler sırasında üst sıraları paylaşmıştır. 2016 senesinde 2015 yılından farklı olarak DOCO hissesinin çalışmamız kapsamına bu sene itibariyle alınmasıyla en yüksek getirili beş şirket arasına girdiğini gözlemliyoruz.**



TABLO 4 - A: 2016 İtibariyle En Çok Kazandıran İlk 20 Şirket								
Şirket	Halka Arzdan Bugüne Geçen Süre	Bugünkü Değer (\$)						Halka Arzdan Bugüne Yıllık Bileşik Getiri
		Toplam Bedelli	Toplam Temettü	Halka Arz Piyasa Değeri	Cari Piyasa Değeri	Yatırımcı Maliyeti	Yatırımcı Geliri	
BIMAS	132 ay	0	788.910.438	666.915.943	5.898.772.879	666.915.943	6.687.683.317	23,4%
ENKAI	342 ay	4.745.698	1.308.802.234	25.122.862	6.391.430.948	29.868.560	7.700.233.183	21,5%
TTRAK	145 ay	5.291.885	907.939.044	308.310.135	1.554.005.824	313.602.020	2.461.944.867	18,6%
DOCO	67 ay	0	6.301.697	338.850.765	852.194.676	338.850.765	858.496.373	18,1%
ULKER	236 ay	49.529.556	428.468.479	143.538.631	2.489.600.666	193.068.187	2.918.069.145	14,8%
ARMDA	121 ay	0	7.254.833	20.874.807	64.143.095	20.874.807	71.397.927	13,0%
MGROS	304 ay	135.419.239	1.868.932.540	38.080.161	1.021.352.087	173.499.401	2.890.284.627	11,7%
LOGO	194 ay	8.182.743	12.709.152	66.211.933	428.799.224	74.394.676	441.508.376	11,7%
ADBGR	249 ay	16.801.438	642.811.464	63.125.783	117.204.282	79.927.221	760.015.746	11,5%
AYGAZ	321 ay	12.835.248	1.041.804.673	111.244.210	1.162.645.591	124.079.458	2.204.450.264	11,4%
PETUN	191 ay	732.775	141.923.325	54.746.032	158.480.397	55.478.807	300.403.723	11,2%
OTKAR	254 ay	1.440.577	255.627.611	111.111.417	806.988.353	112.551.994	1.062.615.964	11,2%
FROTO	342 ay	74.866.469	3.550.723.316	347.265.816	3.722.215.058	422.132.285	7.272.938.375	10,5%
ASLAN	328 ay	48.649.933	161.814.647	35.640.478	931.225.735	84.290.411	1.093.040.382	9,8%
TUPRS	301 ay	406.042.798	6.462.063.154	743.866.713	5.533.910.150	1.149.909.511	11.995.973.303	9,8%
ORGE	50 ay	1.596.973	404.784	18.786.288	29.534.110	20.383.261	29.938.894	9,8%
BRYAT	236 ay	15.009.022	46.381.598	34.142.457	244.319.364	49.151.480	290.700.961	9,5%
INDES	144 ay	0	39.640.922	67.589.430	155.296.728	67.589.430	194.937.649	9,2%
PNSUT	342 ay	26.713.789	264.364.162	19.751.768	238.405.118	46.465.557	502.769.280	8,7%
ADNAC	304 ay	68.124.541	617.088.009	19.841.280	36.106.943	87.965.822	653.194.952	8,2%
Ortalama*	19,2 yıl							14,0%
Ortalama**	22,3 yıl							6,7%
Toplam*						4.110.999.594	50.390.597.307	
Toplam**						25.446.560.016	106.650.453.562	

\* Halka arzlarından bugüne en az 36 ay geçen ve yatırımcısına en çok kazandıran ilk 20 şirketi ifade etmektedir.

\*\* Ortalama ve toplamda yatırımcısına kazandıran şirketleri ifade etmektedir. (Toplam 82 şirkete tekabül etmektedir.)

Kaynak: Finnet, BMD

TABLO 4 - B: Son 5 Yılda En Çok Kazandıran İlk 20 Şirket										
Sıra	2012		2013		2014		2015		2016	
	Hisse	Getiri	Hisse	Getiri	Hisse	Getiri	Hisse	Getiri	Hisse	Getiri
1	BIMAS	38,9%	BIMAS	37,6%	BIMAS	31,6%	BIMAS	25,2%	BIMAS	23,4%
2	ULKER	38,1%	TTRAK	25,9%	ENKAI	24,9%	ENKAI	23,2%	ENKAI	21,5%
3	TTRAK	22,4%	COLA	25,2%	TTRAK	22,1%	TTRAK	19,5%	TTRAK	18,6%
4	ACIBD	22,3%	KOZAL	22,5%	MGROS	20,5%	MGROS	19,2%	DOCO	18,1%
5	COLA	19,3%	ULKER	20,1%	ULKER	19,1%	ULKER	17,1%	ULKER	14,8%
6	KOZAA	17,7%	PETUN	14,9%	COLA	17,7%	ADESE	16,6%	ARMDA	13,0%
7	KENT	15,8%	AYGAZ	14,2%	PETUN	13,3%	ADBGR	13,2%	MGROS	11,7%
8	ADBGR	14,9%	DOAS	13,7%	KRDMD	12,8%	BRYAT	13,0%	LOGO	11,7%
9	FROTO	14,3%	ASLAN	13,5%	AYGAZ	12,8%	ASLAN	12,5%	ADBGR	11,5%
10	BANVT	13,4%	KOZAA	13,4%	FROTO	12,2%	PETUN	12,1%	AYGAZ	11,4%
11	PETUN	13,0%	BANVT	13,4%	PNSUT	11,6%	AYGAZ	12,0%	PETUN	11,2%
12	UCAK	12,8%	KRDMD	13,1%	ASLAN	11,5%	FROTO	12,0%	OTKAR	11,2%
13	ASLAN	12,7%	FROTO	13,0%	TUPRS	11,2%	COLA	11,5%	FROTO	10,5%
14	CIMSA	11,8%	PNSUT	12,5%	BRYAT	10,9%	PNSUT	11,2%	ASLAN	9,8%
15	IPEKE	11,8%	TUPRS	12,0%	ADBGR	10,4%	ARMDA	11,0%	TUPRS	9,8%
16	KRDMD	11,5%	INDES	11,8%	BANVT	10,2%	TUPRS	10,9%	ORGE	9,8%
17	ADNAC	10,9%	ADEL	11,8%	ADEL	9,6%	KRDMD	10,2%	BRYAT	9,5%
18	PNSUT	10,7%	TTKOM	10,9%	UNYEC	8,7%	DOAS	10,1%	INDES	9,2%
19	ARCLK	10,3%	KRDMD	9,9%	CLEBI	8,3%	ADNAC	9,9%	PNSUT	8,7%
20	ADEL	9,8%	UNYEC	9,6%	ARCLK	8,2%	ADEL	9,7%	ADNAC	8,2%
	Ortalama	13,9%	Ortalama	15,4%	Ortalama	13,2%	Ortalama	13,5%	Ortalama	14,0%

