

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE KULLANILAN  
DEĞERLEME YÖNTEMLERİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI**

UĞUR CAN GÜRBÜZ

İSTANBUL,2023

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ  
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE KULLANILAN  
DEĞERLEME YÖNTEMLERİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI**

UĞUR CAN GÜRBÜZ

DANIŞMAN

Prof. Dr. Kaşif Batu TUNAY

İSTANBUL,2023

## ÖZET

### HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

Halka arz fiyatının doğru belirlenmesi hem halka arzın ilgili otoritelerden onayının alınabilmesi hem de halka arz sonrası ikincil piyasa da başarılı bir performans göstermesi için önem arz etmektedir. Buradan hareketle bu çalışmamızın amacı, halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin incelenerek başarılı bir halka arz için fiyat tespitinde izlenmesi gereken metodoloji üzerine örnek bir uygulama gerçekleştirmektir. Bu kapsamda halka arz ve şirket değerlemesi kavramları üzerinde durulmuştur. Çalışmada bir halka arz süreci boyunca tüm taraflar için sürecin genel çerçevesi ele alınmış, şirketin halka arz kararını almasıyla başlayan ve Borsa İstanbul'da kotasyonu ile tamamlanan süreç için bir yol haritası çizilmeye çalışılmıştır. Şirketlerin paylarını, ilk defa halka sunmasına iten nedenler ve teşvikler incelenmiş ve bu nedenler içerisinde yer alan halka arzlardaki düşük fiyatlama kavramına dair ulusal ve uluslararası literatür incelenerek halka arzlar üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Artan küreselleşme ile doğan ek finansman ihtiyacının şirketlerin sermaye piyasalarına yönelimini göstermek amacıyla Dünya'da yıllar itibarıyla ilk halka arz piyasalarında değişimler incelenmiş ve bölgesel olarak son yıllardaki halka arz sayısı ve tutarlarındaki dalgalanmalar makro ekonomik veriler ile açıklanmıştır. Bu araştırmalar ile elde edinilen bilgiler ışığında literatürümüzde halka arz fiyat tespit çalışması bulunmayan bir sektöre yönelik örnek uygulama gerçekleştirilmiş ve uygun metodolojinin nasıl tespit edileceği de açıklanarak bir şirket değerlemesi çalışması gerçekleştirilmiştir. Seçilen şirket'in son üç yıllık finansal tabloları kullanılarak ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin yayınlamış olduğu Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde bir halka arz uygulaması yapılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Halka arz, değerlendirme yöntemleri, düşük fiyatlama, şirket değerlendirme

## **SUMMARY**

### **VALUATION METHODS USED IN DETERMINING PUBLIC OFFERING: ISTANBUL STOCK EXCHANGE APPLICATION**

The accurate determination of the initial public offering (IPO) price is crucial for obtaining approval from relevant authorities and achieving successful performance in the secondary market after the IPO. Based on this, the aim of this study is to examine the methods used in determining the IPO price and to perform a sample application on the methodology that should be followed for a successful IPO price determination. Within this scope, the concepts of IPO and company valuation have been addressed. The general framework of the IPO process for all parties involved throughout the IPO process has been discussed, and a roadmap has been attempted to be drawn for the process starting with the company's decision to go public and ending with its listing on the Istanbul Stock Exchange. The reasons and incentives that motivate companies to go public for the first time have been examined, and the impact of the concept of underpricing in IPOs, which is one of these reasons, has been demonstrated by examining national and international literature. Changes in the first IPO markets worldwide over the years have been examined to demonstrate the orientation of companies towards capital markets due to the increasing need for additional financing resulting from globalization, and fluctuations in the number and amounts of IPOs in recent years have been explained with macroeconomic data. Based on the information obtained from these studies, a sample application was carried out for a sector without IPO price determination studies in our literature, and a company valuation study was performed by explaining how to identify the appropriate methodology. A IPO application was conducted using the financial statements of the selected company for the last three years and within the framework of the International Valuation Standards published by the Turkish Capital Markets Association.

**Key Words:** Public offering, valuation methods, underpricing, company valuation

# İÇİNDEKİLER

## Sayfa No

ÖZET .....	iii
SUMMARY .....	iv
TABLO LİSTESİ.....	x
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

## 1.BÖLÜM:

### KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

1.1 Halka Arz Süreci ve Temel Aşamaları .....	4
1.1.1 Sermaye Piyasası Kanununda Halka Arz Kavramı.....	5
1.1.2 Halka Arz Süreci ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme.....	6
1.1.2.1 Halka Arz Kararının Alınması.....	6
1.1.2.2 Halka Arza Hazırlık Süreci.....	11
1.1.2.3 Halka Arz Süreci .....	14
1.1.2.4 Halka Arz Sonrası Süreç.....	21
1.2. Halka Arz Türleri.....	24
1.2.1. İlk Halka Arz .....	24
1.2.2 İkincil Halka Arz .....	25
1.3. Halka Arz Yöntemleri.....	26
1.3.1 Mevcut Ortakların Paylarının Halka Arzı .....	27
1.3.2 Sermaye Artırımı ile Payların Halka Arzı .....	28
1.3.3 Karma Yöntem ile Payların Halka Arzı .....	28
1.4 Halka Arz Aracılık Türleri.....	29
1.4.1 En İyi Gayret Aracılığı .....	29

1.4.2 Aracılık Yüklenimi .....	30
1.5 Payların İlk Halka Arzında Satış Yöntemleri .....	32
1.5.1 Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi .....	32
1.5.2 Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	33
1.5.3. Borsada Satış Yöntemi .....	34
1.6 Halka Arzda Dağıtım ve Tahsisat .....	35
1.7 Değer ve Değerleme Kavramı .....	37
1.7.1 Değerleme Kavramı.....	39
1.8. Değerlemenin Yapılma Nedenleri .....	40
1.8.1. Şirket Birleşme ve Devralmaları .....	40
1.8.2. Şirket Halka Arzı .....	41
1.8.3. Şirket Satın Almaları .....	42
1.8.4. Hisse Senedi Analizi.....	43
1.8.5. Stratejik Karar Alma Süreci .....	43
1.8.6. Özelleştirmeler.....	44
1.9. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler .....	45
1.9.1 Tahmin Dönemi .....	45
1.9.2. Paranın Zaman Değeri .....	46
1.9.2.1 Paranın Gelecekteki Değeri .....	46
1.9.2.2 Paranın Bugünkü Değeri .....	48
1.9.3 Şirketin Kaldıraç Faktörü .....	49
1.9.3.1 Finansal Kaldıraç .....	49
1.9.3.2 Faaliyet Kaldıracı .....	50
1.9.4. Nakit Akımları .....	51
1.9.4.1 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları .....	53
1.9.4.2. Özkaynağa Olan Serbest Nakit Akımları .....	54

1.9.5 Artık Değer .....	55
1.10. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar .....	56
1.11. Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri .....	57
1.11.1 Piyasa Değeri Yaklaşımları (Piyasa Çarpanları) .....	58
1.11.1.1 Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi (F/K) .....	59
1.11.1.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi (PD/DD) .....	62
1.11.1.3 Fiyat / Satış Oranı .....	64
1.11.2 Aktif Bazlı Yaklaşımlar .....	65
1.11.2.1 Defter Değeri .....	66
1.11.2.2 Net Aktif Değer .....	67
1.11.2.3 Tasfiye Değeri .....	69
1.11.3 Gelir Bazlı Yaklaşımlar .....	71
1.11.3.1 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi .....	72
1.11.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemleri .....	76
1.11.3.2.1 Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to Firm) .....	76
1.11.3.2.2 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to Equity) .....	80
1.11.3.3 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemleri Kapsamında Kullanılan Değişkenlerin Tahmini .....	87
1.11.3.3.1 Büyüme Oranının Belirlenmesi .....	88
1.11.3.3.2 İskonto Oranının Belirlenmesi .....	90

## **2.BÖLÜM:**

### **DÜNYA'DA İLK HALKA ARZ VE LİTERATÜRÜ**

2.1. İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama .....	96
2.1.1 Asimetrik Bilgi Hipotezi .....	97
2.1.2 Aracı Kurum İtibarı Hipotezi .....	98

2.1.3 Örtülü Sigorta Hipotezi .....	98
2.1.4 Monopson Güç Hipotezi.....	99
2.1.5 Sinyal Hipotezi .....	100
2.1.6 Sıcak ve Soğuk Piyasa Hipotezi .....	100
2.2 Türkiye’de Gerçekleşen İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırması ile ilgili Yapılan Çalışmalar .....	101
2.3 Uluslararası Piyasalarda İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırması ile ilgili Yapılan Çalışmalar .....	105
2.4 Dünyada İlk Halka Arzlar .....	110
2.4.1 Amerika Bölgesi Piyasalarında İlk Halka Arzlar .....	116
2.4.2 Asya- Pasifik Piyasalarında İlk Halka Arzlar .....	119
2.4.3 Avrupa- Afrika ve Ortadoğu Piyasalarında İlk Halka Arzlar .....	121

### **3.BÖLÜM:**

#### **HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİ: BİR GAYRİMENKUL ŞİRKETİ ÖRNEĞİ**

3.1 Uygulamanın Amacı, Şirket Değerleme Süreci ve Uygulanacak Yöntemler.....	125
3.2 Şirket Hakkında Genel Bilgi.....	128
3.3 Sektör Hakkında Genel Bilgi.....	130
3.4 Şirketin Finansal Yapısı.....	136
3.5 Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	140
3.6 Piyasa Çarpanları Yaklaşımı.....	140
3.6.1 Benzer Şirketlerin Belirlenmesi.....	141
3.6.2 PD/DD Çarpan Analizi .....	143
3.6.3 PD/NAD Çarpan Analizi .....	144
3.7 Net Aktif Değer Yaklaşımı .....	146
3.8 Değerleme Sonucu .....	147

3.9 Genel Değerlendirme .....	148
<b>SONUÇ .....</b>	<b>151</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>154</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>162</b>

## TABLO LİSTESİ

### Sayfa No

<b>Tablo 1: Halka Arzın Gerçekleşme Dönemine Göre Finansal Tablolar .....</b>	<b>13</b>
<b>Tablo 2: Pazar Bazında Kotasyon Şartları.....</b>	<b>18</b>
<b>Tablo 3: BIST İlk Halka Arz (2010-2021) .....</b>	<b>25</b>
<b>Tablo 4: BIST Bedelli Sermaye Artırımları ve İkincil Halka Arz (2010-2021) .....</b>	<b>26</b>
<b>Tablo 5: BIST Halka Arz Yöntemler (2010-2021).....</b>	<b>29</b>
<b>Tablo 6: Halka Arz Aracılık Türleri (2010-2021).....</b>	<b>31</b>
<b>Tablo 7: Halka Arz Satış Yöntemleri.....</b>	<b>34</b>
<b>Tablo 8: Basit Faiz Yöntemi ile Gelecek Değer.....</b>	<b>47</b>
<b>Tablo 9: Bileşik Faiz Yöntemi ile Gelecek Değer.....</b>	<b>47</b>
<b>Tablo 10: Seçili Ülkelerin Ağırlıklı Ortalama İlk Halka Arz Getirileri .....</b>	<b>109</b>
<b>Tablo 11: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketlerinin Değerlemesinde Kullanılan Yöntemler .....</b>	<b>126</b>
<b>Tablo 12: Mistral GYO Sermaye Yapısı.....</b>	<b>129</b>
<b>Tablo 13: Satış Şekline ve Durumuna Göre Konut Satış Sayısı.....</b>	<b>133</b>
<b>Tablo 14: Mistral GYO Dönem Sonu Finansal Durum Tabloları .....</b>	<b>136</b>
<b>Tablo 15: Mistral GYO Dönem Sonu Kar veya Zarar Tabloları.....</b>	<b>138</b>
<b>Tablo 16: Mistral GYO Önemli Rasyolar (2020-2022) .....</b>	<b>139</b>
<b>Tablo 17: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Özeti.....</b>	<b>141</b>
<b>Tablo 18: Benzer Şirketlerin PD/DD Çarpan Değerleri (Milyon TL) .....</b>	<b>143</b>
<b>Tablo 19: Benzer Şirketlerin PD/NAD Çarpan Değerleri (Milyon TL) .....</b>	<b>145</b>
<b>Tablo 20: Net Aktif Değer Hesaplaması .....</b>	<b>147</b>

## GRAFİKLER LİSTESİ

### Sayfa No

<b>Grafik 1: Pay Senedi Borsalarında Toplam İşlem Hacmi .....</b>	<b>111</b>
<b>Grafik 2: Amerika Merkez Bankası (FED) Bilançosu Yıllık Ortalaması.....</b>	<b>113</b>
<b>Grafik 3: Pay Senedi Borsalarında Toplam Piyasa Değeri.....</b>	<b>114</b>
<b>Grafik 4: Amerika Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı.....</b>	<b>117</b>
<b>Grafik 5: Amerika Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD).....</b>	<b>118</b>
<b>Grafik 6: Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı .....</b>	<b>120</b>
<b>Grafik 7: Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD) .....</b>	<b>121</b>
<b>Grafik 8: Avrupa-Afrika ve Ortadoğu Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı.....</b>	<b>122</b>
<b>Grafik 9: Avrupa-Afrika ve Ortadoğu Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD) .....</b>	<b>123</b>
<b>Grafik 10: İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyetlerinin GSYH'daki Payı.....</b>	<b>130</b>
<b>Grafik 11: 2008-2021 Toplam Nüfus ve Ortalama Hane Halkı Büyüklüğü.....</b>	<b>131</b>
<b>Grafik 12: Konut Satışı (Adet) .....</b>	<b>132</b>
<b>Grafik 13: Konut Fiyat ve İnşaat Maliyet Endeksi .....</b>	<b>134</b>
<b>Grafik 14: Yabancılara Yapılan Konut Satış Sayısı.....</b>	<b>135</b>

## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>AFM</b>	:Arbitraj Fiyatlama Modeli
<b>AOSM</b>	:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
<b>AVM</b>	:Alışveriş Merkezi
<b>BIST</b>	:Borsa İstanbul
<b>F/K</b>	:Fiyat Kazanç Oranı
<b>F/S</b>	:Fiyat/Satış Oranı
<b>FCFE</b>	:Özsermayeye olan serbest nakit akımları (Free cash flow to equity)
<b>FCFF</b>	:Şirkete olan serbest nakit akışları (Free cash flow to firm)
<b>FED</b>	:Amerika Merkez Bankası
<b>FVFM</b>	:Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
<b>FVÖK</b>	:Esas faaliyetlerden gelen kar
<b>GSMH</b>	:Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYH</b>	:Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
<b>GYO</b>	:Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<b>GYODER</b>	:Gayrimenkul Yatırımcıları Derneği
<b>HBO</b>	:Hedeflenen borçlanma oranı
<b>İMKB</b>	:İstanbul Menkul Kıymet Borsası
<b>İNA</b>	:İndirgenmiş Nakit Akımları
<b>KAP</b>	:Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>Kurul</b>	:Sermaye Piyasası Kurulu
<b>LSE</b>	:Londra Menkul Kıymet Borsası (London Stock Exchange)
<b>MKK</b>	:Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>NAD</b>	:Net Aktif Değer
<b>NYSE</b>	:New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange)
<b>OVP</b>	:Orta Vadeli Plan
<b>PD/DD</b>	:Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
<b>ROE</b>	:Özsermaye karlılığı (Return on equity)
<b>SPK</b>	:Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TTK</b>	:Türk Ticaret Kanunu
<b>TÜİK</b>	:Türkiye İstatistik Kurumu
<b>USD</b>	:Amerikan Doları
<b>WFE</b>	:Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges)
<b>YDK</b>	:Yeniden Değerleme Katsayısı

## GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte artan rekabetin, şirketlerin ek finansman ihtiyaçlarını geçmişle kıyaslanamayacak ölçüde arttırdığı günümüzde şirketlerin bu ek kaynakları yaratması, yatırımcı tabanlarını genişletmeleri ve piyasa değerlerinin belirlenmesini sağlamaları açısından halka arzların önemi hızla artmaktadır.

Halka arz, şirketler için likidite sağlama, kurumsallaşma, bilinirlik gibi birçok avantaj sağlarken bu katkıların gerçekleşebilmesi için halka arz sürecinin başarı ile sonuçlandırılması dolayısıyla payların doğru fiyatlandırılması son derece önemlidir. Halk arz fiyatının doğru belirlenmesi, yatırımcıların şirkete olan güvenini etkileyebilmekte ve şirketin halka arzından beklediği fonu elde etmesini sağlayabilmekte ya da aksine engelleyebilmektedir. Bu nedenle, halka arz fiyatının doğru bir şekilde belirlenmesi, şirketin gelecekteki başarısı için kritik bir öneme sahiptir.

Dünya’da halka arzlar son yıllarda hız kazanmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde halka arzların daha sık gerçekleştiği ve büyük yatırımcı kitlelerine ulaştığı gözlemlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının derinliğinin artması ile yabancı şirketler için farklı coğrafyalarda halka arz olma imkânı doğmuştur. Son yıllarda Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) halka arz piyasası oldukça hareketli bir dönem geçirmiş, özellikle Covid-19 pandemisi sonrasında toplam halka arz işlemlerinde artış gözlemlenmiştir. Bu dönemde halka arz olan şirketler içerisinde teknoloji sektörünün öncülük ettiği özellikle de yazılım, yapay zeka ve bulut bilişim alanında faaliyet gösteren şirketlerin yüksek büyüme potansiyelleri ile yatırımcıların ilgisini çektiği görülmüştür. Ayrıca son yıllarda finansal teknoloji (fintech) sektöründen birçok şirket halka arz edildi.

Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen halka arzlarda da ABD’de olduğu gibi son yıllarda bir artış gerçekleşmiştir. En fazla halka arz gerçekleştiren ülkeler arasında Hindistan, Brezilya ve Çin yer almaktadır. Bu ülkelerin yanı sıra, Türkiye, Mısır ve Güney Afrika gibi ülkelerde de halka arz aktivitelerinde artış gerçekleştirilmiştir. Son yıllarda özellikle Asya ve Güney Amerika bölgelerindeki ülkelerin halka arz piyasalarında artış gözlemlenmesinde belirli bir sektörün atılımı ile açıklanamamaktadır. ABD sermaye piyasalarındaki teknoloji şirketlerinin atılımı geliştirmekte olan ülke piyasalarında benzer bir üstünlüğü göstermemiştir. Ancak geliştirmekte olan ülkelerde de

teknoloji, sağlık, finansal hizmetler ve enerji sektörlerinden şirketlerin halka arz piyasalarında öne çıktığı söylenebilir.

Türkiye’de halka arz süreci Sermaye Piyasası Kurulu’nun onayı doğrultusunda Borsa İstanbul’da gerçekleşmektedir. Bu süreç halka arz olacak şirketin esas sözleşmesinin sermaye piyasası kanununa uygun bir şekilde değiştirilmesi ve kayıtlı sermaye sistemine geçişi ile başlar ve halka arz için gerekli bilgi, belge ve dokümanların hazırlanarak halka arz onayının alınması ile sonlanır. Türkiye’de halka arz piyasası Covid-19 pandemisi sonrası geçmişte hiç olmadığı kadar büyümüştür. Bu dönemde Türkiye’de değişen yatırımcı davranışları şirketlerin halka arza kendilerini teşvik etmelerinde önemli bir etken olmuştur. Artan yatırımcı sayıları ile halka arzların başarı ile gerçekleştirilmesi ve devamında halka arzların göstermiş olduğu başarılı ikincil piyasa performansları halka arz sayısının artmasını sağlamıştır. Pandemi sonrasında halka arz sayısının artışında vergisel teşvikler ve regülatör kuruluşların halka arz olacak şirketlere sağlamış oldukları kolaylıklar da etkili olmuştur. Türkiye’de halka arz piyasasındaki bu olumlu gelişmelerin ilerleyen dönem de devam etmesi ile bireysel girişimcilik yapısında olan şirketlerin kurumsal kimliklerini oluşturarak başarılarının kalıcı olmasına katkı sağlaması beklenmektedir.