## V.YATIRIMCISINA KAYBETTİREN SANAYİ ŞİRKETLERİ

Çalışmamızda yer verdiğimiz 242 mali sektör dışı şirketin 160 tanesi yatırımcısına kaybettirirken, bu şirketlerin yıllık ortalama bileşik getirileri (- %0,21 ; -%58,25) aralığında değişim göstermiş ve kümülatif yıllık ortalama reel getirileri -%3,61 olarak gerçekleşmiştir. **Dikkat çeken bant genişliği incelendiğinde, çok yüksek yıllık reel kaybı olan şirketlerin halka arzlarından itibaren 36 aydan az zaman geçmiş şirketler olduğu ve genel itibarıyla volatil seyir izlemiş oldukları görülmüştür.** Son dönemdeki halka arzlarda yaşanan bu olumsuz tablo, küçük şirketlerin borsaya gelmemesi yönünde yorumların artmasına neden olmuştur. Oysa tüm sermaye piyasası aktörleri küçük şirket büyük şirket ayırımından ziyade şirket faaliyet performanslarına odaklanmak ve şeffaf halka arz gerçekleştirmekle mükelleftirler. Amerika'da 70 Milyar \$ piyasa değerine sahip olan Intel şirketi 35 yıl önce oldukça küçük olarak nitelendirilebilecek şekilde 8 Milyon \$'a halka arz edilmiş ve faaliyet performansı şirketin bugünlere ulaşmasına neden olmuştur. Dolayısı ile aslolan küçük-büyük değil iyi çalışan-kötü çalışandır. Sermayeye ulaşım imkanı sadece bankacılık sektörü ile değil sermaye piyasası kanalı ile de olmalı ve kötü faaliyet performansı ile çalışan şirketlerin doğru mekanizmalarla ayrıştırılabilmesi olmalıdır. Bu konuda daha detay analizlerini yaptığımız ama burada yer veremediğimiz iki ana önerimiz; 1. Halka açık şirketlere temettü stopaj vergisi avantajları 2. Karlılığı üç yıl sürdüremeyen şirketlerin yönetim imtiyazlarının kaldırılması ve ortaklık yapısının değişebilmesine imkan sağlanması ve hızlı tasfiye imkanı tanınabilmesi. Şirketlerin yıllık bileşik reel getirilerini hesaplamada faydalandığımız halka arzlarından itibaren geçen ortalama süreyi hesaplarken, bu şirketlerin halka arzlarından bugüne geçen yılların, yatırımcıya maliyet (halka arz piyasa değeri + bedelli sermaye artırımları) ile ağırlıklandırılarak ortalaması alınmış ve bu süre 16,8 yıl olarak bulunmuştur.

## VI. PİYASA DEĞERİ DEĞİŞİMİ GETİRİSİ VE NAKİT GİRİŞ-ÇIKIŞ GETİRİSİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Tablo 4 – B'de en çok kazandıran ilk 20 şirketin kategorize edilmiş getirileri gösterilmektedir.

TABLO 4 - C: En Çok Kazandıran İlk 20 Şirketin Kategorize Edilmiş Getirileri			
En Çok Kazandıran İlk 20 Şirket	Halka Arzdan Bugüne Yıllık Bileşik Getiri (%)	Piyasa Değer Artış Ağırlığı (PDAA) (%)	Nakit Giriş Çıkış Ağırlığı (NGÇA) (%)
BIMAS	23,4%	86,9%	13,1%
ENKAI	21,5%	82,9%	17,1%
TTRAK	18,6%	57,7%	42,3%
DOCO	18,1%	98,8%	1,2%
ULKER	14,8%	84,3%	15,7%
ARMDA	13,0%	85,6%	14,4%
MGROS	11,7%	31,2%	68,8%
LOGO	11,7%	96,5%	3,5%
ADBGR	11,5%	5,5%	94,5%
AYGAZ	11,4%	49,9%	50,1%
PETUN	11,2%	42,1%	57,9%
OTKAR	11,2%	73,1%	26,9%
FROTO	10,5%	48,2%	51,8%
ASLAN	9,8%	84,0%	16,0%
TUPRS	9,8%	40,4%	59,6%
ORGE	9,8%	95,8%	4,2%
BRYAT	9,5%	80,8%	19,2%
INDES	9,2%	68,9%	31,1%
PNSUT	8,7%	42,1%	57,9%
ADNAC	8,2%	-9,2%	109,2%

Kaynak: Finnet, BMD

Çalışmamızda incelenen 242 şirketin halka arzlarından bugüne yıllık bileşik reel getirileri ve halka arzlarından bugüne toplam reel getirileri hesaplanmıştır. Ayrıca, incelenen şirketlerin halka arzlarından bugüne toplam reel getirileri yüzdesel olarak, piyasa değeri artışından sağlanan toplam getiri ve nakit



giriş-çıkışından sağlanan toplam getiri ayrı ayrı hesaplanmıştır. Her bir şirket için piyasa değeri artışı (PDA) toplam getirisine, halka arz piyasa değerinin yatırımcının toplam maliyeti içindeki payı ile şirketin cari piyasa değeri ve halka arz piyasa değeri arasındaki % değişim çarpılarak ulaşılmıştır. Benzer şekilde her bir şirket için nakit giriş çıkışı toplam getirisi ise; bedelli sermaye artırımlarının yatırımcının toplam maliyeti içindeki payı ile yatırımcının temettü dağıtım yoluyla elde ettiği gelir ve bedelli sermaye artırımlarının yatırımcıya maliyeti arasındaki % değişim çarpılarak hesaplanmıştır.

En çok kazandıran şirketlerin ortalama yıllık reel getirilerinin yüzdesel olarak ne kadarının piyasa değer artışından ne kadarının nakit giriş çıkışından kaynaklandığı incelendiğinde, yatırımcısına pozitif getiri sağlayan şirketler listesinin üst sıralarındaki pek çok şirketin getirileri üzerinde piyasa değer artışının nakit giriş çıkışından daha etkili olduğu görülmektedir. Bunlardan ORGE, DOCO, LOGO, BIMAS ve ASLAN şirketlerinin yıllık bileşik getirilerinin yüksek olmasında piyasa değer artışının etkisi daha yüksek (% 85'in üzerinde) olurken; ADBGR ve ADNAC şirketinde ise nakit giriş çıkışının etkisi daha fazla olduğu görülmüştür. **Pozitif getirili şirketler arasından öne çıkan TTRAK, MGROS, PETUN, AYGAZ, FROTO, PNSUT ve TUPRS şirketlerinde ise piyasa değer artışı ve nakit giriş çıkışının etkileri görece daha dengeli olmuştur (%40<PDAA<%60, %40<NGCA<%60).**

## VII.2016 YILINDAKİ NAKİT GİRİŞ-ÇIKIŞLARI

2015 yılı karından dağıtılan temettüler değerlendirildiğinde, incelediğimiz 242 şirketten 79 tanesinin temettü dağıttığı görülmektedir. 2015 yılı karlarından temettü ödeyen 79 şirketin ödediği toplam temettü meblağı 9,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. TABLO 5, 2015 yılı karlarından 01.01.2016 – 30.06.2016 tarihleri arasında en fazla temettü ödeyen ilk 20 şirketi göstermektedir. Buna göre, Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. 1.508,1 milyon TL ile en yüksek temettü dağıtan şirket olurken; sıralamada bu şirketi 904,2 milyon TL ve 784,1 milyon TL ile sırasıyla Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. ve Türk Telekomünikasyon A.Ş. izlemiştir.

TABLO 5: 2015 Yılı Karından En Çok Temettü Ödeyen İlk 20 Şirket		
ŞİRKET	2015 YILI KARINDAN ÖDENEN TEMETTÜ (TL)	HALKA ARZDAN BUGÜNE BİLEŞİK GETİRİ (%)
TUPRS	1.508.087.027	9,8%
EREGL	904.159.241	5,4%
TTKOM	784.101.259	-0,2%
ENKAI	532.547.037	21,5%
PETKM	441.542.911	-0,9%
TOASO	330.848.463	4,6%
FROTO	318.869.886	10,5%
TAVHL	318.126.217	-1,5%
AYGAZ	302.662.846	11,4%
TTRAK	283.125.000	18,6%
DOAS	255.000.000	6,7%
ARCLK	246.622.093	7,3%
AKCNS	218.953.226	5,6%
SISE	212.500.000	5,2%
SODA	204.000.000	6,0%
ECILC	186.390.720	-0,3%
CIMSA	171.084.446	5,8%
BIMAS	154.836.000	23,3%
AKSA	133.662.500	1,2%
BRISA	133.461.172	4,6%

Kaynak: Finnet, BMD

2016 yılında TABLO 6'da listelenen 3 şirket bedelli sermaye artırımını yoluyla nakit girişi sağlarken, bu şirketlerin yatırımcılarından sağladıkları toplam nakit girişleri 48,9 milyon TL olmuştur. Pınar Su 32 milyon TL ile yatırımcısından bedelli sermaye artırımını yoluyla en fazla nakit sağlayan şirket olurken; bu

şirketi 16 milyon TL ve 962 bin TL ile sırasıyla AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım ve Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. takip etmiştir.

TABLO 6: 2016 Yılında Bedelli Sermaye Artırımına Giden Firmalar		
2016 YILI BEDELLİ SERMAYE		
ŞİRKET	ARTIŞI (TL)	YILLIK BİLEŞİK REEL GETİRİ
PINSU	31.973.363	-1,7%
TKURU	961.902	-8,6%
AVOD	16.000.000	-13,8%

Kaynak: Finnet, BMD

### VIII. BEDELLİ SERMAYE ARTIRIMI VE TEMETTÜ DAĞITIMLARININ REEL GETİRİYE ETKİLERİ

Raporumuzun bu bölümünde halka arzlarından bu yana hiç bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmeyen şirketler ve hiç temettü dağıtmayan şirketler analiz edilmiştir. İncelenen şirketler arasında halka arzlarından **bugüne en az 36 ay geçen ve halka arzlarından bugüne hiç bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmeksizin** yatırımcılarına halka arzlarından bugüne en yüksek temettü ödeyen ilk 15 şirkete bakılmıştır.

Bedelli Sermaye Artırımı Yapmamış Temettü Ödeyen İlk 15 Şirket		
Şirket	Toplam Temettü (\$)	Yıllık Bileşik Reel Getiri
TTKOM	6.481.415.573	-0,21%
BIMAS	788.910.438	23,32%
DOAS	527.853.244	6,74%
KOZAL	326.915.454	-5,69%
VESBE	222.466.029	3,88%
SELEC	195.559.969	-4,88%
CRFSA	50.608.994	-4,27%
BSOKE	47.157.244	-1,79%
INDES	39.640.922	9,23%
BIZIM	27.445.415	-19,17%
TKNSA	23.562.274	-15,02%
TMSN	19.606.847	4,65%
BFREN	14.478.965	3,71%
DESPC	13.634.287	-4,01%
ROYAL	9.881.707	-33,54%

Bunlar arasında BIMAS, DOAS, VESBE, INDES, TMSN ve BFREN hariç diğer şirketlerin yatırımcılarına negatif getiri sağladığı görülmüştür. Bu 15 şirket içinde BIMAS, INDES, ve BFREN'in pozitif yıllık reel getirileri üzerinde piyasa değeri değişimi (PDAA >= %60); DOAS ve VESBE hisselerinin pozitif yıllık reel getirileri üzerinde ise nakit giriş çıkışı büyük oranda (NGÇA >= %60) etkili olmuştur. TMSN'nın pozitif getirisi üzerinde ise piyasa değer artışı ve nakit giriş çıkışlarının etkilerinin birbirine yakın olduğu görülmüştür.

İncelediğimiz 242 şirketin 64'ü halka arzlarından bu yana hiç bedelli sermaye artırımını gerçekleştirmezken, bu şirketlerin 36 tanesi temettü dağıtımları yoluyla nakit çıkışı gerçekleştirmiştir. Ancak, halka arzlarından bu yana hiç bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmeyen 64 şirketin getirilerinin genel itibarıyla (53/64) negatif olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, hiç bedelli sermaye artırımını yapmayan şirketlerden POLTK, BIMAS, DOCO, INDES ve DOAS'ın halka arzlarından bu yana ortalama yıllık reel getirileri yüksek seyretmiştir.

**Hiç bedelli sermaye artırımına gitmemiş ve temettü dağıtmamış 28 şirket içinde ise KRDMB haricindeki 27 şirketin tamamı yatırımcısına kaybettirmiş ve bu şirketlerin pek çoğu yatırımcısına en çok kaybettiren şirketler listesinin üst sıralarında yer almışlardır. Bu durumda şirketlerin hiç bedelli sermaye artırımını yapmamaları getirilerinin olumlu olacağı anlamına gelmemektedir.** Nitekim hiç

bedelli sermaye artırımını yapmamasına rağmen şirketlerin %83'ünün (53/64) getirisinin negatif olması bu durumu desteklemektedir.

Çalışmamızda incelenen şirketlere baktığımızda pozitif getiri sağlayan 82 şirket arasında 71 tanesinin bedelli sermaye artışı gerçekleştirdiği ve bu şirketlerin dağıttıkları temettünün yaptıkları bedelli sermaye artırımlarından çoğunlukla daha yüksek olduğu görülmektedir. Buna göre, bedelli sermaye artırımını yapmamak pozitif getiri sağlayamadığı takdirde tarafımızca olumsuz bir durum olarak değerlendirilmekle beraber, yapılacak bedelli sermaye artırımları verimli yatırımlarla değerlendirildiği takdirde şirketlere ileriki dönemlerde temettü dağıtabilme potansiyeli sağlayabilmektedir.

**Çalışmamızda halka arzlarından bugüne en az 36 ay geçen, yatırımcılarına temettü ödemeksizin bedelli sermaye artırımını gerçekleştiren şirketlere de bakılmış ve 24 şirket tespit edilmiştir. Bu 24 şirketin tamamının yatırımcısına reel olarak kaybettirdikleri tespit edilmiştir.** Bu şirketlerden BAKAN, VANGD, TACTR, AKSEN, AVOD, ESCOM, BURVA, SERVE, TKURU, ARSAN VE KAREL'in negatif yıllık reel getirileri üzerinde büyük oranda piyasa değeri değişimi (PDAA < = - % 60); MEMSA, SELGD, CEMAS, PENGD, MNDRS, IPEKE, KOZAA ve GEREL hisselerinin negatif yıllık reel getirileri üzerinde ise nakit giriş çıkışı (NGÇA < = - %60) etkili olmuştur. DARDL, BRKSN, ACSEL, ERSU hisselerinin negatif getirisinde ise piyasa değer artışı etkisinin ve nakit giriş çıkışı etkisinin birbirine yakın olduğu görülmüştür (PDAA: < -45% ve NGÇA: < -%55).

Çalışmamıza konu olan 242 mali sektör dışı şirketin 57 tanesinin halka arzlarından itibaren hiç temettü dağıtmadıkları ve bu şirketlerin yıllık reel bileşik getirilerinin tamamına yakınının (56/57) negatif olduğu görülmüştür. Bu 57 şirket arasında pozitif reel getiri sağlayan tek hisse KRDMB olurken bu şirketin de bedelli sermaye artırımını yoluyla yatırımcılarından nakit temin etmediği gözlenmiştir.

Bedelli sermaye artırımını gerçekleştirmelerine rağmen temettü ödemesi yapmayan 29 şirketin tamamının ortalama yıllık reel getirileri ise negatif olmuştur. Bu şirketlerin bedelli sermaye artışı yapmalarına rağmen hiç temettü dağıtmamaları ve ortalama halka arz getirilerinin negatif seyretmesi yatırımcılardan bedelli sermaye artırımını ile sağlanan kaynakların şirketler tarafından verimli kullanılmadığının işaretidir.

## IX. ŞİRKETLERİN BİLEŞİK GETİRİLERİNİN ALTIN GETİRİSİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI

İncelediğimiz şirketlerin getirilerinin alternatif bir yatırım enstrümanı ile kıyaslanabilmesi için altının ortalama yıllık reel getirisi hesaplanmıştır. Altının ortalama yıllık reel getirisi hesaplanırken BİST'te şirketlerin hisse senetlerinin işlem görmeye başladığı ilk yıl olan 1986 yılında altının \$/ons kapanış fiyatının ilgili yılların LIBOR faiz oranları ile bugüne getirilmesi sonucu bulunan değer, cari işlem değeri ile kıyaslanarak ilgili getiri yıllıklandırılmıştır. Bunun sonucunda altının ortalama yıllık reel bileşik getirisi +%0,15 olarak hesaplanmıştır. İncelediğimiz 242 şirketin reel getirisi ise %2,23'tür.