Bu tespitler ışığında çalışmanın amacı, Türkiye’de halka arz edilen şirketler için doğru bir yaklaşım ile halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan değerlendirme yöntemlerini ve bu yöntemlerin Borsa İstanbul’da gerçekleşecek bir halka arz uygulaması üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmamızda değerlendirme yöntemlerinin analizi ve devamında gerçekleştirdiğimiz halka arz fiyatı tespiti aşamalarında literatür taraması ve analitik çalışma yöntemleri kullanılmıştır. Bu kapsamda geçmiş çalışmalar incelenerek halka arz ve değerlendirme süreçleri incelenmiştir. Ayrıca değerlendirme yapılacak şirketin finansal verileri analiz edilerek fiyat tespiti gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmamız ile özellikle ülke ekonomimizde lokomotif sektörlerden biri olarak görülen gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin halka arz uygulaması gerçekleştirilmiştir. Literatürde bir gayrimenkul yatırım ortaklığının Borsa İstanbul’da halka arzı üzerine çalışma bulunmadığından gelecekte yapılacak çalışmalara bu konuda örnek olması ve mevcut literatürün geliştirilmesine katkı sağlamak amaçlanmıştır. Ayrıca çalışmamızda

kullanacağımız değerlendirme yöntemleri ile özellikle gayrimenkul yatırım ortaklıklarına uygulanabilirliği açısından literatüre yeni bir bakış açısı getirebilir ve bu alanda geliştirilecek değerlendirme yöntemlerine ışık tutabilir.

Çalışmanın birinci bölümünde halka arz ve şirket değerlemesi kavramsal ve kuramsal açıdan incelenmiş ve açıklamalarda bulunulmuştur. Bu doğrultuda halka arz süreci, karar aşamasından dağıtım aşamasına kadar detaylı bir biçimde incelenmiş ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun sunmuş olduğu çerçevede sürece dair açıklamalar yapılmıştır. Ayrıca değer kavramı üzerinde durulmuş, şirket değerlemesinin gereksinimi, değerlemede kullanılacak yaklaşımlar ve değerlendirme yöntemleri hakkında bilgiler verilmiştir. Ele alınan değerlendirme yöntemlerine getirilen eleştirilere yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyada halka arz literatürü incelenmiş ve bu kapsamda ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamalara dair geliştirilen hipotezlere yer verilmiştir. Ardından Türkiye'de ve uluslararası piyasalarda düşük fiyatlama hipotezleri üzerine yapılan çalışmalar incelenmiş ve farklı coğrafyalara ve dönemlere ait çalışmalara kronolojik olarak yer verilmiştir. Ayrıca Dünya Borsalar Federasyonu verileri ve sınıflandırması baz alınarak bölgesel olarak ilk halka arzlar incelenmiştir. Bunlar yıllar itibarıyla halka arz piyasasında gözlemlenen değişimler makro ekonomik koşullar ile karşılaştırılmıştır.

Son bölümde ise bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi olan Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arz fiyatının belirlenmesine dair örnek uygulama yapılmıştır. Bu uygulamada, şirketin finansal verilerinin analiz edilmesi yoluyla farklı değerlendirme yöntemlerinin kullanımını içermektedir. Halka arz fiyatının tespitinde izlenen değerlendirme metodolojisinin oluşturulması ve son olarak şirket ve sektör araştırması gibi halka arz sürecinin temel adımları detaylı olarak tanıtılmıştır. Bu çalışmanın sonuçları, halka arz edilecek diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları için de bir referans noktası olabilir ve sektörel faktörlerin şirketin finansal yapısına olan etkisini anlamak için de bir katkı sağlayabilir.

# 1.BÖLÜM: KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVE

## 1.1 Halka Arz Süreci ve Temel Aşamaları

Firmalar; işletme sermayesi ihtiyacı, yeni yatırımların finansmanı, ekonomik konjonktüre bağlı olarak farklı nedenler ile fon ihtiyacı duyabilirler. Firmalar için fon temin etmekte başvurabilecekleri iki temel piyasa bulunmaktadır. Bunlardan ilki para piyasası ikincisi ise sermaye piyasalarıdır. Para piyasaları bir yıldan kısa vadeli fon arz edenler ile fon talep edenlerin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanabilir. Para piyasalarının temel aktörlerini bankalar oluştururken bu piyasaların başlıca finansal araçları nakit döviz, poliçe, çek ve bono gibi kambiyo senetlerinden oluşmaktadır.<sup>1</sup> Şirketler için para piyasaları özellikle işletme sermayesi ihtiyacı gibi kısa süreli fon ihtiyaçlarının karşıladıkları piyasalardır. Bankalar bu piyasada firmalara çeşitli kredi ve benzeri enstrümanlar ile fon arz etmektedir.

Sermaye piyasaları ise şirketlerin bir yıldan uzun vadeli olan fon arz ve taleplerinin karşılanmasına hizmet etmektedir.<sup>2</sup> Sermaye piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak ayrılmaktadır. Birincil piyasalar şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla borçlanma aracı ihraç ederek ya da pay senedi gibi ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerin ihraç edildiği ve ihraççı konumundaki şirketlerin doğrudan fon arz edenler ile karşılaştığı piyasalardır. Şirketler için halka arzın önemi sermaye piyasalarından fon temin etmek istediklerinde artmaktadır. Şirketler açısından halka arz her türlü çağrı yolu ile ihraç ettikleri menkul kıymetlerin satışını gerçekleştirme olarak tanımlanabilir. Sermaye piyasaları, şirketlerin ihraççı konumunda yer alıp kendi talep ettikleri vade ve ödeme şekli ile fon bulabilmelerine imkân sağlamaktadır. Şirketlere böyle bir esneklik sağlaması nedeniyle sermaye piyasaları, para piyasalarına kıyasla fon temin ediminin daha zor olduğu, daha fazla prosedürün gerektiği bir finansman bulma şeklidir. Sermaye piyasaları bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde daha çok kurumsal firmaların, holdinglerin ve bankaların etkin olarak kullandığı bir piyasadır.

---

<sup>1</sup> Senem MUTLU UŞAKLI, Halka Arz Kavramı ve Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s.7.

<sup>2</sup> Ümit ATAMAN ve Halil KİBAR, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999, s.4.

### 1.1.1 Sermaye Piyasası Kanununda Halka Arz Kavramı

Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamada kullandıkları yöntemlerden olan halka arz Sermaye Piyasası Kanununun (SPK) 3'üncü maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre halka arz şekilleri şu şekilde sıralanabilir:<sup>3</sup>

- a. Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması,
- b. Halkın anonim bir ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini,
- c. Hisse senetlerinin borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini,
- d. SPK'na göre halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımları dolayısı ile paylarının satışını ifade etmektedir.

Sermaye Piyasası Kanununa göre anonim ortaklıklar payları halka arz edilmiş ve halka arz edilmemiş anonim ortaklıklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrıma göre anonim ortaklıkların halka açık statüsünü almaları iki farklı şekilde gerçekleşir. İlk yöntemde, anonim ortaklıklar paylarının satın alınması için her türlü çağrı yoluyla yatırımcıları ortaklığa katılmaya davet ederek, paylarının borsalar ya da teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesini sağlayarak "halka açık" statüsünü alması ile gerçekleşir. İkinci yöntemde ise ortak sayısının 500'ü geçmesi sonucunda şirketin payları halka arz edilmiş sayılarak, halka açık anonim şirket olurlar.<sup>4</sup>

Sermaye Piyasası Kanununun (SPK) 3.maddesinde halka arz kavramı ile birlikte ihraççı ve ihraç kavramlarının da üzerinde durulmuştur. SPK'na göre ihraç sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışını ifade etmektedir. İhraççı ise kitle fonlama platformları ile para toplayan hariç, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere sermaye piyasası kuruluna başvurudan bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilmiş tüzel kişilikleri ifade etmektedir. Sermaye piyasası araçlarının ihraç ya da halka arzlarının sermaye piyasası kurulunca onaylanması ve kurulca kayıt altına alınması zorunludur.

---

<sup>3</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e , s.54.

<sup>4</sup> Namık Kemal GÖKALP, Sermaye Piyasalarında Halka Arz "Yöntemler, Uygulama ve Analizi", Beta Yayın, İstanbul, 2014, s.49.

Birçok prosedürün işlediği halka arz sürecinde özellikle paylarını ilk defa halka açılacak olan ihraççılar bir aracı kurumun uzmanlığından faydalanarak halka arzlarını gerçekleştirmektedir. Şirketlerin halka açılma ve halka arzlarının birbirinden farklı kavramlar olduğunu belirtmekte yarar vardır. Halka açılma, halka kapalı durumda olan şirketlerin ilk defa paylarını birincil piyasada satışa sunmasıdır. Halka arz ise daha önce payları satışa sunulmuş anonim ortaklıkların yeni pay ihraçlarını ya da tahvil gibi borçlanma araçlarının ihracını ifade etmektedir.

### **1.1.2 Halka Arz Süreci ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme**

Şirketler için sürdürülebilir büyümeyi sağlamak, yeni yatırımlar ile kapasite artışını gerçekleştirebilmekten ve ölçek ekonomisine ulaşarak rakiplerine karşı maliyet avantajı elde etmek ile mümkün olmaktadır. Şirketler her ne kadar bankacılık sisteminden limitleri ölçülerinde finansman sağlayabiliyor olsalar bile güçlü bir özkaynak olmadan sürdürülebilir büyüme mümkün olmamaktadır. Şirketler, özkaynak bulmak amacıyla paylarının satın alınması için çağrıda bulunarak halka arz yolunu tercih edebilmektedir. Bu yöntemin tercih edilmesinde sermaye piyasalarının gelişmişliği, Borsa İstanbul gibi bir organize piyasanın var oluşu önem arz etmektedir. Organize piyasalar, yatırımcılar ile ihraççıları bir araya getiren aracı kurumların olduğu, düzenleyici denetleyici kuruluşlar sayesinde yatırımcı haklarının korunduğu teşkilatlanmış yapılardır. Şirketlerin Borsa İstanbul'daki halka arz süreçleri karar alma aşaması ile başlayıp paylarının Borsa İstanbul Pazarlarına kotasyonu ile tamamlanan uzun bir yolculuktur. Bu bölümde bu sürecin aşamaları açıklanmaktadır.

#### **1.1.2.1 Halka Arz Kararının Alınması**

Şirketler için elde ettikleri gelirler, küreselleşmiş dünyada başarılı olmaları için yeterli olmamaktadır. Günümüzün rekabetçi koşulları çoğu zaman yeni yatırımların yapılabilmesi için yeni ortakların şirkete katılmasını gerektirmektedir. Halka arz kararının alınmasında; yüksek enflasyonist ortam, içerisinde yer alınan sektördeki teknolojik değişimler, fonlama maliyetlerinde ki artışlar, ücret gibi temel maliyetlerdeki artışlar,

faaliyet alanında olmasa dahi ilişkili şirketlerin sektörlerindeki değişimler gibi şirketin elinde olmayan sebepler de yeni özkaynak ihtiyacına neden olmaktadır.<sup>5</sup>

Şirketler açısından paylarının Borsa İstanbul'da halka arzı ile finansman sağlamaları kurumsal yönetim, bağımsız denetim, şeffaflık gibi konularda kredibilitesinin artmasını sağlayarak ve halka arz sonrasındaki finansman ihtiyaçlarında elini güçlenmesini sağlayan bir etkidir. Bu sayede şirketler hem bankalar nezdindeki risk limitlerini kullanmamış hem de gelecekteki muhtemel fon ihtiyaçlarında bankalardan daha düşük maliyet ile finansman sağlayabilme imkânı elde etmiş olurlar. Ayrıca, Şirketler borsada paylarını nominal değerinin üzerinde satarak, borsa fiyatı ile nominal değeri arasında ki fark kadar ilave kaynak elde edebilmektedir.<sup>6</sup> Halka arz kararının alınmasında halka arzın şirkete sağlayacağı avantaj ve dezavantajları listeleyerek karşılaştırmakta fayda vardır. Halka arzın avantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- a) Finansman Sağlanması:** Şirketler için halka arzın en önemli avantajı primli olarak paylarını ihraç ederek düşük maliyet ile fon bulabilmektir. Şirketlerin gerçekleştirdikleri halka arz ile özkaynak niteliğinde fon bulmanın yanı sıra daha sonraki finansman ihtiyaçları için de maliyet avantajı sağlamaktadır. Şirketlerin Borsa İstanbul'da kotasyonunun gerçekleşmesi ve borsada sürekli işlem görmesi, Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerekli görülen şartları yerine getirdiği anlamını taşımaktadır. Bağımsız dış denetim gibi sorumluluklarının yerine getirilmesi sayesinde şirketlerin kredibilitesi artmaktadır. Artan kredibilitesinin yanı sıra şirketler paylarını da teminat göstererek bankalardan finansman elde edebilme imkanına kavuşur. Ayrıca paylarının halka arzı ile sermaye piyasalarına erişim sağlamış olan şirketler yeni finansman ihtiyaçları için sermaye piyasası araçlarını kullanmak konusunda avantajlı olmaktadır. Hali hazırda Borsa'da yer alarak kamuyu aydınlatma, bağımsız denetim gibi yatırımcılarına karşı sorumluluklarını

---

<sup>5</sup> İbrahim Ethem Sancak, Türkiye'nin Beş Yüz Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999, s.32.

<sup>6</sup> Selami ŞENGÜL, 100 Soruda Halka Açılma, Ankara Sanayi Odası Yayınları, Ankara, 1997, s18.

yerine getirmeleri şirketlerin sermaye piyasalarında borçlanma aracı ihraç etmelerini kolaylaştırmaktadır.

**b) Yurtiçi ve Yurtdışı Tanınırlığı:** Şirketlerin Borsa İstanbul'da işlem görebilmesi için izahname hazırlamaları, paylarının satışı için çağrıda bulunmaları gibi yatırımcılara karşı yapılması gereken tanıtımlar vardır. Şirketler halka arz ile geniş kitleye ulaşabilmektedir. Özellikle son yıllarda Borsa İstanbul'da gerçekleşen ilk halka arzlara oluşan yüksek talep şirketlerin yeni yatırımcıları aracılığı ile kendiliğinden reklamlarını yapma imkânı vermektedir. Ayrıca Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığı ile yatırımcılara yaptığı bilgilendirmeler, açıkladıkları finansal tablolar ve özel durum açıklamaları da medya tarafından ilgi görmekte bu sayede şirketin tanınırlığına katkı sağlamaktadır. Bu nedenle de şirketler için halka arz, tanıtım ve reklam mecrası olarak da görülmektedir.<sup>7</sup>

**c) Likidite Sağlama:** Şirketlerin halka arz ile birlikte Borsa İstanbul'a kotasyonu gerçekleşmektedir. Bununla birlikte şirket paylarının Borsa'da sürekli işlem görmesi ortakların piyasada oluşan arz ve talebe göre ellerindeki payları satabilmesine imkân tanımaktadır.<sup>8</sup> Ayrıca piyasada arz ve talebe göre oluşan bu fiyatlama sayesinde şirketlerin piyasa değerinin hesaplanması kolaylaşmaktadır.<sup>9</sup>

**d) Küreselleşme:** Şirketler halka açılarak yurtdışı sermaye piyasalarına erişme, yabancı ülkelerin sermaye piyasalarında depo sertifikaları gibi sermaye piyasası araçlarını ihraç etme imkanını elde etmiş olurlar. Bir önceki likidite sağlama maddesinde belirttiğimiz gibi payların sürekli işlem gördüğü bir ikincil piyasanın varlığı ile yabancı ortak bulma imkanları kolaylaşmaktadır.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Güven SAYILGAN, İşletme Finansmanı, Siyasal Kitapevi, Ankara, 2019, s.115.

<sup>8</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, Ankara, Haziran 2016, s.3.

<sup>9</sup> Tolga AYOĞLU ve Zekiye Özen İNCİ, Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008, s.103.

<sup>10</sup> Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, İstanbul, 2020, s.4.

- e) **Kurumsallaşma:** Şirketlerin halka açık hale gelmesi ile sorumlulukları artmaktadır. Kamuyu aydınlatma, hesap verebilirlik, adillik, şeffaflık gibi kurumsal yönetim ilkelerine uymaları gerekmektedir. Şirketler bu yeni sorumluluklarını yerine getirerek ülkemizde yaygın olan aile şirketi kimliğinden arınmaktadır. Halka arz olan şirketlerin varlığı bu sayede aile üyelerinin varlığından bağımsızlaşmakta, sermaye piyasası mevzuatının gerekliklerine uyması aile şirketi kimliğini üzerinden atarak şirketlerin kurumsallaşmasını hızlandırmaktadır.<sup>11</sup>
- f) **Vergi Avantajı:** Payları 17.01.2020 Tarihi sonrasında ilk defa halka arz edilmiş olan, finansal kuruluşlar hariç, şirketler için Vergi kanununun 32.maddesine yapılan ekleme ile halka arz tarihinden itibaren beş hesap döneminde kurumlar vergisinde 200 baz puanlık vergi indirimi teşviki sağlanmıştır.<sup>12</sup> Şirketlerin bu vergi indirimden yararlanabilmeleri için sermayelerinin en az %20'si oranında paylarının halka arzını gerçekleştirmeleri gerekmektedir.

Halka arz olmanın şirketler için birçok avantajı olmakla birlikte bazı dezavantajlarının olabileceğini de belirtmekte yarar vardır. Şirketlerin, halka arz kararı alırken göz önünde bulundurmaları gereken dezavantajları şu şekilde sıralayabiliriz:

- a) **Halka Arz Maliyeti ve Sürecin Uzunluğu:** Şirketlerin Borsa İstanbul'da halka arzı için izahname hazırlamaları ve bunun kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. İzahname, şirketin mali tablolarını içeren, geleceğe yönelik faaliyet ve beklentilerinin yer aldığı, ihraç ettiği paylar hakkında yatırımcıların sağlıklı karar verebilmesi amacıyla hazırlanıp kamuya sunulan evraklardır.<sup>13</sup> İzahname hazırlanışı uzmanlık isteyen ve ihraççı şirketin birçok konuda danışmanlık hizmeti alması gerektiren bir

---

<sup>11</sup> Nihan KOSER, Borsa İstanbul'da Halka Arz Süreci ve Halka Arzların Başarılarının Değerlendirilmesi, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2019, s.8.

<sup>12</sup> T.C Resmi Gazete, 25 Mayıs 2021, Sayı: 31491

<sup>13</sup> Tekin MEMİŞ ve Gökçen TURAN, Sermaye Piyasası Hukuku, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s.65.

süreçtir. Özellikle bu süreç halka arz planlamasının iyi yapılmaması durumunda şirket açısından uzun ve maliyetli olabilmektedir. Şirketlerin düzenli olarak mali tablolarının hazırlanmamış olması bunun en önemli sebebidir. Halka arz sürecinde en büyük maliyetleri aracı kurumlara ödenen komisyon ve masraflar oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra kurul ücreti, Borsa İstanbul ücreti, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ücreti, reklam ve tanıtım masrafları da şirketlerin halka arz süreci boyunca katlanmaları gereken masraflardır.

- b) Bilgilendirme Yükümlülüğü:** Halka arz olmuş şirketler SPK mevzuatları gereğince yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi kamuyu aydınlatma sorumlulukları gereği yerine getirmek zorundadır. Bu çerçevede şirketlerin faaliyetleri ve finansal durumları hakkında kamuya yapılan duyurular içsel bilgilerin rakip firmalarca da öğrenilmesi endişesine neden olmaktadır.
- c) Prestij Kaybı Endişesi:** Şirketlerin halkı arzı sırasında ihraç ettikleri paylara yeterli talebin gelmemesi durumunda oluşabilecek olumsuzluklar karşısında çekince duyabilmektedir. Ayrıca şirketler başarılı bir halka arz geçirmiş olmalarına rağmen devam eden süreçte piyasada oluşan fiyatların gerçeği yansıtmayacağı düşüncesi de aynı çekincelere sebep olmaktadır.
- d) Şirket Yönetiminin Ele Geçirilmesi İhtimali:** Şirketler halka arz ile birlikte ortak sayılarında büyük bir artış olmakta bu durumda mevcut ortakların yönetim ve denetim üzerindeki etkilerini azaltmaktadır. Ayrıca paylarının Borsa'da işlem görmesi ile birlikte başka şirketler tarafınca şirket hisselerinin ele geçirilmesi ihtimali doğmaktadır.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Bekir ELMAS, İlk Halka Arz Teori ve Uygulama, Gazi Kitabevi, 2012, Ankara, s.17.