## X. SONUÇ

Bu çalışmada, 242 adet mali sektör dışı hisse senetlerinin halka arzından alınarak bugüne kadar elde tutulması, tüm bedelli sermaye artırımlarına katılınması ve nakit temettülerin de alındığı varsayımı ile yatırımcıların getirileri hesaplanmaya çalışılmıştır. Tüm halka arz, bedelli, temettü rakamlarının ilgili dönem Amerikan Doları'na çevrilmesi, bugüne dolar bazında getirilirken ilgili her dönemin LIBOR faiz oranının rakamların üzerine eklenmesi ile bugüne indirgenmesi çalışmanın ana metodolojisini oluşturmuştur. Çalışmamızın amacı, halka arz yoluyla geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşan şirketlerin sermaye piyasalarından nasıl faydalandığı ve yatırımcılarına reel olarak bir getiri sağlayıp sağlamadıklarını analiz etmektir.

**Hesaplamalarımıza göre çalışma kapsamında incelenen 242 mali sektör dışı şirketin halka arzlarından bugüne kümülatif toplam getirisi %44,7 ve bu getirinin yıllık ortalama bileşik reel getirisi ise %2,23 olarak saptanmıştır.** Yatırımcısına reel olarak kazandırmış 82 şirketin yatırımcılarına temettü yoluyla ödedikleri nakit toplamlarının, yatırımcılarından bedelli sermaye artırımını yoluyla sağladıkları nakit toplamlarının yaklaşık 5,7 katına; yatırımcısına reel olarak kaybettirmiş olan 160 şirketin ise yatırımcılarına temettü yoluyla ödedikleri nakit toplamlarının, yatırımcılarından bedelli sermaye artırımını yoluyla sağladıkları nakit toplamlarının yaklaşık 2,1 katına denk geldiği görülmüştür. Yatırımcılardan sermaye artırımını yoluyla sağlanan toplam nakdin %44,5'ini reel getirisi pozitif olan

şirketler, %55,5'ini reel getirisi negatif olan şirketler gerçekleştirirken; yatırımcılara temettü ödemesi yoluyla sunulan toplam nakit çıkışının %69,1'ini pozitif reel getirili şirketler, %30,9'unu da negatif reel getirili şirketler gerçekleştirmiştir.

İncelenen mali sektör dışı şirketler işlem gördükleri BİST pazarına göre gruplandırıldığında, hesaplamalarımıza göre Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerin yıllık ortalama bileşik reel getirileri pozitif olurken (%2,75) Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören mali sektör dışında faaliyet gösteren şirketlerin yıllık ortalama bileşik reel getirileri negatif (sırasıyla -%0,91 ; -%14,87 ; -%11,88) olarak bulunmuştur. Ayrıca, pazarların getiri bantları karşılaştırıldığında, Gelişen İşletmeler Pazarındaki kazandıran ve kaybettiren şirketlerin (-18,11% ve 24,84%), Yıldız Pazar ve Ana Pazar'daki banda göre daha geniş olduğu görülmektedir. Bu durum, küçük bir örneklem düzeyinde de olsa Gelişen İşletmeler Pazarı'nda hem getiri hem de kayıp potansiyelinin Ana Pazar ve Yıldız Pazar'a göre daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Yatırımcısına reel olarak kazandırmış ve kaybettirmiş olan Yıldız Pazar şirketleri ve yatırımcısına kazandırmış Ana Pazar şirketlerinin halka arzlarından bu yana yatırımcılarına temettü yoluyla sağladıkları nakit toplamlarının yatırımcılarından bedelli sermaye artırımı yoluyla topladıkları nakit toplamından fazla olduğu görülmüştür. Yatırımcısına reel olarak kaybettirmiş Ana Pazar şirketleri ve tamamına yakını yatırımcısına kaybettirmiş olan Gelişen İşletmeler Pazarındaki ve Gözaltı Pazarındaki şirketlerin halka arzlarından sonra yatırımcılarından bedelli sermaye artırımı ile sağladıkları nakit toplamlarının yatırımcılarına temettü yoluyla dağıttıkları nakit toplamından fazla olduğu görülmüştür. Alternatif yatırım enstrümanı olarak seçilen altın için aynı hesaplamada ortalama yıllık reel getiri +%0,15 olarak hesaplanmış olup; incelediğimiz tüm şirketler için hesaplanan ortalama yıllık reel getiri ise %2,23 olarak bulunmuştur. Getirisi pozitif olan şirketler için ortalama yıllık bileşik reel getiri %6,65 olarak hesaplanırken, bu şirketlere yapılan yatırımların alternatif yatırım aracı olarak altına yatırım yapmanın oldukça üzerinde getiri sağlamış olduğu görülmektedir.

## XI. DEĞERLENDİRME

Geçtiğimiz son 8 yılda düzenli olarak hazırlanan bu raporda sonuçlar yıllar itibari ile aşırı değişiklik göstermemiş, yatırımcısına en çok kazandıran şirketler sıralamasındaki ilk yirmi şirketin hemen hemen yarısı son beş yılda aynı listede yer almıştır. Bu çalışma ve geçtiğimiz yıllardaki çalışmalarda ilk yirmide yer alan şirketlerin analizinde genel eğilim, düzenli temettü dağıtımları olarak göze çarpmaktadır. Bedelli sermaye artışının şirket performansına katkısı konusunda pozitif veya negatif bir korelasyon olup olmadığına ilişkin herhangi bir çalışma yapacak kadar bulguya rastlanmamıştır.

Çıkarımlarımız aşağıdaki gibi özetlenebilir:

1. BİST'te işlem gören ve çalışmamızda incelediğimiz mali sektör dışında 242 şirketin ortalama reel getirisinin pozitif olduğu ve uzun vadeli yatırımcıların risk dağılımları ve uygun şirket seçimleri sayesinde dolar bazlı pozitif reel getiri elde edebilecekleri,
2. Halka arz fiyatının, yatırım vadesi ile bakıldığında tek değerlendirme kriteri olamayacağı, şirket faaliyet performansının ve düzenli karlılığının sonucu olan temettü dağıtım politikasının da şirket analizlerinde önemli bir rol oynaması gerektiği,
3. Gelişen işletmeler piyasasının kazandıran ve kaybettiren şirketlerinin ortalama getirileri arasındaki band genişliğinin Yıldız Pazar ve Ana Pazara göre yüksek olması risk-getiri anlayışına uygundur.

Sermaye Piyasası Kurulu, BİST ve aracı kuruluşlar yanında diğer sermaye piyasası aktörleri;

1. Uzun vadeli yatırımı destekleyici raporlamalar ve düzenlemeler yapılması,
2. Düzenli temettü ödenmesi işlemlerinin şirketler açısından cazip hale getirilmesi,
3. Fiyat endekslerinden ziyade getiri ve/veya verim endekslerinin ön plana çıkartılması,
4. Halka arza aracılık eden aracı kuruluşların şirket mali performanslarına ilişkin uzun vadeli raporlamalar hazırlamaları,

5. Münferit hisse senedi alımı yerine sepet yapmayı (riski dağıtan yapıda) kolaylaştırıcı uygulamaların ulaşılabilirlik ve yaygınlığının arttırılması ve bunların özendirilmesi,
6. Şirketlerin küçük/büyük ayrımı yapılmadan faaliyet performansına göre sınıflamaya tabi tutulması ve buna ilişkin raporlamaların ve mevzuat altyapısının düzenlenmesi ve önem kazanmasına yönelik çalışmalar yapılması durumunda,

şirketler ve yatırımcılar açısından daha olumlu bir sermaye piyasasının oluşmasına önemli katkılar sağlayabilirler.