### 1.1.2.2 Halka Arza Hazırlık Süreci

Şirketlerin hisselerinin Borsa İstanbul'da kotasyonunun gerçekleştirilip Borsa Pazarlarında işlem görebilmesi için halka arz dokümanlarının kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Şirketlerin başarılı bir halka arz geçirebilmeleri için hazırlık döneminde planlama sürecini, insan kaynağı ihtiyacını, iç kontrol ve muhasebe sistemlerinde yapmaları gereken düzenlemeleri halka arzdan 12-24 ay önce uygulamaya koymaları gerekmektedir. Diğer yandan yatırımcı ilişkileri gibi daha kısa sürede gerçekleştirilebilecek adımların halka arz sürecinin son 6 aylık döneminde de yapılabilmektedir.<sup>15</sup> Halka arz için ilgili kuruluşlardan gereken onayların alınması için işleyen hazırlık sürecini şu şekilde maddeleyebiliriz:

a) **Şirket içi çalışma grubunun oluşturulması:** Şirketler için halka arz sürecine başlarken Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurul (Kurul)'una yapılacak başvurularda hazırlanacak evrakların hazırlanmasında görev alacak bir çalışma grubunun oluşturulması gerekmektedir. Bu çalışma grubu orta düzey yöneticiler, finans departmanından uzmanlar, muhasebe departmanından çalışan ile halkla ilişkiler bölümü yöneticilerinden oluşmalıdır.<sup>16</sup>

b) **Aracı Kuruluşların ve Finansal Danışmanların Seçimi:** Şirketler halka arz kararını almaları ile birlikte Kurul tarafından aracılık hizmeti vermeye yetkilendirilmiş bir aracı kurum ile aracılık sözleşmesi imzalamak zorundadır. Aracılık sözleşmesi tek bir kurum ile yapılabileceği gibi bir konsorsiyum lideri etrafında oluşturulacak birden fazla aracı kurum ile de yapılabilmektedir.<sup>17</sup> Yapılan aracılık sözleşmesinde aracı kuruluşun yüklenimde bulunup bulunmayacağı, olursa hangi yöntem ile yüklenimde bulunacağı, halka arz yönteminin ne olacağı gibi unsurlar yer almaktadır. Halka arzın başarısı için aracı kurum seçimi önem arz etmektedir. Aracı kurum, ihraççıya halka arz ile ilgili prosedürlerde danışmanlık yapmanın

---

<sup>15</sup> Hüseyin GÜLER, Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010, s.78.

<sup>16</sup> Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, İstanbul, 2020, s.6.

<sup>17</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, Ankara, Haziran 2016, s.8.

yanı sıra halka arzın büyüklüğüne göre yeterli yatırımcıya ulaşma kabiliyetinde olması gerekmektedir. Şirketlerin halk arz ile toplamayı hedefledikleri fon tutarı arttıkça çalışmaları gereken aracı kuruluşlarında buna uygun şekilde yaygın şube ağına sahip kuruluşlar olmaları gerekmektedir. Özellikle şube ağı geniş bankaların bağlı ortaklığı konumundaki aracı kuruluşların büyük tutarlı halka arzlarda yatırımcıya ulaşma konusundaki imkanlarının daha fazla olması şirketler tarafından aracı kurum tercihi sırasında göz önünde bulundurmaları gereken bir unsurdur. Yatırımcıya ulaşma becerisinin yanı sıra seçilecek aracı kurumun, Kurul'a ve Borsa İstanbul'a sunulacak bilgi ve belgeleri hazırlayacak uzman kadroya sahip olması gerekmektedir.

- c) **Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği:** Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi için sermaye piyasası mevzuatına uyum kapsamında esas sözleşme tadil tasarılarının Kurul'a sunulması gerekmektedir.<sup>18</sup> Kurul onayının alınması ile birlikte yapılan değişikliklerin ilk genel kurulca onaylanması gerekmektedir. Ayrıca halka arz edilecek payların üzerinde devir ve tedavülüne dair kısıtlamaların olması durumunda söz konusu hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması gerekmektedir. Halka arz sermaye artırımı yolu ile gerçekleştirilecekse ilgili karar esas sermaye sisteminde genel kurulca alınmakta iken kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulunca alınabilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemi, esas sözleşmede belirtilmiş ve Ticaret siciline tescil edilmiş yetki tavanı kapsamında yönetim kuruluna 5 yıl boyunca sermaye artırımları hususunda yetki vermektedir.<sup>19</sup> Bu sistem sayesinde şirketler genel kurul kararına gerek duymaksızın belirtilen tavana kadar esas sermayeyi artırma ve pay çıkarma sürecini kısaltabilmektedir. Şirketler, kayıtlı sermaye sistemi sayesinde Türk Ticaret Kanun'un (TTK) esas sermayenin arttırılmasına dair hükümlerinin uzun prosedürleri olmadan halka arz ve sermaye artırımı kararı

---

<sup>18</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı, Ankara, Haziran 2016, s.7

<sup>19</sup> Tahir SARAÇ, Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı, Asil Yayın, Ankara, 2009,

alabilmektedir. Bu nedenle halka arz olacak şirketlerin halka arz öncesinde kayıtlı sermaye sistemine geçtikleri sıkça görülmektedir. Halka açık olmayan bir şirketin esas sermaye sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçişi için; şirket esas sözleşmesine konulacak hükümlerle tavan sermayenin belirlenmesi, belirlenen tavana göre sermayeyi artırma ve yeni hisse senedi çıkarılması yetkisinin yönetim kuruluna verilmesi ve TTK gereğince bu yetkinin beş yıl ile sınırlandırılması ile tamamlanır.

**d) Finansal Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetimden Geçirilmesi:**

Şirketlerin halka arz için finansal tablolarını Kurul'un belirlediği standartlara uygun bir şekilde hazırlamaları gerekmektedir. Hazırlanacak finansal tabloların Kurul tarafından yetkilendirilmiş bağımsız denetim firmalarınınca denetlenmiş olması gerekmektedir. Halka açılmak için Kurul'a yapılacak başvurunun yanı sıra Borsa'ya yapılacak başvuru içinde finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi gerekmektedir. Halka arz süreci öncesinde hiç uluslararası finansal raporlama standartlarına göre finansal tablo hazırlamamış olan şirketler için bu sürecin maliyetine katlanarak alanında uzman olan bir denetim firması ile çalışması önem arz etmektedir. Hazırlanacak finansal tablolar halka arzın gerçekleşeceği tarihe göre farklılaşmaktadır.

**Tablo 1: Halka Arzın Gerçekleşme Dönemine Göre Finansal Tablolar**

Halka Arzın Gerçekleşeceği Dönem	İzahnamede Yer Alacak ve Bağımsız Denetimden Geçecek Finansal Tablolar
1 Ocak - 15 Şubat	Son üç yıllık ya da içinde bulunulan yıldan önceki üç yıllık finansal tablolar ile dokuz aylık ara dönem finansal tablolar
16 Şubat - 15 Mayıs	Son üç yıllık finansal tablolar
16 Mayıs - 15 Ağustos	Son üç yıllık ve üç aylık ara dönem finansal tablolar
16 Ağustos - 15 Kasım	Son üç yıllık ve altı aylık ara dönem finansal tablolar
16 Kasım - 31 Aralık	Son üç yıllık ve dokuz aylık ara dönem finansal tablolar

**Kaynak:** KPMG, Halka Arz ve Bağımsız Denetim,2021

e) **Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi:** Halk arz fiyatının belirlenmesi tüm hazırlık süreci içerisindeki en önemli aşamalardan biridir. Aracı kurumlar, ihraççı şirketin pay başına değerini belirlerken halka arzın başarılı olması açısından iskontolu bir fiyat biçme eğiliminde olabilmektedir. Aracı kurumlar bu sayede yeterli talebin toplanması açısından kendilerini güvence altına alma psikolojisi içerisindeyler. İhraççı konumundaki şirketler için ise durum tam tersidir. Paylarının halka arz fiyatının mümkün oldukça yüksek olmasını istemektedirler. Bu durumda halka arz için belirlenecek fiyat yatırımcı, aracı kurum ve ihraççı açısından kabul edilebilir bir seviyede belirlenmesi gerekmektedir. Halka arz fiyatının nominal değerden yüksek olması durumunda aracı kurumun hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunun izahname ile birlikte halka arzdan en az 3 iş günü öncesinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanması gerekir.<sup>20</sup> Ayrıca bu ilan edilen fiyat tespit raporuna dair diğer aracı kurumlarca değerlendirme raporları hazırlanabilmekte ve bu raporlarda KAP 'ta yayınlanabilmektedir.

f) **Başvuru için Gerekli Belgelerin Hazırlanması:** Halka arz sürecinin başlaması ile birlikte şirketin kendisi ya da yetkili aracı kurum ile Kurul ve Borsa İstanbul uzmanları gerekli belgelerin hazırlanması konusunda bilgi alışverişinde bulunmaktadır. Borsa genel müdürlüğünce belirlenen bilgi belgeler bir dilekçe ekinde borsaya iletilmektedir. İlgili belgelere ek olarak ihracın niteliğine göre ilave belgeler de istenebilmektedir.<sup>21</sup>

### 1.1.2.3 Halka Arz Süreci

Halka arz süreci, şirketlerin paylarının ihraç edilmesi ile borsada işlem görmeye başlaması arasındaki bir dizi faaliyeti kapsamaktadır. Şirketlerin paylarının Borsa İstanbul'da işlem görebilmesi için paylarının SPK tarafından kayda alınması, halka arz

---

<sup>20</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, Sermaye Piyasası Araçları 1, SPL Sicil ve Eğitim Kurulu, 31 Aralık 2021, s.32.

<sup>21</sup> İMKB, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Kasım 2012, s.6.

işlemlerinin gerçekleştirilmesi ve ilgili Borsa Pazar'ında kaydı yapılması gerekmektedir.<sup>22</sup> Bu süreçte gerçekleşecek olan faaliyetleri şu şekilde sıralayabiliriz:

**a) Halka Arz Edilecek Payların Kayda Alınması:** Şirketlerin halka arz sürecinin ilk aşaması payların kurul kaydına alınmasıdır. İhraç ya da halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının kurul kaydına alınması zorunludur. Ancak TCMB tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarında bu zorunluluk aranmaz. TCMB bankasının ihraçları öncesinde Kurul'u bilgilendirmeleri yeterli görülmektedir.<sup>23</sup> Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmadan satışına başlanamayacağına dair bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak öğretideki hâkim görüş, kayıt altına alınmadan sermaye piyasası araçlarının satışının icabının yapılamayacağı yönündedir.<sup>24</sup>

**b) İzahname ve Halka Arz Belgelerinin Hazırlanması:** İzahname ve Pay Tebliğinde belirtilen veya Kurulca istenen Halka arz belgelerinin hazırlanması ve kurul tarafından onaylanması halka arz sürecinin en önemli adımlarındandır. İzahname 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda şu şekilde tanımlanmıştır: İhraççının finansal durum ve performansını geleceğe dair beklentilerini, faaliyetlerini, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir olan sermaye piyasası araçlarının özelliklerini ve bu menkul kıymetlerin sağlayacağı hakların, risklerin yatırımcıların değerlendirme yapabileceği nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma metnidir. Kısaca izahname yatırımcıların sermaye piyasası aracını iktisap etme kararını almaları konusunda verecekleri kararları etkileyen bilgilerin yer aldığı dokümandır. Tasarruf sahiplerine satış duyurusu ise yatırımcıları sermaye piyasası aracını satın almaya davet eden. İzahname de yer alan ihraç bilgilerini özetleyen bir belgedir.<sup>25</sup> Hazırlanan izahname ve sirküler onaylanması ile birlikte KAP'ta ve şirketin internet sitesinde

---

<sup>22</sup> ELMAS, a.g.e., s.39.

<sup>23</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.105.

<sup>24</sup> AYOĞLU ve İNCİ, a.g.e., s.103.

<sup>25</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.141.

yayınlanmaktadır. Kurul gerekli görmesi durumunda gazetede ve yurt dışında yayınlanmasını isteyebilir.

c) **Borsa İstanbul ve Sermaye Piyasası Kurul'una Başvuru:** Şirketler, halka arzlarını gerçekleştirebilmeleri için Kurul ve Borsa İstanbul yönetim kurulu tarafından onayı gerekmektedir. Bu nedenle hazırlamış oldukları izahnameyi ve pay tebliğinde belirtilen belgeleri Kurul ve BIST yönetim kurulunun onayına sunmaktadır.<sup>26</sup> Kurul, izahname onayı sırasında şirket paylarının hangi pazarda işlem göreceğine dair Borsa İstanbul'dan uygun görüş istemektedir. Sürecin hızlı işlemesi açısından bu başvuruların eş zamanlı yapılması genel kabul görmüştür. Şirketler başvuruları kendileri yapabileceği gibi aracı kuruluş tarafından da başvuru süreci gerçekleştirilebilmektedir. Şirketler Kurul ve Borsa İstanbul'a müracaatlarını yapmaları ile birlikte tanıtım faaliyetlerine başlayabilmektedir.

d) **Kurul ve Borsa İstanbul Uzmanlarının Şirket İncelemesi:** Şirketler halka arz ve Borsa İstanbul pazarlarında işlem görmek için gerekli belgeleri tamamladıktan sonra Kurul ve BIST uzmanlarınca ziyaret edilmektedir. Bu incelemelerde şirketlerin faaliyetleri hakkında genel incelemeler, tesislere, üretim ve yatırımlara ilişkin genel incelemelerde bulunmaktadır. Şirketlerin türlerine göre incelemeler farklılık göstermekle birlikte temelde nicelik ve niteliksel yönden incelemelerde dikkate alınan hususlar şu şekilde ifade edilebilir.<sup>27</sup>

#### **Nitelik Yönünden İncelemeler:**

- Üretim tesisleri
- Hammadde tedarik koşulları,
- Kalite kontrol süreci,
- Kullanılan patentler,

<sup>26</sup> T.C Resmi Gazete, Pay Tebliği (VII-1128.1), 22 Haziran 2013, Sayı: 28685

<sup>27</sup> ELMAS, a.g.e., s.41.

- Devam eden yatırımlar,
- Satışlar,
- Hukuki sorunlar,
- Satışlar,
- Ruhsat vb. belgeler,
- Gayrimenkuller,
- İştirakler ve bağlı ortaklıklar,
- Yönetim kurulu ve çalışanlara ilişkin bilgiler gibi konular incelenmektedir.

**Nicelik Yönünden İncelemeler:** Şirketin son 2 yıla ve içinde bulunulan yılın da 3 er aylık dönemlerine ait finansal tablolar Kurul ve BIST uzmanlarınca incelenmektedir. Yapılan incelemelerin ardından BIST uzmanları bir rapor hazırlayıp şirketin kotasyon şartlarını sağlayıp sağlamadığını belirtmektedir.<sup>28</sup>

- e) **Takasbank ve MKK'ya Müracaat:** Şirketlerin paylarını halka arz etme süreçlerinde ki bir diğer önemli aşama Takas ve Saklama Bankası ile Merkez Kayıt Kuruluşuna yapacakları üyelik başvurularıdır. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununu Madde 13'te sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın kayden ihracının esas olduğu hükmü yer almaktadır. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin süreci yürüten ve sermaye piyasası araçlarına bağlı hakları üyeler ve hak sahipleri bazında elektronik ortamda kayden izlenmesine olanak sağlayan yetkili kuruluştur. Ayrıca şirketlerin kamuya aydınlatma bildirimlerini gerçekleştirebilmeleri için MKK tarafınca işletilen KAP'a da başvuru yapmaları gerekmektedir. Takasbank, BİST pazarlarında gerçekleşen işlemler sonucunda oluşan nakit ve menkul kıymet takasını sonuçlandırmak üzere Kurul tarafından yetkilendirilmiş merkezi takas kuruluşudur. Ayrıca Takasbank, Kurul tarafından yetkilendirilmiş Ulusal Numaralandırma Kuruluşu olarak ISIN kodu verilmesinden sorumludur.

---

<sup>28</sup> GÖKALP, a.g.e., s.160.

Bu nedenle halka arz olacak şirketlerin Takasbank'tan ISIN kodu tahsis etmeleri gerekmektedir.<sup>29</sup>

**f) Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi:** Halka açılacak şirketlerin paylarının Borsa İstanbul'un hangi pazarında işlem göreceği; yapılan halka arzın büyüklüğüne, şirketin sağlamış olduğu kriterlere bakılarak borsa İstanbul uzmanlarının incelemeleri sonrasında belli olmaktadır. BIST uzmanlarının görüşü ile belirlenecek olan Pazar'ın şirketin halka arz izahnamesinde belirtilmesi gerekmektedir. İlk defa halka arz olan şirketlerin işlem göreceği pazarlara dair şartlar Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesinde Madde 8/1 de yer almaktadır.<sup>30</sup> Ayrıca söz konusu maddede payları için ilk defa kotasyon başvurusu yapacak şirketlerin, sermayesinin tamamı için başvuruda bulunması gerektiği belirtilmiştir. Borsa İstanbul Pay Piyasasında yer alan pazarlar ve kriterlerini şu şekilde maddeleyebiliriz:<sup>31</sup>

- Halka arz olmakta olan şirketin kuruluşundan bu yana en az 2 takvim yılı geçmiş olması,
- Şirketin Aşağıdaki tabloda belirtilen Pazar şartlarından herhangi birinin tamamını karşılaması gerekmektedir:

**Tablo 2: Pazar Bazında Kotasyon Şartları**

	Yıldız Pazar	Ana Pazar	Alt Pazar
Halka Arz Edilecek Payların Piyasa Değeri	Asgari 300.000.000 TL	Asgari 75.000.000 TL	Asgari 40.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Payların Nominal Değerinin Sermayeye Asgari Oranı	15%	20%	25%
Bağımsız Denetimden Geçmiş Yıllık Finansal Tablolarında Dönem Karı Olması	Son 2 Yıl	Son 2 Yıl	Son 2 Yıl
Bağımsız Denetimden Geçmiş En Son Yıllık Finansal Tablolarındaki Özsermaye/Sermaye Oranı	1'den Büyük	1'den Büyük	1,25'den Büyük

**Kaynak:** Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönergesi

<sup>29</sup> IMKB, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Kasım 2012, s.8.

<sup>30</sup> Borsa İstanbul, Kotasyon Yönergesi, İstanbul, 2015, s.5.

<sup>31</sup> Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme, İstanbul, 2020, s.6.

- Finansal durumunun işletme faaliyetlerinin sürekliliğini sağlıklı bir biçimde sağlayabilecek güçte olması,
- Halka arz olan payların üzerinde hak kullanımlarını engelleyebilecek kısıtlamaların olmaması ve şirket esas sözleşmesinin Pazar’da işlem görecektir payların devrine, tedavülüne dair kısıtlayıcı hükümlerin yer almaması,
- Borsa İstanbul tarafından kabul edilebilecek nedenler hariç son 1 yıl içerisinde faaliyetlerine 3 aydan fazla ara vermemiş, iflas erteleme, konkordato, tasfiye kararı gibi süreçlerin yaşanmamış olması,
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek derecede hukuki süreçlerin içerisinde bulunmaması, faaliyet bakımından ve payların hukuki durumunun mevzuata uygun olduğuna dair bir hukukçu firma tarafından düzenlenen hukukçu raporu gerekmektedir.
- Şirketler, bağımsız denetimden geçmiş son iki yıllık dönem karı veya özsermaye/sermaye oranı şartlarından birini ya da her ikisini sağlayamadığı durumlarda, Kotasyon Yönergesi Madde 8/3 de belirtilen şartların sağlanması koşuluyla yıldız pazara kote edilebilirler. Bu şartlar su şekilde özetlenebilir; Şirketin son yıl ve ilgili ara dönem de faaliyet karının olması, halka arz edilen payların piyasa değerinin 500 milyon TL olması, halka arz sonrası oluşacak özsermaye/sermaye oranının 1’den büyük olması, halka arzın sadece ortak satışı yöntemi ile yapılamaması kaydıyla Yıldız Pazar’da kotasyonuna izin verilebilir.<sup>32</sup>

**g) Payların Satış Süreci, Dağıtım ve Halka Arz Sonuçlarının Duyurulması:** Şirketlerin halka arz işlemi izahname ve tasarruf sahiplerine satış duyurusunda belirtilen tarihte başlar. Talep toplama süreci en az 2 en fazla 20 iş günü sürer.<sup>33</sup> Şirketler halka arzları sırasında 2 farklı satış yönteminden birini seçmektedir. Bunlardan ilki talep toplama yöntemi

<sup>32</sup> Borsa İstanbul, Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme, İstanbul, 2020, s.11.

<sup>33</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, 28 Haziran 2013, Sayı: 28691

ikincisi ise borsada satış yöntemidir. Bu halka arz yöntemleri ilerleyen bölümlerde detaylıca açıklanacaktır. Ayrıca şirketler halka arz olacak paylarının dağıtımını, tahsisat oranlarını izahnamede belirtmek şartıyla belli yatırımcı gruplarına tahsis etme yolunu seçebilirler. Şirketlerin bu yöntemi seçmeleri halinde halka arz edilecek payların en az %10'unun yurt içi bireysel yatırımcılara, %10'unun da yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi gerekmektedir.<sup>34</sup> Payların satış işlemlerinin bitmesinin ardından, aracı kuruluş tarafından halka arza ilişkin satış sonuçları Kurul'a ve Borsa İstanbul'a bildirilir. Ayrıca aracı kurum, yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgilerini ve varsa halka arz olan payların %5'i aşması durumunda satın alan kişi ya da kurumları içeren duyuruyu dağıtım listesinin kesinleşmesinden sonraki ilk iş günü KAP 'ta yayınlamak zorundadır.

**h) Borsa Kotuna Alınma ve Payların Pazar'da İşlem Görmeye Başlaması:**

Konsorsiyum liderince Borsa İstanbul Genel Müdürlüğüne iletilen satış sonuçları ve halka arz izahnamesi göz önünde bulundurularak, şirket paylarının işlem göreceği Borsa İstanbul pazarı belirlenir. Borsa İstanbul Yönetim Kurulunca alınan karar borsa günlük bülteninde ve KAP 'ta yayınlanır. Şirket paylarının borsa işlem görmeye başlaması bu ilanları takip eden ikinci iş günüdür. Şirketlerin talep etmesi halinde Borsa İstanbul'da GONG töreni düzenlenir.

**i) Halka Arz Maliyetleri:** Bir şirketin halka arz süreci içerisinde karşılaştığı başlıca maliyetleri şu şekilde sıralayabiliriz:

- Halka arz için oluşturulan konsorsiyum üyelerine halka arza dair gerçekleştirdikleri talep toplama için satış komisyonu ve konsorsiyum liderine de yönetim komisyonu ödenir. Aracı kuruluşlara yapılacak söz konusu ödemeler yapılan aracılık sözleşmesinde belirtilmektedir.<sup>35</sup>
- Halka arz olan ortaklık toplam nominal sermayesi üzerinden binde iki oranında Kurul'a kayıt ücreti ödemektedir. Ayrıca ilk halk arz

---

<sup>34</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, Sermaye Piyasası Araçları 2, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 31 Aralık 2021, s.28.

<sup>35</sup> GÖKALP, a.g.e., s.81.

sirasında oluşan nominal değer ile pay halka arz fiyatı arasındaki kısım içinde binde bir oranında ücret ödenmektedir. 24 Haziran 2016 Sermaye piyasası kurulu bülteninde yayınlanmış olan 20/710 sayılı karar ile alınan Kurul ücretinde %50 indirimine gidilmiştir.

- Borsa İstanbul, payların ilk defa kota alınmasından ücret almamaktadır. Ancak pay piyasasında işlem görmek için ödenmesi gereken 24.500 TL'lik sabit bir ücret bulunmaktadır. Bu başvuru ücreti ilk alınacak kotta kalma ücretinden mahsuplaştırılmaktadır.
- Halka arz edilen payların kaydi olarak ihracı esastır. Ortaklıklar bu paylarını MKK nezdinde kayden izlenmesi için üyelik başvurusunda bulunmaktadır. Pay ihraçlarında ödenecek giriş ücreti sermayenin binde 1'i oranındadır. Ancak bu tutar 2022 yılı için 6.548 TL'den az 163.659 TL'den çok olamaz.<sup>36</sup>
- Yukarıda sayılan başlıca masrafların yanı sıra denetim raporları için bağımsız denetim kuruluşlarına ödenmesi gerek ücretler, reklam ve tanıtım masrafları da halka arzın diğer maliyetleri olarak sayılabilir.

#### 1.1.2.4 Halka Arz Sonrası Süreç

Şirketlerin Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamaları ile birlikte yeni sorumluluk ve yükümlülükleri olmaktadır. Şirketlerin yerine getirmeleri gereken yükümlülükleri şu şekildedir:<sup>37</sup>

- a) Bağımsız Denetim Yükümlülüğü:** Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlaması ile birlikte bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tabloların ve sınırlı bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların ilgili hesap döneminin ardından KAP 'ta duyurulması gerekmektedir. Ayrıca bağımsız denetimden geçmemiş 3 ve 9 aylık ara dönemlere ait finansal tablolarda kamuoyu ile paylaşılmak zorundadır.

<sup>36</sup> Merkezi Kayıt Kuruluşu, Ücret Tarifesi, 3 Ocak 2022, s.6.

<sup>37</sup> IMKB, Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, Kasım 2012, s.18.

**b) Kamuoyunu Bilgilendirme Yükümlülüğü:** Şirket paylarının Borsa’da sürekli işlem görmeye başlaması ile birlikte pay fiyatlarını etkileyebilecek bilgi, olay veya şirketin faaliyetini etkileyecek önemli hukuki süreçlerin olması durumunda bunların eş zamanlı olarak kamuoyu ile paylaşılması gerekmektedir. Ayrıca şirketin basında yer alan ancak henüz kamuya duyurulmamış bilgileri içeren haberlerin olması halinde, bu hususta KAP ‘ta açıklama yapması gerekmektedir. Önemli miktarda şirket payına sahip ortakların ellerinde tuttukları paylarında ki değişikliklerinde bildirilmesi gerekmektedir.

**c) Temettü Dağıtım:** Şirketler kâr payı dağıtım politikalarını genel kurulun belirlediği çerçevede ve ilgili mevzuata uygun olacak biçimde uygularlar.<sup>38</sup> Kurul benzer şirketler için farklı kar dağıtım politikası esasları belirleyebilmektedir. Ayrıca halka arz sürecinde Kurul, şirket ortaklarından gelecekte yapılacak temettü konulu genel kurullarda kar dağıtım yapılması yönünde oy verme taahhüdü talep edebilmektedir. Buna göre şirketler temettüyü;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen pay olarak dağıtma,
- Belirli oranlarda nakdi ve pay olarak dağıtıp kalanını şirket bünyesinde bırakma,
- Nakit veya pay olarak temettü dağıtımına gitmeyerek karın tamamını şirket bünyesinde bırakma konusunda serbesttirler.

Ayrıca kanunen ayrılması gerek yedek akçeler ayrılmadan ve esas sözleşmede belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; yönetim kurulu üyeleri, şirket çalışanları, intifa senedi sahiplerine ve diğer pay sahibi dışındaki kişilere kâr payı dağıtımına geçilemez.

**d) Kurumsal Yönetim İlkeleri:** Kurumsal yönetim, bir şirkette ortaklar dahil şirketin içerisinde bulunduğu faaliyet kapsamında dolaylı ya da doğrudan

---

<sup>38</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Kanunu, 30 Aralık 2012, Sayı: 28513, Kanun no.6362, Madde 19/1

ilgili tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı benimseyen yönetim şeklidir.<sup>39</sup> Kurumsal yönetim ilkeleri dört temel unsur üzerine inşa edilmiştir; adillik ilkesi, şeffaflık ilkesi, hesap verilebilirlik ilkesi, sorumluluk ilkesi şeklindedir. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin bu ilkelere uyumu Kurul'un 3 Ocak 2014 Tarihli Resmî Gazetesinde yer alan "Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)" ile ifade edilmiştir. İlgili tebliğe göre Borsa İstanbul'da yer alan şirketler piyasa değeri ve fiili dolaşımlarına göre 3 gruba ayrılmıştır. İlk grupta yer alan şirketler ilgili tebliğin ekinde yer alan tüm ilkelere sorumlu iken ikinci ve üçüncü grupta yer alan şirketler bir kısmından muaf tutulmuştur. İlgili tebliğ ile özetle yönetim kurulunun yapısına, yönetim kurulu komitelerine, genel kurul toplantılarına ilişkin zorunlu kabul edilen ilkelere yer verilmiştir. Ayrıca ilişkili taraflar ile yapılacak teminat, rehin, ipotek gibi işlemlere dair uyulması gereken kurallar belirlenmiştir. Şirketler yıllık faaliyet raporlarında tebliğ ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadığına dair uyum raporu hazırlaması gerekmektedir. Eğer kurumsal yönetim ilkelerine uyulmuyorsa da bunun nedenleri ve bunun sebep olabileceği çıkar çatışmalarına dair açıklamalara yer vermesi gerekmektedir.

e) **Yatırımcı İlişkileri Bölümünün Kurulması:** Şirketler, mevcut ve potansiyel paydaşları arasındaki ilişkileri kurması, düzenli bilgilendirme ve etkili iletişim kanallarının oluşturulması amacıyla yatırımcı ilişkileri bölümlerini oluşturmak zorundadırlar. Kurulacak yatırımcı ilişkileri bölümünün şirket genel müdürü ya da genel müdür yardımcılarında birine bağlı olması ve yılda en iki kez yönetim kuruluna rapor sunmaları gerekmektedir. Kurumsal yönetim tebliğinde yatırımcı ilişkileri bölümüne dair temel görevler şöyle sıralanmıştır;<sup>40</sup>

- Yatırımcı ile şirket arasındaki yazışmalar, bilgi ve belgelere ilişkin kayıtların tutulması,
- Pay sahiplerinin ortalıktan talep ettiği bilgi taleplerinin yanıtlanması,

---

<sup>39</sup> Coşkun Can AKTAN, Kurumsal Şirket Yönetimi, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Haziran 2013, s.150-161.

<sup>40</sup> T.C Resmi Gazete, Kurumsal Yönetim Tebliği, 3 Ocak 2014, Sayı: 28871, Madde 11

- Genel kurulda pay sahiplerine sunulması gereken dokümanları hazırlamak ve genel kurul toplantısının esas sözleşmeye uygun olarak gerçekleşmesinin sağlayacak çalışmaları yapmak,
- Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma sorumlulukları dahil sermaye piyasası mevzuatının getirmiş olduğu yükümlülüklerin yerine getirilmesini gözetlemek.

Ayrıca şirketler ilk halka arzlarının tamamlanmasının ve Borsa’da işlem görmeye başlamasının ardından 6 ay içerisinde yatırımcı içerisinde yatırımcı ilişkileri bölümünü kurmaları gerekmektedir.<sup>41</sup> Uygulamada yatırımcı ilişkileri bölümünün halka arz öncesinde kurulmuş olmasında yarar olduğu görülmektedir.

**f) Payların Kotta Kalma Ücreti:** Şirketler, Borsa kotunda kalabilmek için yıllık ödemeleri gereken bir ücret vardır. Bu ücret şirketin borsa kotunda bulunan nominal paylarının ve 1 Ocak ile 31 Aralık arasındaki ortalama piyasa değerinin on binde 5’i kadardır. Ücret hesaplanışı esnası sırasında son yıllık kar ile ödenen nakit temettü tutarı yıllık ortalama piyasa değerinden düşülür. Hesaplanan kotta kalma ücreti her hâlükârda 2022 yılı için 12.300 TL’den az ve 2.460.000 TL’den fazla olamaz.

## **1.2. Halka Arz Türleri**

Halka arz türlerini sınıflandırılırken ihraç edilen sermaye piyasası aracının türüne ve halka açılma durumuna göre farklı sınıflandırmalar ortaya çıkabilmektedir. Bu bölümde halka arz edilen payların halka arzı gerçekleştirme anına göre bir sınıflandırılmaya gidilmiştir. Buna göre de halka arzları ilk halka arz ve ikincil halka arz olarak sınıflandırmak mümkündür.

### **1.2.1. İlk Halka Arz**

İlk halka arz, sermaye piyasalarından ilk defa pay ihracı ile finansman sağlama teşebbüsünü ifade etmektedir. Bu halka arzların gerçekleştiği piyasaya “Birincil Piyasa” adı verilmektedir. Birincil piyasa ihraççıların halka arz etmiş olduğu paylarının doğrudan

---

<sup>41</sup> T.C Resmi Gazete, Kurumsal Yönetim Tebliği, 3 Ocak 2014, Sayı: 28871, Madde 11/6

ilk yatırımcılarına sunduğu piyasalardır. Buradan elde edilen tüm gelir, doğrudan ihraççıya ait olmaktadır.<sup>42</sup> Borsa İstanbul'da 2010-2021 yılları arasında gerçekleştirilen ilk halka verileri aşağıdaki tablo ile özetlenmeye çalışılmıştır. Tablo incelendiğinde geçen 12 yıllık süre içerisinde 193 şirketin Borsa İstanbul'da ilk halka arzının gerçekleştirildiği ve yaklaşık 37,4 milyar TL fon sağladığı görülmektedir.

**Tablo 3: BIST İlk Halka Arz (2010-2021)**

YIL	HALK ARZ SAYISI	TOPLANAN TUTAR (TL)	TOPLANAN TUTAR (USD)
2010	24	3.273.524.201,83	2.217.204.724,19
2011	25	1.192.326.201,54	754.587.522,49
2012	26	618.628.780,44	342.632.197,48
2013	19	1.379.246.070,00	762.847.962,65
2014	14	732.687.856,00	331.248.479,29
2015	5	96.172.500,00	35.269.064,64
2016	3	396.625.000,00	137.244.185,29
2017	2	1.353.819.100,00	385.183.330,70
2018	9	5.418.733.742,39	1.368.398.382,67
2019	6	263.803.000,00	45.590.460,67
2020	8	1.123.830.582,00	147.787.250,70
2021	52	21.560.805.589,72	2.453.822.159,29

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu İhraç ve Halka Arz Verileri Kullanılarak Hazırlanmıştır

### 1.2.2 İkincil Halka Arz

İkincil halka arz, önceden halka arz olmuş şirketlerin yeniden pay halka arzları olarak tanımlanabilir. İlk halka arzın tanımı sırasında belirtildiği üzere burada da önemli olan halka arz anıdır. Özetle ikincil halka arz; halka açık şirketlerin ortaklarına ait borsada işlem görmeyen payları ile rüçhan hakkının tamamen kısıtlanması ile arttırılan sermayeyi temsil eden payların halka arzıdır.<sup>43</sup> İkincil halka arz genellikle payları elinde bulunduran ortakların satışı şeklinde gerçekleşmektedir. Ortaklar, Borsa'da işlem görmeyen paylarını MKK üyesi bir kuruluş aracılığı ile Borsa'da işlem görecekle getirebilir ve bu payları Borsa'da satabilirler. Ancak ortakların uygulamada bunun yerine ikincil halka arzı tercih etmelerinin sebebi pay fiyatlarının düşmesi çekincesindedir.<sup>44</sup> Aşağıdaki tabloda Borsa İstanbul'da işlem gören ortaklıkların bedelli sermaye artırım ve ikincil halka arzlarına

<sup>42</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.7.

<sup>43</sup> T.C Resmi Gazete, Pay Tebliği (VII-128.1), 22 Haziran 2013, Sayı: 28685, Madde 14

<sup>44</sup> Çağlar MANAVGAT, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Ankara, 2016, s.684.

dair özet veriler yer almaktadır. Tablo incelendiğinde 2010-2021 yılları arasında yaklaşık 82,9 milyar TL’lik ikincil halka arz gerçekleştiği görülmektedir.

**Tablo 4: BIST Bedelli Sermaye Artırımları ve İkincil Halka Arz (2010-2021)**

YIL	HALK ARZ SAYISI	TOPLANAN TUTAR(TL)	TOPLANAN TUTAR(USD)
2010	32	4.085.004.188,47	3.006.550.328,13
2011	36	2.713.344.086,03	1.702.925.401,26
2012	37	10.543.520.261,36	5.889.245.313,16
2013	21	4.629.757.734,92	2.306.198.288,71
2014	22	2.614.632.910,15	1.216.833.770,35
2015	21	2.133.733.713,20	759.717.627,02
2016	11	1.646.280.208,51	533.597.077,00
2017	29	3.786.111.466,49	1.008.072.533,53
2018	38	9.938.915.483,37	2.151.817.217,85
2019	35	6.850.574.238,15	1.246.367.295,74
2020	48	20.724.688.111,40	2.944.206.344,15
2021	52	13.324.190.296,70	1.442.434.998,47

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu İhraç ve Halka Arz Verileri Kullanılarak Hazırlanmıştır

Şirketlerin halka arz kararı alırken göz önünde bulundukları avantajlar arasında saydığımız ikincil halka arz ve bedelli sermaye artırımını imkanının özet tabloları karşılaştırdığımız da açık bir şekilde görebilmekteyiz. Son 12 yıllık dönem içerisinde 37,4 Milyar TL’lik ilk halka arz gerçekleşirken, Borsa İstanbul’da hali hazırda işlem gören şirketlerin ikincil halka arzları bunun yaklaşık 2,5 katı kadar gerçekleşmiştir. Şirketlerin, Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlaması ile birlikte özsermaye niteliğinde kaynak sağlamaya devam edebildikleri görülmektedir.

### 1.3. Halka Arz Yöntemleri

Şirketler açısından halka arz kuruluş esnasında ve kurulduktan sonra halka arz olarak ikiye ayrılmaktadır. Türk Ticaret Kanunu’nun 276 maddesinde tedrici kuruluş ile şirketlerin halka açık şirket olarak kurulabileceği öngörülmüştür. Bu yöntemden sermayenin bir kısmı için ortaklar tarafından taahhüt edilmekte kalan kısmı için ise halka müracaat edilmektedir.<sup>45</sup> Gerek çalışmanın konusu bakımından gerekse SPK’nın yürürlüğe girmesi ile tedrici kuruluşun uygulama alanının daralması sebebiyle bu

<sup>45</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.79.

bölümde sadece Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen halka arz yöntemleri incelenmiştir. Şirketler açısından halka arz yöntemi seçimi önem arz etmektedir. Öyle ki seçilen yöntem halka arzın başarısına doğrudan etki edebilmektedir. Potansiyel yatırımcı açısından ortak satışı yöntemi şirketin kasasına doğrudan bir finansman sağlamayacağı endişesine sebep olabilmektedir. Bu nedenle halka arz hikayesinin potansiyel yatırımcılara doğru aktarılabilmesi için halka arz aşamasında şirketlerin yöntem seçimini iyi yapması ve yöntemi tercih etme sebeplerini yatırımcılara aktarabilmesi beklenmektedir.

### **1.3.1 Mevcut Ortakların Paylarının Halka Arzı**

Mevcut ortakların pay satışı şeklinde gerçekleşen halka arzlarda daha önce ihraç edilmiş payların yatırımcılara satışı gerçekleştirilmektedir. Burada şirketin yeni bir pay ihracı olmadığından özsermayesi değişmemekte fakat ortak sayısındaki değişim ile birlikte halka açık şirket unvanını almaktadır.<sup>46</sup> Ortakların halka arz ettikleri paylardan sağlanan finansman da şirketin tasarrufunda olmamaktadır.

Mevcut ortakların pay satışı yönteminde bazı koşulların sağlanması gerekmektedir. Pay Tebliği (VII – 128.1) Madde 5 ve 6'da açıklanan koşulları şu şekilde özetleyebiliriz:<sup>47</sup>

- Şirket sermayesinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. Ancak halka arz edilecek paylar belirli bir gruba tahsis ise o gruptaki payların bedellerinin tamamının ödenmesi yeterlidir.
- Halka arz edilecek payların, rehin vb. şekilde güvenceye verilme durumunun olmaması, payların devir ve tedavülünün kısıtlanmamış olması ve hak kullanımlarına engel teşkil edecek herhangi bir sınırlama bulunmaması gerekmektedir. Kısıtlamaların bulunması halinde esas sözleşme değişikliği ile halka arz edilecek payların Kurul'un yapmış olduğu düzenlemelere uygun hale getirilmesi şarttır.