## XII. HESAPLAMA METODOLOJİSİ VE TANIMLAR

Çalışmaya konu olan şirketlerin getiri performansı her bir şirket için ayrı ayrı “Yıllık Ortalama Bileşik Reel Getiri” değeri hesaplanarak ölçülmüştür. Yıllık ortalama bileşik reel getiri hesaplaması yoluyla karlılık analizi yapılırken, şirketlerin her biri için halka arzından bu güne geçen zaman süreci içerisindeki nakit giriş-çıkışları Amerikan Dolarına çevrilmiş ve bu tutarlar her yılın son işlem günü kapanışındaki 12 aylık LIBOR faiz oranları ile bugüne indirgenmiştir. Böylece para giriş ve çıkış bedellerinin Amerikan Doları bazında bugünkü değerlerine ulaşılmıştır.

Örnek teşkil etmesi amacıyla son 3 yılda net dönem zararı bulunmasına rağmen, 20 yıldan fazla halka açık olan, birden fazla temettü dağıtımı ve bedelli sermaye artırımını yapmış olan BANVT hissesi için yapılan hesaplamalar TABLO 7’de gösterilmiştir:

TABLO 7: Yıllık Ortalama Reel Bileşik Getiri Hesaplama Metodolojisi		
HİSSE SENEDİ	BANVT	FORMÜLLER
Halka Arz Tarihi	27.11.1992	h
Toplam Bedelli Sermaye Artışlarının Bugünkü Değeri (\$)	16.573.265	a
Toplam Temettü Dağıtımlarının Bugünkü Değeri (\$)	48.541.121	b
Halka Arz Piyasa Değerinin Bugünkü Değer (\$)	13.910.433	c
Cari Piyasa Değeri (\$)	76.626.494	d
Maliyet (Hapd+Bed)	30.483.697	e=a+c
Getiri (Cari +Temettü)	125.167.615	f=b+d
Yıllık Ortalama Reel Bileşik Getiri	6,17%	$(f/e)^{(365/(bugün-h))}-1$

**Kaynak: Finnet, BMD**

27.11.1992 tarihinde BİST’te işlem görmeye başlayan BANVT hisse senedinin bugüne kadar gerçekleştirmiş olduğu bedelli sermaye artışlarının bugünkü değeri toplam 16.573.265 Amerikan Doları, halka arz piyasa değerinin bugünkü değeri ise 13.573.265 Amerikan Doları olarak hesaplanmış ve bu iki rakamın toplamı (30.483.697 Amerikan Doları) BANVT hisse senedinin halka arzdan bu yana yatırımcıya olan toplam maliyetini oluşturmuştur. Benzer şekilde BANVT hisse senedinin dağıtmış olduğu temettülerin bugünkü değeri toplam 48.541.121 Amerikan Doları, şirketin mevcut piyasa değeri 76.626.494 Amerikan Doları olarak hesaplanmış ve bu iki rakamın toplamı (125.167.615 Amerikan Doları) ise BANVT hisse senedinin halka arzdan bu yana yatırımcıya sağladığı toplam getiriyi oluşturmuştur. Sonuç olarak reel anlamda BANVT hisse senedi, mevcut durumda yatırımcısına halka açık olduğu süre (23 yıldan fazla) içerisinde toplam 30.483.697 Amerikan Doları bir maliyet oluştururken 125.167.615 Amerikan Doları da kazanç sağlamıştır. Bu da BANVT’in yıllık bileşik %6,17’lik bir reel getiri sağladığı anlamına gelmektedir.

TABLO 8 ise BANVT hisse senedinin halka arzından bu yana nakit giriş-çıkışlarını tarihleri itibariyle göstermektedir:

TABLO 8: Yıllara Göre Nakit Giriş/Çıkış Hareketleri			
BANVT	TARİH	TUTAR (\$)	BUGÜNKÜ DEĞER (\$)
Halka Arz	27.11.1992	6.457.475	13.910.433
Temettü Ödemesi	30.06.1992	47.225	103.775
Bedelli Sermaye Artışı	21.09.1993	680.543	1.426.622
Temettü Ödemesi	02.08.1993	765.037	1.611.988
Bedelli Sermaye Artışı	27.05.1994	334.164	672.762
Temettü Ödemesi	27.05.1994	364.543	733.922
Bedelli Sermaye Artışı	26.06.1995	729.982	1.370.011
Temettü Ödemesi	26.06.1995	771.107	1.447.194
Bedelli Sermaye Artışı	29.05.1997	1.593.913	2.687.439
Temettü Ödemesi	29.05.1997	2.079.017	3.505.356
Bedelli Sermaye Artışı	22.06.1998	2.196.736	3.495.556
Temettü Ödemesi	29.05.1998	2.781.668	4.440.825
Temettü Ödemesi	10.05.1999	2.562.440	3.884.104
Temettü Ödemesi	31.05.2000	1.946.081	2.765.160
Temettü Ödemesi	31.05.2001	372.371	506.247
Temettü Ödemesi	30.06.2004	3.353.888	4.302.147
Temettü Ödemesi	20.06.2008	15.468.916	16.820.468
Temettü Ödemesi	31.05.2011	8.001.255	8.419.936
Cari Piyasa Değeri	30.06.2016	76.626.494	76.626.494

Kaynak: Finnet, BMD

**Dolar (Amerikan Doları/TL) Kuru:** İlgili nakit giriş-çıkış işlemin gerçekleştiği işlem günündeki T.C.M.B. Amerikan Doları/TL kapanış değerini ifade etmektedir.

**Halka Arz Tarihi:** Halka arz tarihi şirketin halka arzının gerçekleşmesinin ardından BİST’te işlem görmeye başladığı ilk gün olarak alınmıştır.

**Toplam Halka Açıklık Süresi (Yıl):** Halka açıklık süresi; o pazarda bulunan şirketlerin halka açıklık sürelerinin halka arz piyasa değerleri ve bedelli sermaye artırımları (yatırımcıya maliyetleri) ile ağırlıklandırılması suretiyle tespit edilmiş, pazarların getiri hesaplarında da ağırlıklandırılmış halka açıklık süresi esas alınmıştır.

**LİBOR Oranı (%):** İlgili işlemin gerçekleştiği yılın son işlem günündeki 12 aylık Amerikan Doları LİBOR faiz oranı kapanış değeridir. “Bugünkü Değer (\$)” hesaplamasında kullanılmaktadır.2016 yılı için 30 Haziran kapanışı kullanılmıştır.

**Halka Arz Piyasa Değeri (\$):** Şirketin halka arzının gerçekleşmesinin ardından BİST’te işlem görmeye başladığı gününün kapanış fiyatı ile piyasada oluşmuş olan değerinin aynı günün dolar kurundan Amerikan Dolarına çevrilmiş karşılığıdır.

**Cari Piyasa Değeri (\$):** Her bir şirketin 30.06.2016 tarihli BİST kapanış fiyatı ile piyasada oluşmuş olan değerinin aynı günün dolar kurundan Amerikan Dolarına çevrilmiş karşılığıdır.

**Bugünkü Değer (\$):** Şirketin halka arzından bugüne gerçekleşen nakit giriş-çıkış işlemlerinin Amerikan dolarına çevrilerek geçen yıllar sonu LİBOR oranları kapanışları ile 30.06.2016 tarihine getirilmiş değeridir.

**Halka Arz Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri (\$):** Şirketin BİST’te işlem görmeye başladığı ilk günün kapanış fiyatı ile piyasada oluşmuş olan değerinin aynı günün dolar alış kuru kapanış değerinden Amerikan Doları karşılığı hesaplanıp geçen yıllar sonu ortalama LİBOR oranları kapanışları ile 30.06.2015 tarihine getirilmiş değeridir.