---

<sup>46</sup> Sevin AKBULAK ve Yavuz AKBULAK, Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, Beta Yayın, İstanbul, 2004, s.98.

<sup>47</sup> GÖKALP, a.g.e., s.97-98.

### **1.3.2 Sermaye Artırımı ile Payların Halka Arzı**

Şirketler, ilk halka arzlarını sermaye artırımı yöntemi ile gerçekleştirebilirler. Bu yöntem ile ortakların pay satışından farklı olarak şirketin özsermayesi artmakta ve halka arz sonucunda elde edilen gelir şirkete kalmaktadır. Sermaye artırımı yapılabilmesi için sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir. Sermaye artırımı ile yapılacak halka arz iki şekilde gerçekleştirilebilir:

- Mevcut ortakların rüçhan hakları kısmen ya da tamamen kısıtlanabilir.<sup>48</sup>
- Sermaye artırımı sırasında mevcut ortakların rüçhan hakkı kullanımından sonra kalan paylar halka arz edilebilir.<sup>49</sup>

Şirket, halka arz için Kurul'a başvurusunu gerçekleştirmeden önce yönetim kurulunca esas sözleşmede yer alan ilgili maddelerin SPK'nın amaç ve ilkelerine uygun hale getirilecek değişiklik kararının alınması ve hazırlanan esas sözleşme tadilinin Kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Esas sözleşmedeki değişiklik kararı Kurul'un onayı alındıktan sonra genel kurul toplantısı ile karara bağlanmalıdır. Ayrıca esas sermaye sisteminde sermaye artırımı yöntemi ile gerçekleşecek halka arz esnasında satılmayan payların olması durumunda ortaklığın bu payları satın almayı taahhüt etmesi gerekmektedir.

### **1.3.3 Karma Yöntem ile Payların Halka Arzı**

Karma yöntemin kullanıldığı halka arzlarda, mevcut ortakların sahip olduğu payları ile sermaye artırımı birlikte ihraç edilecek payların halka arzı birlikte gerçekleştirilir. Borsa İstanbul'da 2010-2021 yılları arasında gerçekleşmiş olan ilk halka arzlar incelenerek aşağıdaki tablo oluşturulmuştur. Bu dönem içerisinde gerçekleşen 192 halka arzın 78 tanesinde sermaye artırımı yöntemi kullanılmıştır. Karma yöntemde de sermaye artırımı olduğu göz önüne alındığında bu sayı 162'ye yükselmektedir. Buradan şirketlerin sermaye artırımı yöntemi ile halka arzı genel olarak benimsedikleri görülmektedir.

---

<sup>48</sup> T.C Resmi Gazete, Pay Tebliği (VII-128.1), 22 Haziran 2013, Sayı: 28685, Madde 7 (1)

<sup>49</sup> GÖKALP, a.g.e., s.98.

**Tablo 5: BIST Halka Arz Yöntemleri (2010-2021)**

Yıl	Ortak Satışı	Sermaye Artırımı	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Toplam
2010	6	6	12	24
2011	2	14	9	25
2012	1	18	7	26
2013	1	12	6	19
2014	4	5	4	13
2015	0	3	2	5
2016	2	0	1	3
2017	1	0	1	2
2018	4	3	2	9
2019	0	2	4	6
2020	1	2	5	8
2021	8	13	31	52
TOPLAM	30	78	84	192

**Kaynak:** Halka Arza Dair KAP Bildirimleri Kullanılarak Tarafımızca Derlenmiştir.

#### **1.4 Halka Arz Aracılık Türleri**

Şirketler, paylarını halka arz yolu ile satmak istediklerinde yatırımcılar ile aralarındaki bağlantıyı sağlayacak aracı kurumlara ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle şirketlerin halka arz olurken Kurul tarafından yetkilendirilmiş aracı kurumlar ile aracılık sözleşmesi imzalaması gerekmektedir. Bu aracılık faaliyeti tek bir kurum tarafından üstlenilebileceği gibi bir konsorsiyum tarafınca da yapılabilir. Burada ihraççının aracı kurum ile yapmış olduğu aracılık anlaşması, payların belirli bir süre içerisinde belirli bir fiyattan satılmasının taahhüdünü ifade etmektedir.<sup>50</sup> Bu taahhütleri halka arza aracılık türü nezdinde incelediğimizde en iyi gayret ve aracılık yüklenimi şeklinde ikiye ayırabiliriz.

##### **1.4.1 En İyi Gayret Aracılığı**

En iyi gayret aracılığı; ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen sürede satışa sunulması, satılmayan kısmının ise ihraççıya iade edilmesini veya ilgili sermaye piyasası aracını daha önceden almayı taahhüt etmiş olan üçüncü kişilere satışı şeklinde tanımlanmıştır.<sup>51</sup> İhraççı açısından bu yöntemin maliyet avantajı

<sup>50</sup> Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası-Bora-Menkul Kıymetler, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004, s.99.

<sup>51</sup> T.C Resmi Gazete, Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1), 11 Temmuz 2013, Sayı: 28704, Madde 51 (b)

sağlamaktayken aracı kuruluş açısından ise bu yöntemde risk yok denebilecek kadar azdır. Öyle ki halka arz edilen paylar, aracı kuruluş elinden gelen çabayı göstermesine rağmen başarılı bir satış süreci ile sonuçlanmadığı takdirde ihraççıya karşı herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluşun halka arzın başında herhangi bir taahhüdü bulunmadığından ihraççıya halka arz edilecek paylara ilişkin bir ödemesi bulunmamaktadır. Halka arz edilen payların bedeli, satışın ardından ilk iş gününde aracı kuruluş tarafından nakden ihraççıya ödenmektedir.<sup>52</sup>

#### 1.4.2 Aracılık Yüklenimi

Aracı kuruluşlar bu yöntem ile ilk defa halka arzı gerçekleştirecek olan payların bir kısmının ya da tamamının satılacağı taahhüdünü vermektedir. Bu yöntem sayesinde ihraççı şirketler payların halka arz fiyatının doğru fiyatlandırılmamasından kaynaklanabilecek risklerin bir kısmını ya da tamamını aracı kuruluşa devretmekte diğer bir deyişle kendileri için halka arzın başarısını garanti altına almaktadırlar. Aracı kuruluş açısından ise almış oldukları riske karşılık elde edecekleri komisyon gelirlerinde artış olmaktadır. Aracı kuruluşta konsorsiyum oluşturarak üstlendiği bu riski dağıtabilmektedir. Aracılık yüklenimi 4'e ayrılmıştır:<sup>53</sup>

- a) **Bakiyeyi Yüklenim:** Halka arz edilen paylar aracı kuruluş tarafından satışa çıkarılmakta, satılamayan kısmın tamamı satış süresi bitimiyle tam ve nakden ödenerek aracı kuruluş tarafınca satın alınmaktadır.<sup>54</sup>
- b) **Tümünü Yüklenim:** Aracı kuruluşun halka arz edilecek payların satış sürecinin başlangıcından önce bedelini tam ve nakden ödeyip satın alınarak halka satışını üstlendiği yüklenimdir.<sup>55</sup>
- c) **Kısmen Bakiyeyi Yüklenim:** Aracı kuruluş, halka arz edilen payların satış süreci sonrasında satılamayan payların olması durumunda bunların bir kısmını satış sonrasında bedelini tam ve nakden ödeyerek almayı taahhüt etmektedir.

---

<sup>52</sup> GÖKALP, a.g.e., s.95.

<sup>53</sup> T.C Resmi Gazete, Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1), 11 Temmuz 2013, Sayı: 28704, Madde 51 (a)

<sup>54</sup> Nimet ÇAKIR ve Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, Halka Arzda Aracı Kuruluş İtibarının Etkisi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 2018, Cilt 20(4), s.939.

<sup>55</sup> GÖKALP, a.g.e., s.96.

**d) Kısmen Tümünü Yüklenim:** Halka arz edilecek payların bir kısmının satış süreci başlamadan önce aracı kuruluş tarafından satın alınıp bedelinin nakden ihraççıya ödendiği yüklenimdir.

Bakiyeyi yüklenim ile tümünü yüklenim sözleşmeleri arasındaki temel fark; aracı kuruluş bakiyeyi yüklenimde satış işlemleri sonrasında satılmayan payların olması durumunda ihraççıya payların bedelini ödemesi gerekirken tümünü yüklenimde satış işlemleri başlamadan ihraççıdan halka arz edilecek payları satın almaktadır. Bir diğer değişle de tümünü yüklenimde payları satan taraf doğrudan aracı kurum olmaktadırken bakiyeyi yüklenimde ise ihraççının temsilcisi olarak payların satışını yapmaktadır.<sup>56</sup>

**Tablo 6: Halka Arz Aracılık Türleri (2010-2021)**

Yıl	Bakiyeyi Yüklenim	Kısmi Yüklenim	En İyi Gayret	Toplam
2010	9	5	10	24
2011	3	4	17	24
2012	0	1	24	25
2013	13	0	6	19
2014	11	0	2	13
2015	4	0	1	5
2016	1	0	2	3
2017	1	0	1	2
2018	3	0	6	9
2019	4	0	2	6
2020	4	1	3	8
2021	0	1	51	52
TOPLAM	53	12	125	190

**Kaynak:** Halka Arza Dair KAP Bildirimleri Kullanılarak Tarafımızca Derlenmiştir.

Yukarıdaki tablo ile 2010 – 2021 yılları arasında gerçekleşmiş olan ilk halka arzların aracılık türleri üzerinde durulmuştur. Tablo incelendiğinde 190 aracılık sözleşmesinin 125’inde “En İyi Gayret” yönteminin, 53’ünde ise “Bakiyeyi Yüklenim” yöntemi tercih edilmiştir. Ülkemizde, şirketlerin genellikle aracılık sözleşmesinde en iyi gayret ile halka arzı tercih ettiği görülmektedir. İlgili yıllar arasında ihraççı şirket ve aracı

<sup>56</sup> AYOĞLU ve İNCİ, a.g.e., s.220.

kurumların arasında “tümünü yüklenim” sözleşmesinin hiç tercih edilmemiş olduğu görülmektedir.

### **1.5 Payların İlk Halka Arzında Satış Yöntemleri**

Şirketler, halka arzlarını gerçekleştirirken satışı yapılacak paylar için hangi yöntemi kullanacaklarını izahnamelerinde açıkça belirtmeleri gerekmektedir. Bu yöntemlere “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)” de yer verilmiştir. Buna göre şirketler şu üç yöntemden birinin serbestçe tercih edebilmektedir:

- Talep toplama yoluyla satış yöntemi,
- Talep toplamaksızın satış yöntemi,
- Borsada satış yöntemi

Şirketler hangi yöntem ile paylarının satışını gerçekleştireceğine karar verirken potansiyel yatırımcıların tercihlerini, konjonktüre, aracı kuruluşun önerilerine ve daha önce gerçekleştirilmiş başarılı halka arzlarda uygulanan yöntemleri de göz önünde bulundurarak karar vermeleri beklenmektedir.

#### **1.5.1 Talep Toplama Yoluyla Satış Yöntemi**

Talep toplama yöntemi; yatırımcıların ihraç edilen paya ilişkin talepleri toplanarak, bu taleplerin değerlendirilmesi sonucunda daha öncesinde izahnamede belirtilen dağıtım yöntemi ile talep eden yatırımcılara satışını ifade etmektedir. Bu yöntemde yatırımcılar “Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)” ekinde yer alan talep formunu aracı kurum ve bankalarda doldurarak halka arzı gerçekleştirilen paylar için taleplerini iletmektedirler. İzahnamede öngörülen talep toplama süresinin ardından paylar, talepte bulunan yatırımcılara dağıtılır. Yatırımcılar istedikleri takdirde satış süresi içerisinde taleplerini iptal edebilir ya da almak istedikleri paylar için bir asgari nominal miktar belirleyebilirler.<sup>57</sup> Talep toplama yolu ile satış yönteminin, fiyat unsuru dikkate alındığında 3 farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir:

---

<sup>57</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), 28 Haziran 2013, Sayı: 28691, Madde 14 (2)

- a) **Sabit Fiyat ile Talep Toplama:** Bu yöntem ile paylar fiyat tespit raporunda belirlenen ve izahnamede yer alan sabit bir fiyat ile satışa sunulur. Yatırımcılar söz konusu tek fiyattan aracı kurum ve bankalara taleplerini ileterek halka arza katılım gösterirler. Talep toplama süresi en az 2 en fazla ise 20 iş günü olarak belirlenebilmektedir. Talep toplama süreci tasarruf sahiplerine satış duyurusunun ilanından itibaren en az 3 en fazla 5 iş günü içerisinde başlamaktadır.<sup>58</sup>Ancak deprem, sel gibi afetlerin yaşanması durumunda mücbir sebeplerin varlığı nedeniyle halka arzlar ertelenerek tasarruf sahiplerine satış duyuruları revize edilebilir.
- b) **Fiyat Teklifi Alarak Talep Toplama:** Bu yöntem ile paylar ihraççının belirlemiş olduğu bir taban fiyat ile satışa sunulmaktadır. Belirlenen taban fiyatın üzerindeki talepler kabul edilmektedir.
- c) **Fiyat Aralığı ile Talep Toplama:** Bu yöntemde paylar için bir taban ve tavan fiyat aralığı belirlenerek yatırımcılardan farklı fiyat adımları ile talep toplanmaktadır. Bu yöntemin tercih edilmesi durumunda belirlenecek tavan fiyat, taban fiyatın %20'sinden daha fazla olmaması gerekmektedir.<sup>59</sup>

Payları borsada işlem görmeyen anonim şirketleri sermaye artırımları sonrasında kalan payların satışında, son yıl bilançosunda paylarının defter değeri nominal değerinin en az iki katı olan ortaklıkların; son hesap dönemi içerisinde net dönem karı elde etmiş olmaları ve aktif büyüklüğü 2020 yılı için 52.012.737 TL'yi aşmış olmaları durumunda yukarıda açıklanmış olan talep toplama yöntemlerinden birisini kullanmak zorundadırlar.<sup>60</sup>

### 1.5.2 Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yönteminin kullanılması halinde ihraççı ya da aracı kurum tarafından payların belirli bir fiyattan yatırımcılara talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışı gerçekleştirilir. Bu yöntem "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)" madde 17'de niteliği belirtilmiş ve diğer yöntemleri kullanmak zorunda olmayan

<sup>58</sup> GÖKALP, a.g.e., s.97.

<sup>59</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, Sermaye Piyasası Araçları 2, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 31 Aralık 2021, s.24.

<sup>60</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, Sermaye Piyasası Araçları 2, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 31 Aralık 2021, s.23.

ortaklıkların paylarının satışında kullanılabilir. Ayrıca talep toplama yönteminin kullanıldığı halka arzlarda satılmayan payların bulunması halinde, talep dışında kalan payların halka arzı için de talep toplamaksızın satış yöntemine başvurulmaktadır.<sup>61</sup>

### 1.5.3. Borsada Satış Yöntemi

Daha önce anlatılan yöntemlerde ortaklıklar paylarını Borsa dışında halka arz etmektedirler. Ancak ortaklıklar dilerlerse paylarını Borsa'nın birincil piyasasında da satışa sunabilmektedir. Bunun için ortaklıklar asgari 20 iş günü öncesinden Borsa'ya başvuruda bulunmaları ve bu başvurunun Borsa Yönetim Kurulunca kabulü gerekmektedir. Bu yöntem ile yatırımcılar birincil piyasada 10:30-13:00 saatleri arasında emirlerini borsaya ileterek halka arza katılabilmektedir. Borsa'da halka arz, ortaklığın fiyat tespit raporunun KAP 'ta yayınlanmasını takip eden ikinci iş günü başlar. Payların Borsa'da halka arzı sırasında tercih edilebilecek yöntemler: Sürekli müzayede, Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış ve Değişken Fiyatla Talep Toplama ve Satış şeklinde sıralanmaktadır. Borsa'da satış yöntemleri yine borsa tarafından belirlenmek ile birlikte birden fazla satış yönteminin belirlenmiş olması halinde yukarı da belirtilen yöntemlerden herhangi biri ihraççı tarafından tercih edilebilir.<sup>62</sup> Aşağıdaki tablo ile 2010 – 2021 yılları arasındaki halka arzlarda kullanılan satış yöntemleri ele alınmıştır.

**Tablo 7: Halka Arz Satış Yöntemleri**

YIL	TALEP TOPLAMA YÖNTEMİ	TALEP TOPLAMAKSIZIN SATIŞ YÖNTEMİ	BORSADA SATIŞ	TOPLAM
2010	16	0	8	24
2011	17	0	8	25
2012	23	0	3	26
2013	7	2	10	19
2014	4	0	9	13
2015	0	0	5	5
2016	3	0	0	3
2017	1	0	1	2
2018	5	0	4	9
2019	1	0	5	6
2020	3	0	5	8

<sup>61</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s190.

<sup>62</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), 28 Haziran 2013, Sayı: 28691, Madde 16 (2)

2021	21	0	31	52
Toplam	101	2	89	192

**Kaynak:** Halka Arza Dair KAP Bildirimleri ve SPK Verileri Kullanılarak Hazırlanmıştır

Tablo incelendiğinde ilgili dönemde gerçekleşen 192 halka arzın sadece ikisinde talep toplamaksızın satış yönteminin tercih edildiği görülmektedir. Hem talep toplama yönteminde hem de Borsada satış yönteminde ortaklıkların genellikle sabit fiyat ile talep toplama ve satışı tercih ettikleri söylenebilir. Bu bölümde yer alan özet tablolara dair detaylar ekte liste halinde sunulmuştur. (Bkz. Ekler)

### **1.6 Halka Arzda Dağıtım ve Tahsisat**

Şirketler, halka arzlar ettikleri payları belli yatırımcı grupları için farklı tahsisat oranları ile dağıtımını yapabilmektedir. Bu durumda her yatırımcı grubu için belirlenecek tahsisat oranlarının izahnamede belirtilmiş olması gerekmektedir. Halka arz edilen payların en az %10'unun yurtiçi bireysel yatırımcılara ve yine en az %10'unun da yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi zorunludur.<sup>63</sup> Ancak halka arzın talep toplamaksızın ya da borsada satış yöntemiyle gerçekleştirilmesi durumunda bu zorunluluk uygulanmaz. Halka arzın talep toplama tamamlanması ile ihraççı ve aracı kurumlar yatırımcı grupları arasında tahsisat oranlarında değişikliğe gidebilirler. Yapılacak olan tahsisat oranlarındaki değişim herhangi bir yatırımcı grubu için %20'den fazla olamamaktadır. Halk arz talep toplama sürecinde bir yatırımcı grubuna ait tahsis oranı karşılanamaması halinde tahsisatın karşılanamayan kısmı diğer yatırımcı gruplarına devredilebilir. Bu durumda daha önce belirtilen yurtiçi bireysel ve kurumsal yatırımcı gruplarına dair asgari tahsisat oranı uygulanmaz.

Halka arz edilen payların dağıtımında aynı yatırımcı grubu içerisinde eşit ve adil davranılması esastır. İhraççı şirket, çalışanları için ayrı bir yatırımcı grubu oluşturduysa bu gruba yapılacak dağıtımın bireysel yatırımcı grubu ile aynı şekilde yapılması gerekmektedir.<sup>64</sup> Dağıtım esnasında sabit fiyat ve fiyat aralığı ile talep toplama yöntemleri için esaslar aynı iken, fiyat teklifi alma yönteminde dağıtım ilkeleri farklılık

<sup>63</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), 28 Haziran 2013, Sayı: 28691, Madde 18 (4)

<sup>64</sup> T.C Resmi Gazete, Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2), 28 Haziran 2013, Sayı: 28691, Madde 19 (3)

göstermektedir. Bu yöntemlerde uygulanacak dağıtım esasları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

**a) Sabit Fiyat ve Fiyat Aralığı Yöntemiyle Talep Toplamada Dağıtım**

**Esasları:** Talebin ihraç edilen pay tutarından az olması durumunda tüm talepler karşılanır. Talebin satışa sunulmuş olan paylardan fazla olması halinde sırayla ise şu esaslar gerçekleştirilir:<sup>65</sup> Belirli bir yatırımcı grubuna ayrılan kısım hariç, satışa sunulan toplam pay tutarı, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bulunan tutar ve altındaki talepler karşılanır. Payların tamamı dağıtılıncaya kadar kalan tutar, talebi tamamen karşılanmamış yatırımcı sayısına bölünerek dağıtmaya devam eder. Dağıtım sonucunda asgari sınır koyan yatırımcılar gözden geçirilir. Dağıtılan nominalin bu asgari miktardan daha az olması halinde yatırımcı listeden çıkarılarak bu miktarlar yukarıdaki esaslara göre dağıtımı yapılır. Küsürat oluşması halinde ise talebi tamamen karşılanmayan yatırımcılar arasında dağıtımı gerçekleştirilir.

**b) Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplamada Dağıtım Esasları:**

Bu yöntemde toplanan talepler en yüksek fiyattan en düşük fiyata doğru sıralanarak birikimli miktarları gösteren bir tablo oluşturulur. Birikimli olarak en fazla payın satılabildiği fiyat, payların satış fiyatı olarak belirlenir. Talebin, satışa sunulan paylardan fazla olması durumunda, en yüksek fiyattaki talepten başlanarak dağıtım işlemleri yapılır. Aynı fiyat düzeyinde birden fazla yatırımcının talebinin tamamının karşılanamaması durumunda dağıtım talep miktarları ile orantılı şekilde gerçekleştirilir. Dağıtım sonucunda, talep ettikleri paylar için asgari nominal belirleyenler kontrol edilir. Asgari miktarın altında kalan yatırımcılar talep ettikleri şekilde listeden çıkarılır ve buradaki paylar tekrar dağıtımına konu edilir.<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.185.

<sup>66</sup> MUTLU UŞAKLI, a.g.e., s.186.

## 1.7 Değer ve Değerleme Kavramı

Değer, bir mal ya da hizmetten bir birim elde etmek için mübadele edilmesi gereken diğer mal veya hizmetler şeklinde tanımlanabilir.<sup>67</sup> Bir başka deyiş ile değer, satın alınmaya uygun olan mal ve hizmetler için alıcı ve satıcının razı olduğu fiyatı temsil eden iktisadi bir kavramdır.<sup>68</sup> Aslında değer sübjektif bir kavramdır bunun nedeni ise değerlerin bir mal ve hizmetin satın alınması için ödenebilecek tahmini fiyat olmasından kaynaklıdır. Değer kavramı, sübjektif olmasının yanı sıra günümüzde her mal ve hizmetin mübadelesine denk gelecek bir parasal değer olması gerekliliğinden ötürü de fiyat ile karıştırılmaktadır. Bu kavram, bir varlığın analizler sonucu belirlenmiş parasal büyüklüğünü ifade ederken fiyat ise satın alınmak istenen varlığın piyasası ile doğrudan bir ilişki içerisindedir. Piyasada arz ve talebin dönemsel olarak gösterdiği değişkenlikler fiyatı doğrudan etkilemektedir. Fiyatın, varlığın değerinden farklılaşmasının sebeplerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- Rasyonel olmayan finansal davranışlar,
- Asimetrik bilgi,
- Siyasal ve ekonomik politikaların getirmiş olduğu sınırlamalar,
- Tekelleşme sebebiyle oluşan fazla fiyat ve satış sırasında pazarlığın gerçekleştirilememesi.

Tekelleşmenin olmadığı alıcı ve satıcının bilgiye hızlı ve doğru bir şekilde ulaşabildiği tam rekabetçi piyasalarda fiyatın değer ile paralellik göstermesi beklenmektedir. Finans literatürü açısından baktığımızda doğru değerlendirilmiş bir firmanın düşük ya da yüksek fiyatlanması muhtemeldir. Buradan da anlaşılacağı üzere değer analize tabi tutulan daha genel bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bir varlığın değerinin analiz edilmesi ve belirlenmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme faaliyetlerinin açıklanmasına geçilmeden önce

---

<sup>67</sup> Halil SEYİDOĞLU, Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s.141.

<sup>68</sup> Nurgül CHAMBERS, Firma Değerlemesi, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, 2005, s.5.

konunun daha iyi anlaşılması için bazı değer kavramlarının üzerinde durulmasında yarar vardır. Bu amaçla finans alanında kullanılan değer kavramları aşağıda özetlenmiştir:

- a) **Nominal Değer:** İtibari değer olarak da adlandırılan nominal değer bir varlığın üzerinde yazan kayıtlı değerini ifade etmektedir. Payların itibari değerini ifade eden ve sermaye miktarını gösterebilmek, ilgili muhasebe kayıtlarının tutulması için paylara verilen değer olarak ifade edilebilir.<sup>69</sup> Nominal değer, payların muhasebeleştirilmesinde ve sermaye hallerinin hesaplanmasında önemli olmakla birlikte payların değeri piyasada genellikle nominal değerden farklılık göstermektedir.
- b) **Defter Değeri:** Şirketlerin toplam varlıklarından borçlarının düşülmesi ile özkaynak tutarı bulunmaktadır. Payların defter değeri, bulunan bu özkaynak tutarının çıkarılmış olan toplam pay senedi sayısına bölünmesi ile bulunmaktadır.
- c) **İhraç Değeri (Emisyon Primi):** Şirketler paylarını nominal değer üzerinden ihraç edebilmektedir. İhraç edilen payların nominal değeri ile halka arz fiyatı arasındaki farka ihraç değeri veya “emisyon primi” adı verilmektedir.<sup>70</sup>
- d) **Piyasa Değeri:** Serbest piyasada arz ve talebin belirlemiş olduğu fiyattır. İlgili varlık borsaya kote ve sürekli işlem görmekte ise bu piyasada oluşan değere aynı zamanda borsa değeri de denilmektedir.<sup>71</sup>
- e) **Tasfiye Değeri:** Şirket bilançosundaki tüm varlıkların satılması ardından çalışan ödemeleri, vergi ödemeleri, tahvil ödemeleri gibi tüm borçların ödenmesi sonrasında kalan tutara tasfiye değeri olarak ifade edilmektedir. Uygulamada şirket tasfiye değerlerinin defter değerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Enflasyonist ortamda zaman içerisinde maddi duran varlıkların piyasa değerinin yükselmesi ile özellikle maddi duran varlıklarının aktifleri içerisinde payı yüksek olan şirketlerde tasfiye değeri

---

<sup>69</sup> Hünkar İVGEN, Şirket Değerleme, Finnet Yayınları, İstanbul, 2003, s.25.

<sup>70</sup> A. Osman GÜRBÜZ ve Yakup ERGİNCAN, Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayınları, 2.Baskı, İstanbul, 2008, s.13.

<sup>71</sup> Mehmet Baha KARAN, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s.338.

görece daha yüksek olmaktadır. Tasfiye değeri ancak gelecekte kar etme ihtimali kalmamış, iflas durumunda olan firmalar için hesaplandığında anlamlı olmaktadır.<sup>72</sup>

- f) İşleyen Teşebbüs Değeri:** Şirketin faaliyetlerinin devam edecek şekilde devredilmesi halinde belirlenecek firma değeridir. Tasfiye değerinden farklı olarak varlıkların bir bütün olarak cari piyasa değerinden devri söz konusudur. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanışında varlıkların cari değerine firmanın itibarı, marka değerini ifade eden şerefiye değeri de eklenmektedir.<sup>73</sup>
- g) Net Aktif Değeri:** Şirketin varlıklarının ve yükümlülüklerinin piyasa değerlerinin bulunarak aradaki pozitif farkın pay senedi sayısına bölünmesi ile bulunan firma değeridir. Bir başka deyişle cari değeri ile hesaplanan toplam varlıklardan toplam borçların piyasa değerinin düşülmesi ile net aktif değer bulunmaktadır.
- h) Şerefiye Değeri:** Şirketin bir bütün olarak satın alınması halinde toplam değerinin, şirketin net aktif değerinden fazla olmasıdır.<sup>74</sup> Şerefiye, şirketlerin satın alımında maddi olmayan varlıkları yani; şirketin müşteri portföyü, sektördeki önemi, marka adı, stratejik konumu gibi firmaya özgü avantajları temsil eden değeri ifade etmektedir.

### 1.7.1 Değerleme Kavramı

Varlıkların değerlendirilmesi, piyasa değerinin bulunması geçmişten günümüze önem kazanarak devam eden bir uğraş olmuştur. Her varlığın mutlaka parasal bir değerinin olması gerekliliği değerlendirme ihtiyacının temelini oluşturmuştur. Varlıkların parasal değerinin bulunması süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme, bina, arsa, makina, teçhizat gibi şirket aktiflerinin iktisadi değerinin tahmini şeklinde tanımlanabilir.

---

<sup>72</sup> Chambers, a.g.e., s.186.

<sup>73</sup> Gürel KONURALP, Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001, s.156.

<sup>74</sup> Chambers, a.g.e., s.106.

Finans literatüründe değerlendirme kavramı için kabul gören genel tanımlama ise bir finansal varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının belirli olan bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenerek bulunan değerdir. Bu farklı tanımlamalara rağmen değerlendirme kavramının doğası gereği özünde subjektif olması kesin bir tanım yapmayı zorlaştırmaktadır. Bunun nedeni ise farklı amaçlar ve beklentiler ile değerlemelerin yapılmasıdır. Değerlemenin, gerçek değeri yakalayabilmesinde bu amaç ve beklentilerin değerlemeyi yapacak uzmanlarca iyi anlaşılması gerekmektedir. Bir sonraki başlık ile değerlendirme yapılmasındaki amaçları ve bir firmanın değerlendirme yapma gereksinimleri anlatılarak değerlendirme kavramına subjektiflik katan farklı yönleri üzerinde durulmuştur.

### **1.8. Değerlemenin Yapılma Nedenleri**

Şirket değerlemeleri birçok farklı amaçla yapılabilmektedir. Şirketler yeni yatırımlarına karar verme aşamasında fizibilite çalışmalarında değerlendirme yapabilecekleri gibi bir kredi kullanımı sırasında varlıklarının gerçek değeri ile ipoteye verilebilmesi amacıyla da yapılabilmektedir. Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasalarından karşılama kararı almaları halinde değerlendirme konusu şirket ile yatırımcıların aracılığını üstlenen yatırım bankaları ve aracı kurumlarca da sıkça kullanılmaktadır.<sup>75</sup> Değerleme yapılma amacına göre farklı işlevler kazanabilmektedir. Bazen sadece şirket ortakları için yapılan değerlendirme bir anlam ifade etmekteyken bazen ise değerlendirme devleti, alacaklıları hatta toplumun tamamı için önem arz edebilmektedir. Aşağıdaki ana başlıklar ile şirket değerlemesinin nedenleri açıklanmaya çalışılmıştır.

#### **1.8.1. Şirket Birleşme ve Devralmaları**

Birleşme kavramı, iki veya daha fazla sayıda şirketin büyüme amacıyla faaliyetlerini iktisadi ve hukuki açıdan tek bir çatı altında birleştirmeleri şeklinde tanımlanabilir.<sup>76</sup> Şirketlerin küreselleşme ile artan rekabetçi ortama ayak uydurma çabaları stratejik birleşmelerin son yıllarda artmasına neden olmuştur. Üretici ve tedarikçi şirketlerin birleşmesine dikey birleşme, aynı sektördeki rakip iki şirketin birleşmesine ise

---

<sup>75</sup> Hakkı ÖZTÜRK, Şirket Değerlemesinin Esasları-Teorik ve Pratik Yaklaşımlar, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009, s.26.

<sup>76</sup> Hüseyin AKAY, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s.12.

yatay birleşme denmektedir. Şirketleri birleşmeye iten nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz:<sup>77</sup>

- Ölçek ekonomisinden faydalanmak,
- Borçlanma kapasitesini arttırmak,
- Yönetim kalitesini arttırmak,
- Rekabet avantajı sağlamak,
- Vergisel avantajlar elde etmek,
- Sıfırdan yatırım yapma maliyetine katlanmadan faaliyetlerini arttırmak.

Devralma ise bir şirketin bir ya da daha fazla şirketi varlık ve borçları ile birlikte satın almasıdır. Bu durumda devralan şirketin tüzel kişiliği sürerken devralınan şirket ya da şirketlerin hukuki olarak varlıkları son bulmaktadır.<sup>78</sup> Birleşme ve devralma ile oluşacak olan yeni firma değerinin, şirket tek başlarına iken sahip oldukları varlıkların ayrı ayrı toplamlarından daha fazla olması beklenmektedir. Bu amaçla şirketlerin birleşme sürecinde en önemli aşamalardan biri de değerlendirme olarak karşımıza çıkmaktadır.

### **1.8.2. Şirket Halka Arzı**

Şirketler, yeni yatırımlarının finansmanı ya da mevcut yatırımlarını borçlanmaya gitmeden finanse etmek gibi amaçlar ile halka arzı düşünebilirler. Halka arz olacak şirketlerin hem potansiyel yatırımcılar açısından hem de şirket açısından doğru değerlendirilmesi önemlidir. Doğru değerlendirilmemiş bir halka arz fiyatı, şirketin halka arzının başarısız olmasına sebep olmaktadır. Zira yapılan değerlendirme sonucu belirlenen halka arz fiyatı, şirketin gelecekte elde edeceği gelirlerin doğru bir şekilde projeksiyon edilmemesi halinde yüksek performansa sahip olsa bile potansiyel yatırımcılar tarafından cazip görülmemektedir. Halka arz fiyatının belirlenmesi sırasında iki farklı çıkar grubunun var olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.<sup>79</sup> Bir tarafta potansiyel yatırımcılar diğer tarafta ise ihraççılar kendi çıkarlarını maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Ülkemizde Borsa

---

<sup>77</sup> Aydın KARAPINAR, Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartların Göre Değerlendirilmesi, Muhasebe ve Denetime Bakış, Ocak 2003, s.84.

<sup>78</sup> Chambers, a.g.e., s.9.

<sup>79</sup> Sudi APAK, Sermaye Piyasaları ve Borsa, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1995, s.24.

İstanbul'da halka arz olmak isteyen şirketlerin Kurul tarafından yetkilendirilmiş bir aracı kurum veya konsorsiyumu ile değerlendirme sürecini yapmaları yatırımcılar açısından bilgi asimetrisinin oluşmamasını sağlamaktadır. Şirketlerin gerçekleştirecekleri halka arzlarda, ihraç fiyatının payların nominal değerinin üzerinde olması halinde fiyat tespit raporunu halka arzdan önce yayınlamaları zorunludur. Bu sayede halka arz fiyatına dair oluşturulan projeksiyonları, değerlendirme yöntemlerini ve uygulanan iskonto oranı hakkında yatırımcılar bilgi edinebilmektedir. Bunun yanı sıra diğer aracı kurumlarda yayınlanan fiyat tespit raporu hakkındaki değerlemelerini hazırlayarak KAP 'ta yayımlayabilmektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere Borsa İstanbul'da işlem görmek isteyen firmaların ciddi bir değerlendirme çalışmasından geçmesi gerekmektedir.

### **1.8.3. Şirket Satın Almaları**

Şirket satın almaları değerlendirme çalışmalarının yapılmasında en sık karşılaşılan nedenlerdendir. Birleşme durumunda hem devralan hem de devrolunan şirket tüzel kişiliğini kaybederek yeni bir şirketi oluştururlar. Şirket satın alımlarında ise satın alan şirket tüzel kişiliğini ve unvanın koruyarak devralınan şirketin tüm varlıklarına sahip olmaktadır. Satın almayı gerçekleştirecek şirket için vereceği teklifi yapmadan önce değerlendirme çalışması yapması ve bu doğrultuda karar alması beklenilmektedir. Teklifi yapacak olan şirketin satın alma kararını vermesindeki amaçları şunlar olabilmektedir:<sup>80</sup>

- Benzer işi yapan şirketin satın alınması ile üretim kapasitesinde artışın sağlanması,
- Şirkete hammadde sağlayan firmaların satın alınması ile hammadde maliyetinin düşürülmesi,
- Ürün portföyünü arttırmak amacıyla farklı ürünlerde uzmanlaşmış şirketlerin satın alınması.

Diğer taraftan satın alınacak şirket açısından da teklifin kabul ya da reddedilmesi hususunda değerlendirme çalışması göz önünde bulundurulmaktadır.

---

<sup>80</sup> Chambers, a.g.e., s.9.

#### **1.8.4. Hisse Senedi Analizi**

Yatırımcılar hisse senedi tercihlerini kendilerine gelecekte en çok temettü ve sermaye kazancı sağlayacak olan firmaların paylarını alma yönünde yaparlar. Bu özellikleri sağlayan hisse senetlerini bulabilmek için hisse senedi değerlemelerine ihtiyaç duyulmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatının belirlenmesindeki temel iki unsur firmanın gelecekte elde etmesi beklenen nakit girişleri ile bu nakit girişlerinin gerçekleşmeme riskidir.<sup>81</sup> Firmanın piyasa değeri hisse senedi fiyatı ile doğrudan bir ilişki içerisinde. Bu nedenle hisse senedi fiyatlarının yükselmesi firmanın başarılı olduğu yönündeki algıların güçlü olduğu tersi bir durum ise yatırımcılar tarafından firmanın gelişiminin yeterli görünmediği şeklinde yorumlanabilir. Hisse senedi değerlemesi ve bunun sonucunda hazırlanan araştırma raporları gelişmekte olan piyasaların yabancı yatırımcıları çekebilmesi için önem arz etmektedir. Kurumsal ve yabancı yatırımcılar, aracı kurumlarca hazırlanan değerlendirme raporları doğrultusunda hisse senedi tercihlerini yapmaktadır. Bu nedenle değerlendirme yapılmamış hisse senetlerinin bu yatırımcı gruplarınca fark edilmesi daha az muhtemel olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların yanı sıra bireysel yatırımcılarda hisse senetlerini alma, satma ya da tutma kararlarını verirken hisse senedi değerlemelerine ihtiyaç duymaktadır. Hisse senedi değerlemesinin bir diğer faydası ise piyasadaki diğer hisse senetlerinin değerleri ile karşılaştırma imkânı sağlamasıdır.

#### **1.8.5. Stratejik Karar Alma Süreci**

Şirketler, küreselleşme ve yeni teknolojilerin getirdiği rekabetçi ortamda sürekli değişen talepleri karşılamaya çalışmaktadır. Bu taleplerin karşılanabilmesi ve şirketin pazarın payının büyütülebilmesi gibi nedenler ile stratejik kararların alınması ve geliştirilmesi gerekmektedir. Şirketler gelecekteki beklentilerine ve amaçlarına uygun stratejik kararlar alması ve bunları hayata geçirebilmesi şirketin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde devam ettirebilmesi için önemlidir. Bu noktada yöneticilerin ve diğer karar alıcıların sağlıklı seçimlerde bulunabilmeleri, alacakları kararlardaki belirsizliğin azaltılabilmesi, eksiksiz, doğru ve ekonomik olanı tercih edebilmeleri için değerlendirme raporlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Şirketler, iş birimlerinin değerlendirilmesinde, üretim

---

<sup>81</sup> Chambers, a.g.e., s.11.

hattının verimliliğinin ölçülmesinde, hangi ülkelere ve müşterilere iş hattının devam ettirilmesi hangileri ile terk edilmesi kararlarını alırken değerlemeye ihtiyaç duymaktadır.<sup>82</sup>

### 1.8.6. Özelleştirmeler

Özelleştirme, kamuya ait olan kuruluşların mülkiyetinin özel kişi veya kuruluşlara satılarak devri olarak tanımlanabilir. Satış işlemleri gerçekleştirilmeden önce kapsamlı bir değerlendirme raporu hazırlanmaktadır.<sup>83</sup> Özelleştirmeler piyasa ekonomisini benimseyen ülkelerde özellikle 1980’li yılların sonrasında hızlanmıştır. Özelleştirmenin altında yatan temel felsefe, devletlerin asli görevi olan adalet ve güvenliğin sağlanması için yapılacak harcamalar ile özel sektörün girişimde bulunmadığı ancak kamu yararına olan yatırımların dışında kalan iktisadi faaliyetlerin özel sektöre bırakılmasıdır. Özelleştirmelerin amacı şu şekilde özetlenebilir.<sup>84</sup>

- Servet dağılımının tabana yayılması,
- Devlet hazinesi üzerindeki yükün hafifletilmesi,
- Devlete gelir sağlanması,
- Devletin, özel sektörün yapabileceği faaliyetlerden uzaklaştırılarak asli faaliyetlerine yoğunlaştırılması,
- Sermaye piyasalarının genişletilmesi.

Kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmeleri sırasında değerlemelerin kimler tarafından ve hangi yöntemler ile gerçekleştirileceği 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkındaki kanun ile düzenlenmiştir. İlgili kanunda özelleştirilecek kuruluşun işlemlerinin oluşturulacak “Değer Tespit Komisyonu” tarafından gerçekleştirileceği belirtilmiştir. Değer tespit komisyonunun görevi kanunda belirtilen değerlendirme yöntemleri ile özelleştirilecek kuruluşun niteliği, gelecekteki nakit akımı potansiyeli ve faaliyette bulunduğu sektöre gibi özelliklerin incelenerek değerinin tespit

---

<sup>82</sup> Chambers, a.g.e., s.12.

<sup>83</sup> Metin SAĞMANLI, Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını No:6, İstanbul, 1996, s.11.

<sup>84</sup> Mustafa KÜÇÜKARABA, Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012, s.24.

edilmesidir. Özelleştirme Kanunu'nda belirtilen ve değer tespit komisyonunca tercih edilebilecek değerlendirme yöntemleri şunlardır:<sup>85</sup>

- İndirgenmiş Nakit akımları (Net bugünkü değer),
- Defter değeri,
- Net aktif değeri,
- Amortize edilmiş yenileme değeri,
- Tasfiye değeri,
- Fiyat/Kazanç oranı,
- Piyasa kapitalizasyon değeri,
- Piyasa değeri/Defter değeri oranı,
- Ekspertiz değeri,
- Fiyat/Nakit akım oranı.

Belirtilen bu değerlendirme yöntemlerinin en az ikisinin uygulanması suretiyle özelleştirme kapsamındaki kuruluşun değerlemesinin yapılabilmesi belirtilmiştir.

### **1.9. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler**

Şirket değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Şirketlerin kendi iç dinamiklerinden, buldukları sektörden veya genel ekonomik koşullardan kaynaklı riskler şirket değerini etkilemektedir. Bu çalışmanın kapsamı çerçevesinde şirket değerini etkileyen makro iktisadi faktörlerden ziyade değerlendirme yöntemini ve değerlendirme sonucunda oluşacak piyasa değerini etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur. Bu amaçla şirket değerini etkileyen faktörler aşağıdaki şekilde incelenebilir.

#### **1.9.1 Tahmin Dönemi**

Şirket değerlemesi sırasında gelecekte oluşacak nakit akımlarının kaç yıl süre ile tahmin edileceği önem arz etmektedir. Tahmin süresinin hesaplanmasında şirketin yaşam eğrisinin hangi aşamasında olduğu göz önünde bulundurularak olgunlaşma yılı belirlenir. Olgunlaşma evresi şirket büyümesinin dengeye ulaştığı dönemdir ve tahmin süresi

---

<sup>85</sup> T.C Resmi Gazete, Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun, 27 Kasım 2013, Sayı: 22124, Cilt:34, Madde 18 (B)

genellikle şirketin bu evreye kaç yılda ulaşacağı şeklinde hesaplanır. Şirketin içerisinde bulunduğu sektörün özellikleri dikkate alınarak 5 yıldan az olmamaktadır.<sup>86</sup>

### 1.9.2. Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri özellikle yapılacak yeni yatırımlarda karar alıcılar açısından çok önemlidir. Bugün sahip olunan paranın değeri gelecektekinden daha değerli olmaktadır. Bu nedenle de paranın zaman değeri alınacak kararlarda göz önünde bulundurulmaktadır. Paranın zaman değeri, bireylerin gelecekte daha fazla tüketim yapabilmek için cari tüketimlerinden vazgeçmelerinin ödülü ya da gelecekteki tüketimlerinden vazgeçerek bugünkü tüketimlerinin arttırmalarının bedeli olarak tanımlanabilir.<sup>87</sup> Geleceğin bilinmezliği bugün elde tutulan paranın daha değerli olmasına sebep olmaktadır. Enflasyonist ortam, paranın aşınma hızını arttırmakla birlikte enflasyonun bulunmadığı ortamlarda dahi paranın zaman değeri bulunmaktadır. Bu değere iki farklı açıdan yaklaşılmaktadır. Bunlardan ilki gelecekteki değer, diğeri ise bugünkü değeridir. Bunlar aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

#### 1.9.2.1 Paranın Gelecekteki Değeri

Paranın gelecekteki değeri, bugünkü bir miktar paranın belirli bir faiz oranı üzerinden değerlendirildikten sonra gelecekte belirli bir noktada ulaşacağı toplamı ifade etmektedir. Başka bir ifade ile bugün yapılacak olan bir ödemenin gelecekteki belirli bir zamanda gerçekleştirilmesi halinde sahip olacağı değerdir.<sup>88</sup> Gelecek değerinin hesaplanmasın ödemelerin basit faiz esasına göre olması halinde aşağıdaki yöntem ile hesaplanır:

$$GD_t = BD \times [1 + (r \times t)] \quad (1.1)$$

Denklem (1.1)'de GD, t zamandaki paranın gelecek değerini, BD bugünkü değeri, r ise faiz oranını simgelemektedir.

---

<sup>86</sup> Chambers, a.g.e., s.99.

<sup>87</sup> SPK, Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş., İstanbul, Aralık 2021

<sup>88</sup> Chambers, a.g.e., s.100.

Bugün sahip olduğu 1000 TL'sini yıllık %15 faiz oranı ile değerlendirme imkânı olan birisi için basit faiz yöntemiyle paranın gelecek değerini aşağıdaki gibidir.

**Tablo 8: Basit Faiz Yöntemi ile Gelecek Değer**

Zaman (Yıl)	Ana Para	Yıllık Faiz	Ana Para + Faiz
1	1000	150	1150
2	1000	150	1300
3	1000	150	1450
4	1000	150	1600
5	1000	150	1750

Tablodan da anlaşacağı üzere basit faizin temel esasını anaparanın sabit kalması oluşturmaktadır. Bileşik faiz ile hesaplamalarda ise yatırım süresi boyunca her dönemin faizi anaparaya eklenerek hesaplanan yeni anapara üzerinden faiz hesaplanması yapılmaktadır. Bu noktada bileşik faiz hesaplanmasında kullanılacak formül şu şekildedir:

$$GD_t = BD \times (1 + r)^t \quad (1.2)$$

Denklem (1.2)'de t, dönem sayısını ifade etmektedir.

Bugün sahip olduğu 1000 TL'sini yıllık %15 faiz oranı ile değerlendirme imkânı olan birisi için bileşik faiz yöntemiyle paranın gelecek değerini aşağıdaki gibidir.

**Tablo 9: Bileşik Faiz Yöntemi ile Gelecek Değer**

Zaman (Yıl)	Ana Para	Yıllık Faiz	Ana Para + Faiz
1	1000,00	150,00	1150,00
2	1150,00	172,50	1322,50
3	1322,50	198,38	1520,88
4	1520,88	228,13	1749,01
5	1749,01	262,35	2011,36

Tablo incelendiğinde bileşik faiz ödemelerinin sayısı arttıkça bugün sahip olunan paranın gelecek değerinin basit faize kıyasla daha hızlı arttığı görülmektedir.

Şirketlerde yatırım kararlarını verirken paranın bu zamana karşı aşınmasını göz önünde bulundurmakta ve alacakları kararlarda değerlemelerini bu çerçevede gerçekleştirmektedir.

### 1.9.2.2 Paranın Bugünkü Değeri

Gelecekteki değeri, maliyeti bilinen parasal bir tutarın belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. İskonto oranı, bugünkü değere indirgemede kullanılacak olan faiz oranı olarak karşımıza çıkmaktadır. Paranın bugünkü değeri kısaca gelecekte yapılacak bir ödemenin, bugün yapılması halinde sahip olacağı değer olarak tanımlanabilir.

Karar alıcılar için paranın bugünkü değeri büyük önem taşımaktadır. Gelecekte belirli bir tarihte şirketin sahip olması beklenen bir parasal büyüklüğün bugün için ne kadar değer taşıdığına bilinmesi alınacak kararların sağlıklı olmasına imkân tanır. Bugünkü değer özellikle yapılan değerlemelerin karşılaştırılmasında sıkça kullanılmaktadır. Farklı zaman dilimlerinde beklenen nakit akışlarının farklı değere sahip olmasından dolayı parasal tutarların aynı zamana indirgenmesi karşılaştırılabilir hale gelmelerini sağlamaktadır.<sup>89</sup> Bu karşılaştırılma da paranın bugünkü değerinin bilinmesi ile mümkün olmaktadır. Paranın bugünkü değerinin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

$$BD = \frac{GDt}{(1+r)^t} \quad (1.3)$$

Bugünkü değere dair bir örnek vermek gerekirse; Yatırımcının 5 yılın sonunda %10 getiri oranı ile 20.000 TL'lik bir gelir sağlamayı beklediği yatırımının bugünkü değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$BD = \frac{20.000}{(1 + 0,10)^5}$$

$$BD=20.000 / 1,6105$$

$$BD= 12.418 \text{ TL'dir.}$$

---

<sup>89</sup> Chambers, a.g.e., s.101.

Burada gelecekte elde edilmesi beklenen 20.000 TL 1,6105 iskonto faktörü ile bugünkü değere indirildiğinde 12.418 TL'ye eşit olmaktadır.

### **1.9.3 Şirketin Kaldıraç Faktörü**

Kaldıraç, sabit maliyetli varlıklarının şirketin gelirlerinin arttırılabilmesi için kullanabilme yeteneği olarak tanımlanabilir. Şirketler, tercih etmiş oldukları varlık ve yükümlülük yapılarına göre farklı kaldıraç faktörleri sağlamaktadırlar. Bu kaldıraç faktörleri finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıracı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Aşağıda şirketlerin değerlendirilmesinde ve yatırım kararlarının alınmasın göz önünde bulundurulmuş bu iki kavram açıklanmıştır.

#### **1.9.3.1 Finansal Kaldıraç**

Finansal kaldıraç, şirketlerin borçlanmaları sonucu doğal olarak oluşan bir faktördür. Finansal kaldıracı, alınan borçların ve ayrıcalıklı hisse senetleri gibi şirketin sabit maliyetli yükümlülüklerinin, şirketin sermaye yatırımlarındaki getirilerini arttırabilmesi için kullandığı bir finans tekniği olarak tanımlamak mümkündür.<sup>90</sup> Borçla finanse edilen sermaye yatırımlarının şirkete sağladığı en büyük getiri hisse başına kardaki artışın borç kullanılmadan sadece özsermaye ile sağlanacak kardan daha yüksek olmasıdır. Bir başka deyişle de hisse başına kardaki artışın toplam kardaki artış oranından daha fazla olmasına finansal kaldıracın etkisi diyebiliriz.

Finansal kaldıraç, şirket paydaşlarının refahlarını maksimize etmekte önemli olmakla birlikte alınan borçların ana para ve faiz ödemeleri kadar kazanç sağlanamadığı takdirde şirketin geleceği için bir risk oluşturmaktadır. Şirketin karlılığın azalması durumunda finansal kaldıraç ters yönlü çalışarak hisse başına karlardaki azalışın oransal olarak daha fazla gerçekleşmesine neden olmaktadır. Finansal kaldıraç, firmanın sabit faiz ödemelerinden karlılık düzeyindeki artışta ne denli yararlanılabildiğinin bir ölçütü olarak gösterilmektedir.<sup>91</sup> Kaldıraç etkisinin hesaplanması aşağıdaki formül ile yapılmaktadır<sup>92</sup>:

---

<sup>90</sup> Chambers, a.g.e., s109.

<sup>91</sup> Niyazi BERK, Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 9.Baskı, İstanbul, 2007, s.291.

<sup>92</sup> Chambers, a.g.e., s.110.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Pay Başına Gelirdeki Değişim Oranı}}{\text{Fazi ve Vergi Öncesi Karda Değişim Oranı}} \quad (1.4)$$

Finansal kaldıraç derecesi, faiz ve vergi öncesi kardaki değişimin pay başına ne oranda bir değişime neden olacağını göstermektedir. Bu, şirketin borçlanma politikasında karar alıcıların göz önünde bulundurduğu bir orandır. Yöneticiler, şirketin borçlanma kapasitesine karar verirken bu orandan faydalanmaktadırlar. Finansal kaldıraç oluşturan faiz gibi sabit ödeme yükümlülükleri yatırımların bu yükümlülüklerin üzerinde getiri sağladığı sürece paydaşlara ek kazanç sağlamaktadır. Bu nedenle finansal kaldıraç seviyesinin yönetilebilir seviyelerde olması şirketin genel iktisadi faaliyetlerin azaldığı dönemlerde dahi hayatını devam ettirebilmesi için önemlidir.

### 1.9.3.2 Faaliyet Kaldırıcı

Faaliyet kaldırıcı, şirketin toplam giderlerinin içerisindeki sabit giderlerin varlığının sonucunda oluşan doğal bir kaldıraçtır. Faaliyet kaldırıcı, karlılığın satış hacimlerindeki değişime karşı duyarlılığını göstermektedir. Bu kavramla ilgili şu genellemeleri yapmamız mümkündür:<sup>93</sup>

- Sabit giderler arttıkça faaliyet kaldırıcı artmaktadır,
- Satış hacmi başa baş noktasından uzaklaştıkça faaliyet kaldırıcı azalır.

Buradan anlaşılacağı üzere sabit giderler, satışlardaki bir birim değişikliğinin faiz ve vergi öncesi kar da daha fazla değişime imkân sağlamaktadır. Ancak bu kaldıraç da iki yönlü çalışarak şirket için belli dönemlerde risk oluşturabilmektedir. Satışlardaki az miktardaki düşüşler dahi şirketin karlılığını sabit giderlerin yüksekliğinden dolayı büyük oranda etkileyebilmektedir. Faaliyet kaldırıcı özellikle demir-çelik, cam, otomotiv gibi sabit sermaye yatırımlarının yüksek olduğu sektörlerde görülmektedir. Yüksek sabit sermaye yatırımlarına sahip olan bu sektörlerde satış hacimlerindeki görece küçük yükselişler bile faaliyet gelirlerinde yüksek artışları beraberinde getirmektedir. Bu noktada bu değişimi gösteren faaliyet kaldırıcı derecesi yöneticiler tarafından yapılacak

---

<sup>93</sup> Kamil BÜYÜKMİRZA, Maliyet ve Yönetim Muhasebesi, Gazi Kitabevi, 9.Baskı, Ankara, 2003, s.425.

yatırımlarda göz önünde bulundurulmuş bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Faaliyet kaldıracı derecesi aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:<sup>94</sup>

$$\text{Faaliyet Kaldıracı Derecesi} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kardaki Değişim Oranı}}{\text{Satışlardaki Değişim Oranı}} \quad (1.5)$$

Formülden de anlaşıldığı üzere kaldıraç derecesi ile satışlardaki değişimin, esas faaliyet karında yaratacağı değişim ölçülmektedir. Şirketlerin sadece borçlanma ya da özsermaye ile hayatlarını devam ettirmeleri mümkün olmamaktadır. Ortaklar için şirketlere özsermaye koymanın bir alternatif maliyeti olmaktadır. Ayrıca faiz ödemelerinin getirdiği vergi avantajından yararlanılamaması gibi sebepler ile şirketler hem özsermaye hem de borçlanma yoluna giderek faaliyetlerini devam ettirmektedir. Bunun bir sonucu olarak da finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıracının bileşik etkisini içeren “toplam kaldıraç” kavramı ortaya çıkmaktadır. Toplam kaldıraç, ana para ve faiz ödemelerinden kaynaklanan finansal kaldıraç ile faaliyet kaldıracından gelen sabit giderlerden oluşmaktadır. Finansal ve faaliyet kaldıracının toplam etkilerini aşağıdaki formül ile gösterebiliriz:<sup>95</sup>

$$\text{Toplam Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Pay Başına Gelirdeki Değişim Oranı}}{\text{Satışlardaki Değişim Oranı}} \quad (1.6)$$

Formülden de anlaşıldığı üzere finansal ve faaliyet kaldıracının bir araya gelmesi ile ortakların pay başına gelirdeki yüzde değişim oranları artmaktadır. Sonuç olarak da toplam kaldıraç etkisi şirket yöneticilerinin, şirket ortaklarının kar maksimizasyonunu hedefledikleri bir ortamda alacakları kararlarda göz önünde bulundukları bir oran haline gelmektedir.

#### 1.9.4. Nakit Akımları

Nakit akımları şirket değerlemesi esnasında analistin hazırlayacağı raporlar ve yapacağı tahmin için en önemli unsurdur. Sağlıklı bir nakit akışı şirketin varlığının devamının güvencesi olarak görülmektedir. Şirkete hem borç olarak hem de özkaynak niteliğinde fon sağlayanlar için nakit akımları özellikle önem teşkil etmektedir. Borç verenler, şirketin borçlarını vaktinde ve eksiksiz ödeyebileceğinin analizi nakit akımları

---

<sup>94</sup> Chambers, a.g.e., s.118.

<sup>95</sup> Chambers, a.g.e., s.121.

üzerinden yapmaktadır. Ayrıca hissedarlar tarafında da kar paylarının dağıtımının ancak şirketin yeterli nakdi varsa yapabileceğinden nakit akımları dikkatle incelenmektedir.

Şirketler için iflas riski beş temel faktörün bileşiminden meydana gelmektedir:<sup>96</sup>

- Pazar riski,
- Likidite riski,
- Kur riski,
- Faiz riski
- Afet riski.

Bu riskler içerisinde şirketin doğrudan iflasına neden olabilecek en güçlü etken likidite riskidir. Öyle ki şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirecek nakit akımlarına sahip olmaması tek başına iflasına neden olabilmektedir.

Şirketlerin nakit akımları, nakit giriş ve nakit çıkışlarından oluşmaktadır. Bu nakit hareketlerinin oluşmasında şirketin yapmış olduğu faaliyet, içinde bulunmuş olduğu sektörün dinamikleri ve finansal tercihleri etkili olmaktadır. Şirkete olan nakit akımlarını, faaliyet, yatırım ve finansmandan doğan nakit hareketleri oluşturmaktadır. Yapılan bu nakit akımlarını bu üç başlık altında aşağıdaki gibi gösterebiliriz:<sup>97</sup>

a) Faaliyetten Doğan Nakit Akımları:

Ürün satışı ve hizmet arzından sağlanan nakit girişleri,  
Satıcılara ve çalışanlara yapılan ödemeler,  
Vergi ödemeleri,  
Faiz ödemeleri,  
Diğer faaliyet giderleri.

b) Yatırımdan Doğan Nakit Akımları:

Arsa, fabrika, makine ve teçhizat yatırımları nedeniyle nakit çıkışları,  
Yeni iş alanları yönelim nedeniyle oluşan nakit çıkışları,  
Yeni ortaklıklar için yapılan ödemeler.

---

s.241. <sup>96</sup> Aydın UYAR, Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2001,

<sup>97</sup> Chambers, a.g.e., s.151.

c) Finansmandan Doğan Nakit Akımları:

Yeni tahvil, bono ihraçlarından sağlanan nakit,

Ayrıcalıklı hisselerden sağlanan nakit,

Çıkarılan adi hisselerden sağlanan nakit,

Nakit ödenen temettüleri.

Şirket değerlemesinin yapılma amacına göre iki farklı nakit akımları yöntemine başvurulabilmektedir. Bunlardan birincisi ‘Firmaya olan serbest nakit akımları’ ikincisi ise “Özkaynağa olan serbest nakit akımları” şeklindedir. Aşağıda bu nakit akımı yöntemleri açıklanmıştır.