**Toplam Bedelli Sermaye Artırımlarının Bugünkü Değeri (\$):** Şirketin halka arzından bugüne gerçekleştirdiği bedelli sermaye artırımlarının her bir işlemin gerçekleştiği gündeki dolar kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek geçen yıllar sonu LİBOR oranları kapanışları ile 30.06.2016 tarihine getirilmiş değeridir.



**Toplam Temettü Dağıtımlarının Bugünkü Değeri (\$):** Şirketin halka arzından 30.06.2016 tarihine kadar yaptığı temettü ödemelerinin, her bir işlemin gerçekleştiği gündeki dolar kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek geçen yıllar sonu LIBOR oranları kapanışları ile 30.06.2016 tarihine getirilmiş değeridir.

**Yıllık Ortalama Bileşik Reel Getiri (%):** Şirketin yatırımcısına sağlamış olduğu toplam reel getirinin yıllıklandırılması ile elde edilen yüzdesel getiridir.

**Maliyet (\$):** Yıllık ortalama bileşik reel getirinin hesaplanmasında kullanılan bir bileşen olup, şirketin halka arzdan bu yana reel anlamda yatırımcısına olan maliyetini gösterir. "Halka Arz Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri (\$)" ve "Toplam Bedelli Sermaye Artırımlarının Bugünkü Değeri (\$)" toplamından oluşur.

**Getiri (\$):** Yıllık ortalama bileşik reel getirinin hesaplanmasında kullanılan bir bileşen olup, şirketin halka arzdan bu yana reel anlamda yatırımcısına sağladığı kazancı gösterir. "Cari Piyasa Değeri (\$)" ve "Toplam Temettü Dağıtımlarının Bugünkü Değeri (\$)" toplamından oluşur.

**Kategorize Getiri:** Bir şirketin yatırımcısına ne şekilde kazanç sağladığını gösteren oranları temsil eder. Bir hisse senedi, yatırımcısına cari değer artışından veya temettü ödemelerinden kazanç sağlayabilir. Kategorize getiri, bu iki getiri şeklinin ne oranda dağıldığını tespit eder. Çalışmamızda bu iki getiri tipi; Piyasa Değer Artış Ağırlığı (PDAA) ve Nakit Giriş Çıkış Ağırlığı (NGÇA) olarak kategorize edilmiştir.

TABLO 9'a göre BANVT hisse senedinin bugüne kadar yatırımcısına reel anlamda kazandırdığı getirinin %65'lik kısmı piyasa değeri artışından elde edilmiş, kalan %35'lik kısmı ise nakit giriş/çıkışından (temettü ödemesi) elde edilmiştir. Buradan BANVT hisse senedinin yatırımcısına kazandırdığı reel getiride değer artış ağırlığının temettü dağıtımına göre daha fazla olduğu anlaşılmaktadır.

TABLO 9: Kategorize Edilmiş Getiri	
BANVT	Kategorize Edilmiş Getiri
Piyasa Değer Artış Ağırlığı	46%
Nakit Giriş Çıkış Ağırlığı	54%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>

**Kaynak:** Finnet, BMD

**Altın için hesaplanan Yıllık Ortalama Bileşik Reel Getiri (%):** Altının reel olarak yıllık ortalama bileşik getirisidir. Hesaplamanın başlama dönemi olan 1986 yılından 30.06.2016 tarihine kadar geçen dönemde altının reel olarak yatırımcısına sağlamış olduğu yıllık ortalama yüzdesel miktar olarak gösterilmiştir. Hesaplama yapılırken öncelikle altın onsun Amerikan Doları bazında 1986 yılı sonu kapanışı geçen yıllar sonu LIBOR oranları kapanışları ile bugünkü değerine getirilmiş ve bu tutar maliyet olarak kabul edilmiştir. Altının 30.06.2016 tarihli kapanış tutarı ile maliyet tutarı oranlandıktan sonra bu değer yıllıklandırılmış ve altının reel getirisi +% 0,15 olarak tespit edilmiştir.

**Kapsam Dışı Şirketler:** Holdingler, finansal kuruluşlar, turizm işletmecileri, oteller, sportif şirketler, alkollü içecek satışı yapan şirketler, basın-yayın şirketleri, gayrimenkul ve yatırım ortaklıkları bu çalışmanın kapsamı dışında bırakılmıştır.

**Kapsam Dışı BİST Pazarları:** Çalışmamız BİST'te Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören ve 2015 yılı öncesi halka arz edilen sanayi ve hizmet şirketlerini kapsamaktadır. Piyasa Öncesi Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören şirketler çalışma kapsamı dışında bırakılmıştır.

TABLO 10 çalışmamızda 1986-2016 yılları için kullandığımız LIBOR ve Dolar/TL yılsonu kapanış kurlarını, TABLO 11 ise çalışmamızda incelenen 242 şirketin listesini ve her bir şirketin BİST'te ilk işlem gördüğü tarih ve aynı tarihteki Dolar/TL kurunu göstermektedir.

TABLO 10: Yıllara Göre Libor Faiz Oranı ve Dolar Kuru		
Yıl	Libor Faiz Oranları (Yılsonu Kapanış)	TCMB Dolar/TL alış kuru (Yılsonu Kapanış)
1986	6,25%	0,0008
1987	7,88%	0,0010
1988	9,63%	0,0018
1989	8,25%	0,0023
1990	7,56%	0,0030
1991	4,31%	0,0051
1992	4,06%	0,0086
1993	3,81%	0,0144
1994	7,75%	0,0385
1995	5,43%	0,0614
1996	5,79%	0,1076
1997	5,97%	0,2047
1998	5,10%	0,3143
1999	6,50%	0,5408
2000	6,00%	0,6755
2001	2,44%	1,4465
2002	1,45%	1,6424
2003	1,46%	1,4026
2004	3,10%	1,3486
2005	4,84%	1,3483
2006	5,33%	1,4124
2007	4,22%	1,1703
2008	2,00%	1,5196
2009	0,98%	1,5130
2010	0,78%	1,5535
2011	1,13%	1,8980
2012	0,87%	1,7826
2013	0,58%	2,1381
2014	0,63%	2,3230
2015	1,18%	2,9128
2016/06	1,23%	2,8848

Kaynak: Finnet

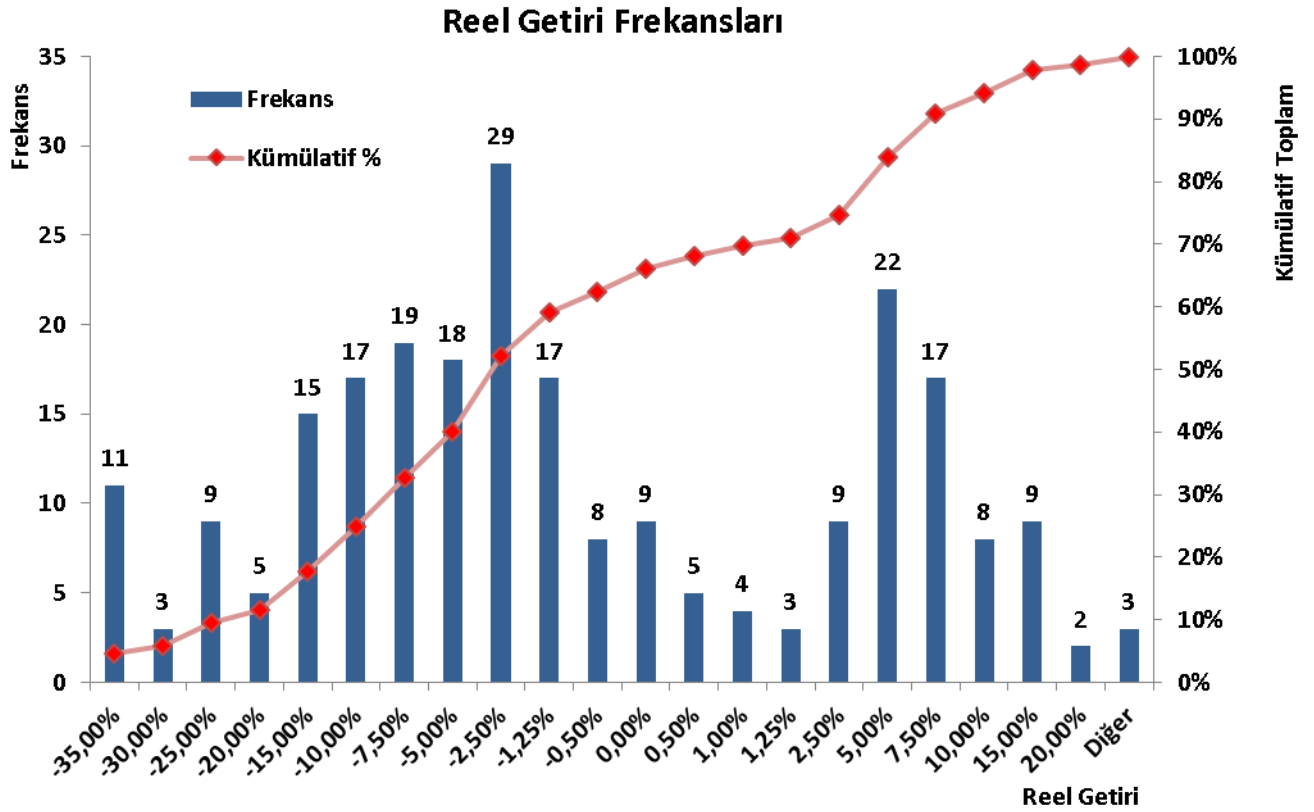
TABLO 11: Çalışmamızda İncelenen 242 Sanayi Şirketi

Şirket	İMKB'deki İlk İşlem Günü	Borsa'daki İlk İşlem Günü	Dolar/TL Kuru	Şirket	İMKB'deki İlk İşlem Günü	Borsa'daki İlk İşlem Günü	Dolar/TL Kuru	Şirket	İMKB'deki İlk İşlem Günü	Borsa'daki İlk İşlem Günü	Dolar/TL Kuru
2	ADANA	21.02.1991	0,0032	83	DOGUB	31.10.1989	0,0023	164	MRSHL	07.11.1990	0,0028
3	ADBGR	12.10.1995	0,0501	84	DURDO	22.07.1991	0,0044	165	NETAS	01.07.1993	0,0109
4	ADEL	17.06.1996	0,0796	85	DYOBY	04.01.1988	0,0010	166	NIBAS	05.03.2012	1,7720
5	ADESE	03.11.2011	1,7766	86	ECILC	25.06.1990	0,0026	167	NUHCM	24.02.2000	0,5637
6	ADNAC	21.02.1991	0,0032	87	EGEEN	28.12.1989	0,0023	168	ODAS	21.05.2013	1,8508
7	AFYON	27.03.1991	0,0036	88	EGGUB	04.01.1988	0,0010	169	OLMIP	04.01.1988	0,0010
8	AKCNS	01.10.1996	0,0918	89	EGPRO	13.12.1993	0,0139	170	ORGE	15.05.2012	1,8057
9	AKENR	07.07.2000	0,6234	90	EGSER	17.02.1993	0,0091	171	OSTIM	10.05.2012	1,7874
10	AKGUV	03.07.2012	1,8011	91	EKIZ	20.07.2010	1,5360	172	OTKAR	24.04.1995	0,0428
11	AKPAZ	06.06.2013	1,8894	92	EMKEL	14.05.1998	0,2525	173	OYLUM	04.05.2012	1,7567
12	AKSA	22.01.1990	0,0023	93	EMNIS	18.12.1995	0,0566	174	OZBAL	28.07.2011	1,6783
13	AKSEL	01.08.2011	1,6749	94	ENKAI	04.01.1988	0,0010	175	PARSN	16.10.1990	0,0027
14	AKSEN	21.05.2010	1,5832	95	EPLAS	20.04.1994	0,0317	176	PENG	22.04.1998	0,2468
15	AKSUE	04.01.2000	0,5434	96	ERBOS	14.04.1995	0,0427	177	PETKM	09.07.1990	0,0027
16	ALCAR	27.01.1992	0,0055	97	EREGL	04.01.1988	0,0010	178	PETUN	11.08.2000	0,6470
17	ALCTL	22.03.1988	0,0012	98	ERSU	30.03.2000	0,5897	179	PGSUS	26.04.2013	1,8036
18	ALKA	02.11.2000	0,6832	99	ESCOM	20.07.2000	0,6358	180	PIMAS	05.01.1988	0,0010
19	ALKIM	02.03.2000	0,5766	100	ESEMS	05.06.1995	0,0429	181	PINSU	18.04.1990	0,0025
20	ALYAG	25.05.2000	0,6217	101	ETILR	16.07.2012	1,8135	182	PKART	19.08.2004	1,4685
21	ANACM	04.01.1988	0,0010	102	FENIS	26.09.1990	0,0027	183	PNSUT	04.01.1988	0,0010
22	ANELE	16.06.2010	1,5675	103	FLAP	29.06.2012	1,8152	184	POLTK	06.03.2014	2,2039
23	ANELT	13.09.2005	1,3356	104	FMIZP	20.08.1990	0,0027	185	PRKAB	04.01.1988	0,0010
24	ARCLK	04.01.1988	0,0010	105	FRIGO	24.04.1995	0,0428	186	PRKME	24.10.1997	0,1819
25	ARENA	02.11.2000	0,6832	106	FROTO	04.01.1988	0,0010	187	PRZMA	15.05.2012	1,8057
26	ARMDA	15.06.2006	1,5920	107	GEDIZ	18.03.1996	0,0683	188	RODRG	13.08.2013	1,9290
27	ARSAN	02.07.1998	0,2671	108	GEDZA	21.01.2014	2,2455	189	ROYAL	03.05.2013	1,7974
28	ASLAN	16.03.1989	0,0020	109	GENTS	02.02.1990	0,0024	190	RYSAS	10.02.2006	1,3272
29	ASUZU	10.04.1997	0,1308	110	GEREL	14.05.2003	1,4866	191	SAMAT	24.06.2011	1,6311
30	ATEKS	02.05.1996	0,0746	111	GOLTS	06.03.1995	0,0416	192	SANEL	02.12.2013	2,0319
31	ATPET	15.10.2012	1,8095	112	GOODY	04.01.1988	0,0010	193	SANFM	18.04.2012	1,7913
32	AVOD	06.12.2011	1,8385	113	GSDDE	20.02.1995	0,0413	194	SANKO	05.10.2000	0,6710
33	AYEN	05.07.2000	0,6248	114	GUBRF	04.01.1988	0,0010	195	SARKY	04.01.1988	0,0010
34	AYGAZ	09.10.1989	0,0023	115	HATEK	17.01.2011	1,5500	196	SASA	01.11.1996	0,0961
35	BAGFS	04.01.1988	0,0010	116	HEKTS	04.01.1988	0,0010	197	SAYAS	28.06.2013	1,9282
36	BAKAB	18.06.1998	0,2623	117	HZNDR	11.12.1995	0,0558	198	SEKUR	07.10.2013	1,9997
37	BAKAN	03.06.2013	1,8936	118	IDAS	25.06.1998	0,2644	199	SELEG	26.04.2006	1,3280
38	BANVT	27.11.1992	0,0083	119	IHEVA	07.10.1996	0,0925	200	SERVE	02.07.1998	0,2671
39	BEYAZ	28.03.2012	1,7824	120	IHMAD	01.12.1989	0,0023	201	SERVE	20.08.1998	0,2764
40	BFREN	03.01.1994	0,0145	121	INDES	24.06.2004	1,4900	202	SILVR	23.06.2006	1,7016
41	BIMAS	15.07.2005	1,3287	122	INTEM	16.03.1990	0,0025	203	SISE	04.01.1988	0,0010
42	BISAS	30.10.1996	0,0955	123	IPEKE	30.06.2000	0,6220	204	SKTAS	03.04.1995	0,0419
43	BIZIM	03.02.2011	1,5836	124	IZFAS	07.07.2014	2,1354	205	SNPAM	26.12.1994	0,0381
44	BLCYT	17.05.2011	1,5858	125	IZMDC	04.01.1988	0,0010	206	SODA	20.04.2000	0,5996
45	BMEKS	14.04.2011	1,5219	126	IZOCM	04.01.1988	0,0010	207	SONME	23.09.1991	0,0047
46	BMEK	13.06.2014	2,1236	127	IZTAR	12.11.2013	2,0537	208	TACTR	27.05.2013	1,8475
47	BOLUC	09.10.1989	0,0023	128	JANTS	28.08.2012	1,8014	209	TATGD	09.08.1993	0,0115
48	BOSSA	21.08.1995	0,0476	129	KAPLM	04.09.1995	0,0481	210	TAVHL	23.02.2007	1,3826
49	BRISA	03.11.1988	0,0017	130	KAREL	20.10.2006	1,4571	211	TCELL	11.07.2000	0,6251
50	BRKO	30.04.2009	1,5862	131	KARSN	21.02.2000	0,5673	212	TGSAS	07.06.2012	1,8281
51	BRKSN	04.02.2011	1,6004	132	KARTN	04.01.1988	0,0010	213	THYAO	20.12.1990	0,0029
52	BRMEN	22.07.1996	0,0833	133	KATMR	11.11.2010	1,4210	214	TIRE	18.06.1991	0,0043
53	BRSAN	12.09.1994	0,0338	134	KENT	05.11.1990	0,0028	215	TKNSA	17.05.2012	1,8248
54	BRYAT	11.11.1996	0,0977	135	KERVY	20.06.1994	0,0310	216	TKURU	19.10.2012	1,7976
55	BSOKE	03.05.2000	0,6135	136	KIPA	20.11.1997	0,1893	217	TMSN	05.12.2012	1,7850
56	BTCIM	20.03.1995	0,0419	137	KLMSN	21.08.1997	0,1656	218	TOASO	01.07.1991	0,0043
57	BUCIM	08.10.1993	0,0123	138	KNFRT	10.06.1996	0,0786	219	TRCAS	04.06.1992	0,0069
58	BURCE	18.08.1992	0,0072	139	KONYA	26.10.1990	0,0028	220	TRKCM	05.11.1990	0,0028
59	BURVA	17.05.2004	1,5320	140	KORDS	04.01.1988	0,0010	221	TTKOM	15.05.2008	1,2508
60	CCOLA	12.05.2006	1,3976	141	KOZAA	20.02.2003	1,6331	222	TTRAK	11.06.2004	1,4923
61	CELHA	04.01.1988	0,0010	142	KOZAL	12.02.2010	1,5172	223	TUCLK	16.06.2014	2,1414
62	CEMAS	02.07.2010	1,5751	143	KRATL	03.08.2012	1,7881	224	TUKAS	05.12.1994	0,0366
63	CEMTS	30.12.1994	0,0385	144	KRDMA	20.08.1998	0,2764	225	TUPRS	30.05.1991	0,0040
64	CIMSA	04.01.1988	0,0010	145	KRDDB	04.09.1998	0,2745	226	ULKER	30.10.1996	0,0955
65	CLEBI	18.11.1996	0,0987	146	KRDMD	08.06.1998	0,2575	227	ULUSE	21.11.2014	2,2258
66	CMBTN	18.12.1997	0,2003	147	KRONT	27.05.2011	1,6080	228	ULUUN	20.11.2014	2,2357
67	CMENY	20.10.1992	0,0076	148	KRSAN	24.07.2012	1,8250	229	UNYEC	05.06.1991	0,0041
68	COMDO	04.01.1988	0,0010	149	KRSTL	19.08.1997	0,1638	230	USAK	28.11.1990	0,0028
69	CRFSA	24.08.2006	1,4800	150	KRTEK	17.11.1994	0,0362	231	UYUM	22.11.2010	1,4429
70	DAGI	01.06.2011	1,5902	151	KUTPO	24.09.1990	0,0027	232	VAKKO	03.04.1998	0,2438
71	DARDL	22.08.1994	0,0313	152	LINK	26.10.2000	0,6898	233	VANGD	24.08.2011	1,7783
72	DENCM	07.01.1988	0,0010	153	LKMNH	01.02.2011	1,5890	234	VESBE	21.04.2006	1,3288
73	DERIM	02.07.1991	0,0043	154	LOGO	08.05.2000	0,6180	235	VESTL	27.06.1990	0,0027
74	DESA	06.05.2004	1,4531	155	LUKSK	14.05.1991	0,0040	236	VKING	24.10.1994	0,0354
75	DESPC	08.12.2010	1,4901	156	MAKTK	06.01.1988	0,0010	237	YAPRK	13.05.2011	1,5824
76	DGATE	10.02.2006	1,3272	157	MEMSA	30.10.1997	0,1826	238	YATAS	19.08.1996	0,0857
77	DGLBL	01.08.1990	0,0027	158	MEPET	25.07.2011	1,7193	239	YAYLA	22.11.2013	2,0201
78	DIRIT	03.09.2012	1,8206	159	MERKO	20.10.1994	0,0353	240	YUNSA	06.04.1990	0,0025
79	DITAS	04.06.1991	0,0041	160	MIGROS	27.02.1991	0,0033	241	YYAPI	01.05.1995	0,0425
80	DMSAS	24.07.1997	0,1574	161	MIPAZ	15.02.1994	0,0178	242	ZOREN	25.05.2000	0,6217
81	DOAS	17.06.2004	1,4942	162	MNDRS	27.07.2000	0,6328				

Kaynak: Finnet, BMD

## XIII. İSTATİSTİKİ VERİLER

2016 yılı için çalışmamızda incelenen 242 şirketin detayları ilgili kısımda anlatılmış olan metodolojiye göre hesaplanan dolar bazlı reel getirilerinin frekans dağılımı alttaki grafikte gösterilmiştir.



**XIV. DİPNOTLAR**

Geçen seneki çalışmamıza dahil edilmişken bu seneki çalışmamızda yer almayan hisseler aşağıdaki gibidir:

ARTOG:	İşlem görmekten sürekli men edildi.
BOYNR:	Kendi isteğiyle kottan çıktı.
CARFA&CARFB:	CRFSA koduyla işlem görmeye başladı.
INFO:	Aracı kurum sektöründe olduğu için çalışma kapsamından çıkarıldı.
KILER:	CarrefourSa ile birleşti.
LATEK:	İşlem görmekten sürekli men edildi.
MANGO:	İşlem görmekten sürekli men edildi.
TUDDF:	Kendi isteğiyle kottan çıktı.
YESIL:	Holding olduğu için çalışma kapsamından çıkarıldı.

Geçen seneki çalışmamıza dahil edilmemişken bu seneki çalışmamızda yer alan hisseler aşağıdaki gibidir:

GEDZA, KENT, OYLUM, SANFM, SAYAS, TUCLK, ULUSE, ULUUN, YAYLA, BEYAZ, BMELK, IZFAS, IZTAR, POLTK, RODRG, SEKUR, TACTR, TKURU, VANGD, BAKAN, ETILR, GEDIZ, CRFSA, OTKAR

**Önemli Uyarı**

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da belli bir getiri garantisi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir.

Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dökümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaması gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direkt veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**  
**Araştırma & Kurumsal Finansman**  
**İnönü Cad. Kanarya Sok.**  
**No:25 Kat: 4 – 5**  
**Yenisahra / ATAŞEHİR**  
**Tel: +90 (216) 547 13 00**