#### **1.9.4.1 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları**

Firmaya olan serbest nakit akımları, işletmeye fon sağlayan şirket paydaşları, alacaklılar, ayrıcalıklı hisse senedi sahipleri gibi bütün hak sahiplerinin nakit akımlarının toplamını ifade etmektedir.<sup>98</sup> Bir başka değişle şirkete özkaynak ya da borç niteliğinde olsun fon sağlayanlara gerçekleşen nakit akımlarıdır. Firmaya olan nakit akımlarının hesaplanırken öncelikle faiz ve vergi öncesi kara amortisman ve kıdem tazminatı eklenir. Bundan sonra vergi bulunan tutardan düşülür. Bulunan sonuca işletme sermayesi ihtiyacı varsa bu tutar düşülür eğer yoksa fazlalık nakit akımlarına eklenir. Son olarak da sabit sermaye harcamaları düşülerek firmaya gerçekleşen nakit akımlarına ulaşılır.<sup>99</sup>

FVÖK (Esas faaliyetlerden gelen kar)

+ Nakit çıkışı gerektirmeyen giderler (Kıdem tazminatı ve amortisman)

- Ödenen vergi

+ Finansman giderleri x Vergi oranı

+/- İşletme sermayesinin ihtiyacı ya da fazlası

- Sabit sermaye harcamaları

=Firmaya olan serbest nakit akımı

Formülden de anlaşılacağı üzere firmaya olan nakit akımları esas faaliyet gelirlerinden, vergiler, faaliyet giderleri ve sabit sermaye yatırımları için yapılan

<sup>98</sup> Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.148

<sup>99</sup> Mehmet Şükrü TEKBAŞ ve diğerleri, Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, İstanbul,31 Aralık 2021, s.119.

harcamalardan sonra kalan kısım olarak karşımıza çıkmaktadır. Firmaya olan nakit akımları yönteminin en önemli avantajı daha fazla bilgi içermesidir. Finansman giderlerinin nakit akımlarında yer alması özellikle yüksek finansal kaldıraça sahip şirketlerin değerlendirilmesinde önem arz etmektedir.

#### 1.9.4.2. Özkaynağa Olan Serbest Nakit Akımları

Özkaynağa gerçekleşen nakit akımları, tüm borçlarını ödedikten ve yatırım için gerekli finansman sağlandıktan sonra sermayeye kalan nakittir. Bu yöntemin temel amacı gelecekte oluşacak nakit akımlarından sermayedarlara dağıtılabilecek kısmın bulunmasıdır.<sup>100</sup> Bir şirkete fon sağlayanlar temelde kreditorler ve sermayedarlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Sermayedarların temel beklentisi kar payı elde etmek olduğundan diğer borçların ödemeleri yapıldıktan sonra geriye kalan tutarı dikkate almayı tercih ederler. Öyle ki yüksek finansal kaldıraç oranı ile çalışan bir şirketin firmaya olan nakit akımları iyi olmasına rağmen düşük özkaynağa gerçekleşen nakit akımlarının negatif olması mümkündür. Bu nedenle de şirkete yatırım yapacak olan ortakların değerlemelerde dikkat ettikleri hususlardan birisi gelecekte şirketin özkaynağına ne kadar nakit akımı sağlayabileceğidir. Özkaynaklara nakit akımlarının hesaplanması sırasıyla şu şekildedir; Vergi sonrası net kara nakit çıkışı gerektirmeyen giderler eklenir. Daha sonra bulunan tutara şirketin işletme sermayesi ihtiyacı ya da fazlası eklenir ya da çıkarılır. Son olarak yeni borç edinimi ile borçların ana para ödemeleri netleştirilir ve sabit sermaye giderleri çıkarılarak sonuca ulaşılır. Aşağıdaki şekilde bu modeli formülleştirmek mümkündür:<sup>101</sup>

Vergi Öncesi Net Kar

- Ödenen Vergi

+ Nakit çıkışı gerektirmeyen giderler (Kıdem tazminatı ve amortisman)

+/- İşletme sermayesinin ihtiyacı ya da fazlası

+/- Borç ana para geri ödemeleri (Net)

- Sabit sermaye harcamaları

= Özkaynağa olan nakit akımları

---

<sup>100</sup> Chambers, a.g.e., s.221.

<sup>101</sup> Tekbaş vd., a.g.e., s.119.

Özkaynağa olan nakit akımları modelinde iskonto faktörü olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu yönüyle model, firmaya olan nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden farklılık göstermektedir. Bu sayede özellikle faiz gelir ve giderlerinin faaliyetinin esas konusunu oluşturan banka ve sigortacılık sektörü şirketlerinin değerlendirilmesinde özkaynağa nakit akımları modeli kullanılmaktadır.

### 1.9.5 Artık Değer

Teorik olarak şirketlerin ömrü süresiz kabul edilmek ile birlikte firmaya gerçekleşecek nakit akımlarının sonsuza kadar hesap edilebilmesi söz konusu değildir. İşte bu nedenle belirli bir yıldan sonraki dönemin nakit akımlarını temsil eden sonsuz değer hesaplanır. Bulunan bu değer şirketin belirli bir tahmin döneminin ötesinde gerçekleşmesini beklediği nakit akımını bir başka değer ile artık değeri ifade etmektedir. Bu noktada en sık kullanılan yöntem, firmanın olgunluk döneminde ulaştığı nakit akımını sonsuza kadar sürdüreceği varsayımı ile hesaplanmasıdır. Bu durumda artık değer şu şekilde hesaplanır.<sup>102</sup>

$$\text{Artık Değer} = \frac{\text{Sonsuza kadar devam edecek yıllık sabit nakit akımları}}{i \text{ (yıllık iskonto oranı)}} \quad (1.7)$$

Bu formül ile tahmin döneminin sonundaki artık değer bulunduktan sonra bugünkü değerinin hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılır.

$$\text{Artık Değerin Bugünkü Değeri} = \frac{1}{(1+i)^n} \times \text{Artık Değer} \quad (1.8)$$

Bu yöntemin temel varsayımı, şirketin belirli bir ölçüğe ulaştığı olgunluk döneminde artık durağan bir yapı sergilemesi sebebiyle sabit bir nakit akımı elde edeceği beklentisidir. Ancak analistin beklentisi şirketin olgunluk döneminde de büyümesi şeklinde olabilir. Bu durumda ön görülen büyüme oranının da artık değere eklenmesi gerekmektedir. Belirli bir büyüme (g) varsayımı altında artık değer formülü şu şekilde olmaktadır.<sup>103</sup>

---

<sup>102</sup> Chambers, a.g.e., s.103.

<sup>103</sup> Chambers, a.g.e., s.104.

$$Artık Değer = \frac{1}{(1+i)^n} \times \frac{\text{Sonsuza Kadar Devam Edecek Nakit Akımları}}{i-g} \quad (1.9)$$

Artık değerın hesaplanmasında tahmin dönemi sonrası için sonsuza kadar sabit devam edecek nakit akımlarına aşağıdaki tablo ile örnek verilmiştir.

Yıl	Serbest Nakit Akımları	İskonto Oranı	İskonto Faktörü	Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri
1	100	0,10	0,909	90,90
2	115	0,10	0,826	94,99
3	130	0,10	0,751	97,63
4	145	0,10	0,683	99,04
5	160	0,10	0,621	99,36
<b>Toplam</b>				<b>481,92</b>

5. yıldan sonra ise nakit akımlarının 200 TL olacağı öngörülmektedir. Bu durumda artık değerın bugünkü değeri şu şekilde hesaplanır:

$$Artık Değerın Bugünkü Değeri = \frac{1}{(1 + 0,10)^5} \times \frac{200}{0,10} = 1241,84 TL$$

Firmanın toplam değeri ise nakit akımlarının bugünkü değeri ile artık değerın bugünkü değerının toplamı şeklinde olacaktır. Bu durumda firmanın değeri 481,82 + 1241,84 = 1806,82 olacaktır.

### 1.10. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar

Şirket değerlemesinin kimler için ve kimler tarafından yapıldığı önem arz eden konulardan biridir. Değerleme yapacak kişi ve kurumlar şu şekilde sıralanabilir:<sup>104</sup>

- a) **Şirket Ortakları:** Şirketlerin mevcut ve potansiyel ortaklarının beklentisi gelecekte elde edecekleri kar paylarının sürekli artması ve bunun yanı sıra pay senetlerinin değer artışı ile sermaye kazancı elde etmektir. Ortaklar yaptıkları yatırımların karşılığını görmek ve mevcut durum hakkında bilgi almak amacıyla finansal tablolardan yararlanırlar. Ancak bilindiği üzere

<sup>104</sup> Chambers, a.g.e., s.16-17.

finansal tablolar belirli bir dönemi gösteren geçmiş verilerdir. Geleceğe dair bilgi edinilmesi için ise firma değerlemesi gerekmektedir. Bu değerlendirme ortaklar tarafından yapılabileceği gibi uzman ve tarafsız kurumlarca da yapılabilmektedir.<sup>105</sup>

- b) Şirkete Kredi Verenler:** Şirketlere kredi sağlayan başlıca kurumlar arasında bankalar yer alır. Bankalar açısından verilen her kredi bir risk içermektedir. Bankalar, aldıkları riskleri minimize etmek ve aldıkları risklere karşılık optimal faiz oranını talep etmek amacıyla şirketin değerlemesini yaparlar. Bankalar bu değerlemeyi yaparken şirketin finansal tablolarını inceler ve varlıklarının değerini piyasa değerine çekerek düzeltme yaparlar. Yapılan değerlemeler sayesinde bankalar verecekleri krediler için doğru kararlar alabilmekte ve kredilerin geri ödenmeme riskini yönetebilmektedir.
- c) Devlet:** Şirketlere sermaye olarak konulacak isim hakkı, bina, arsa gibi varlıkların değerlemesinde taraflar arasında uzlaşma sağlamak amacıyla değer tespitine devlet tarafınca aracılık edilmektedir.
- d) Şirket Değerleme Uzmanları:** Şirket değerlemesinde alıcı ve satıcılar için maksimum faydanın sağlanabilmesi için değerlendirme sürecinin tarafsız ve doğru bir şekilde gerçekleştirilmesi önemlidir. Bu noktada değerlemenin konunun uzmanlarınca yapılması değerlendirme sonucunun da objektif ve mümkün olduğunca hatasız olmasını sağlamaktadır.

### 1.11. Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri

Değerleme yaklaşımı, bir veya daha fazla değerlendirme yönteminin kullanılması sonucu belirlenen değerlendirme sürecidir. Değerleme yöntemi ise bir yaklaşım içerisinde değer belirleme yoludur.<sup>106</sup> Bir şirketin değerinin doğru tespit edilmesi başarılı bir halka arz sürecinin en önemli parçasıdır. Şirketin değeri belirlenirken, kullanılacak değerlendirme yöntemi uzmanlarca titizlikle belirlenmeli ve objektif bir biçimde uygulanmalıdır. Bu bölümde değerlemede genel olarak kabul gören üç yaklaşım olan; piyasa değeri yaklaşımları, aktif bazlı yaklaşımlar ve gelir yaklaşımları açıklanmaya çalışılmıştır.

---

<sup>105</sup> Gamze KARAA, Şirket Değerlemesi ve Start-Up Firma Uygulaması, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Manisa, 2019, s.21.

<sup>106</sup> Chambers, a.g.e., s.177.

### 1.11.1 Piyasa Değeri Yaklaşımları (Piyasa arpanları)

Piyasa değeri yaklaşımları analistler tarafından en çok tercih edilen değerleme yöntemlerinden biridir. Bu değerleme yöntemlerinin uygulanabilirliğinin kolaylığı ve yatırımcıların diğer değerleme yöntemlerine kıyasla daha farkındalıklarının daha yüksek olması sebebiyle yaygın bir kullanım alanı bulmaktadır.

Piyasa değeri yaklaşımları ile değerlemenin felsefesini, birbirine benzer veya aynı sektördeki şirketlerin piyasa tarafından nasıl fiyatlandığı ve bu şirketlerin birbirlerine kıyasla ucuz mu pahalı mı olduğunu belirli fiyat arpanları ile karşılaştırılması oluşturmaktadır.<sup>107</sup> Fiyat arpanları bulunurken şirketin pay senedi değeri, belirli ekonomik büyüklüklere bölünerek elde edilir. Daha sonrasında şirket ile benzer operasyonel ve finansal büyüklüğe sahip aynı sektördeki şirketler belirlenerek bunların fiyat çarpanlarının hesaplanması gerekir. Sonraki adımda ise değerlemesi yapılan şirketin ekonomik büyüklükleri ile benzer şirketlerden elde edilen fiyat çarpanlarının ortalaması çarpılarak piyasa değerine ulaşılmaktadır.<sup>108</sup>

Piyasa arpanları ile değerlemenin en büyük avantajı, belirli bir çarpan ve karşılaştırılabilir şirketlere dayanan değerlemesi ile gelecek bölümlerde anlatılacak olan gelir yaklaşımlarına kıyasla çok daha az varsayım ile hesaplanabiliyor olmasıdır. Daha az tahmin içermesi sebebiyle piyasa arpanları ile yapılan değerlemeler analistin sbjektifliğinden uzaklaşmaktadır. Piyasa arpanları ile değerlemenin en büyük dezavantajı ise değerlemesi yapılacak olan şirketin benzer şirketleri seçilirken yapılacak ayıklamalar sonucunda geriye karşılaştırılabilir nitelikte çok az şirketin kalmasıdır. Böyle durumlarda şirketin muadillerinin yurtdışında aranması mümkün olsa da farklı ülke borsalarında işlem gören şirketlerin yer aldıkları sektörler için yatırımcıların farklı büyüme beklentisi içerisinde olması anlamlı fiyat çarpanlarının oluşamamasına neden olabilmektedir. Bu noktada farklı ülkelerden benzer şirketlerin yer aldığı bir fiyat çarpanı oluştururken ideal olan aşırı değerlerin sonucu fazla etkilemeyeceği kadar şirketi

---

<sup>107</sup> ztrk, a.g.e., s.112.

<sup>108</sup> Kerem şENEL, Firma ve Hisse Senedi Değerlemesi, TSPAKB, Eğitim Notları, s.17.

değerlemeye dahil ederken, şirketi karşılaştırılabilir olmaktan çıkaracak kadar da fazla sayıda şirketi seçmemektir.<sup>109</sup>

Fiyat çarpanları ile değerlemede şirketin piyasa fiyatının hangi seçilecek olan ekonomik büyüklük ilişkilendirileceği büyük önem arz etmektedir.<sup>110</sup> Piyasa yaklaşımını esas alan ve uygulamada en sık görülen değerlendirme yöntemleri aşağıda açıklanmıştır:

#### **1.11.1.1 Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi (F/K)**

Fiyat kazanç oranı ile değerlendirme yöntemi şirketin net karı ile pay senetlerinin piyasadaki değeri arasında bir ilişki kurar. Uygulamada en sık kullanılan oranlardan birisidir. Fiyat kazanç, şirketin pay senedi başına düşen her 1 TL'lik net karı için yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren orandır şeklinde tanımlanabilir.<sup>111</sup> Kısa bir örnek vermek gerekirse Fiyat/Kazanç oranı 8 olan bir şirketin yatırımcıları tarafından 1 TL'lik karına karşılık 8 TL'lik ödeme yapmaya hazır olduklarını gösterir. Yatırımcılar şirketin pay senetlerine yatırım yaparlarken gelecekteki karda gerçekleşecek büyümeyi de göz önünde bulundurlar. Bu nedenle aynı sektörde dahi yer alsın şirketlerin Fiyat/Kazanç oranları yatırımcıların gelecek beklentileri doğrultusunda büyük farklılıklar gösterebilmektedir.

Fiyat kazanç oranının hesaplanması iki farklı şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlardan ilkinde şirketin borsadaki pay başına fiyatı, şirketin son 12 aylık pay başına net karına bölünerek kullanılarak ve şirketin mevcut durumu gösteren oran hesaplanabilir. İkinci bir hesaplanma şeklinde ise paydada gelecek yılın tahmini net karı kullanılarak bir fiyat kazanç oranı hesaplanabilir. Uygulamada bakıldığında ise genel kabul görmüş olanın şirketin geçmiş karına bakılarak hesaplanan fiyat kazanç oranı olduğu görülmektedir.<sup>112</sup> Geçmiş kar ile fiyat kazanç oranının hesaplanması piyasa çarpanları yaklaşımlarının temel felsefesine daha uygun olmaktadır. Piyasa çarpanı yaklaşımları, ilerleyen bölümlerde işlenecek olan gelir yaklaşımlarına kıyasla en önemli avantajının fiyat kazanç oranlarının uygulanabilirliğinin basitliği ve yöntemi uygulayanının daha az

---

<sup>109</sup> Aykan ÜRETEN ve Metin Kamil ERCAN, Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s.123.

<sup>110</sup> Metin Kamil ERCAN ve Ünsal BAN, Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2014, s.122.

<sup>111</sup> İvgen, a.g.e., s.120.

<sup>112</sup> Üreten ve Ercan, a.g.e., s.131.

tahmin içermesidir. Bu sebeple yapılan değerlemelerde geçmiş dönem net karının kullanılmasının analistlerce tercih edildiği görülmektedir.

Fiyat kazanç oranının önemli avantajlarından bir tanesi ise şirketler arasında karşılaştırma yapmayı imkân sağlamasıdır. Yatırımcılar şirketin piyasada oluşmuş olan fiyatının benzer şirketlere göre durumu hakkında fikir sahibi olmak amacıyla fiyat kazanç oranını kullanırlar.<sup>113</sup> Fiyat kazanç oranı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Pay Başına Net Kar}} \quad (1.10)$$

Halka arz olmamış şirketlerde ise piyasada belirlenmiş herhangi bir fiyat bulunmadığından benzer şirketlerin fiyat kazanç oranlarının ortalaması alınarak şirketin pay başına fiyatı belirlenmektedir.<sup>114</sup> Bu durumda formül şu şekildedir:

$$\text{Pay Başına Fiyat} = \text{Pay Başına Net Kar} \times \text{Sektörün } \frac{F}{K} \text{ Ortalaması} \quad (1.11)$$

Fiyat kazanç oranı ile değerlendirme yapılırken şirketin faaliyet gösterdiği sektörün ortalama F/K oranı kullanılabilceği gibi borsanın tamamının F/K ortalaması da kullanılabilir. Ayrıca yurtiçinde yeterince benzer şirketin dahil edilemediği durumlarda yurtdışı benzer şirketler ile oluşturulan bir grubun fiyat kazanç ortalamasıyla da değerlemelerin yapıldığı uygulamalarda görülmektedir.

Fiyat kazanç oranı için hesaplama örneği:

Sermayesi 850.000 TL, net karı 5.100.000 TL ve pay senetlerinin nominal değeri 1 TL olan bir şirketin bulunduğu sektörün F/K oranı 7,5 ve hisse başına net karı 6 TL'dir. Bu durumda pay senedinin piyasa fiyatını ve şirketin değerini aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz.

$$\text{Pay Senedi Piyasa Fiyatı} = \text{Pay Başına Net Kar} \times \text{F/K Oranı}$$

<sup>113</sup> Cevat SARIKAMIŞ, Şirket Birleşmeleri, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003, s.134.

<sup>114</sup> Sağmanlı, a.g.e., s.34.

$$= 6 \text{ TL} \times 7,5 = 45 \text{ TL}$$

Şirket Değeri = Pay Sayısı x Pay Senedi Piyasa Fiyatı

$$= 850.000 \times 45 \text{ TL} = 38.250.000 \text{ TL}$$

F/K oranı günümüzde analistler arasında en sık kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biridir. Bu denli fazla tercih edilmesindeki temel avantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz:<sup>115</sup>

- Değerleme yönteminin en büyük avantajı temettü, nakit akışı, büyüme oranı gibi tahminleri kullanmayı gerektirmemesidir.
- Basit bir istatistik veri dir.
- Farklı şirketler ile karşılaştırma yapma açısından son derece kullanışlıdır.
- Piyasa fiyatı ile hesaplandığından risk ve büyüme gibi beklentileri içerir.

F/K oranının bazı dezavantajları ise şu şekildedir:<sup>116</sup>

- Net karın hesaplanışında uygulanacak farklı muhasebe politikaları nedeniyle pay başına kazanç hesabı gerçeği yansıtmayabilir.
- Net kar edememiş şirketler için F/K değerlendirme yöntemi ile hesaplama yapılamamaktadır.
- F/K oranı pay senedi için olması gereken değeri değil borsada yatırımcıların uygun gördüğü F/K oranı göstermektedir.

Dönem net karının yerine faaliyet karının hesaplamada kullanılması, yurtdışı benzer sektör ve şirketlerin dikkate alınması ile yukarıda ki belirtilen sorunların da kısmen bertaraf edilebileceği düşünülmektedir.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> Karan, a.g.e., s.338.

<sup>116</sup> Hatice DOĞUKANLI ve Serpil CANBAŞ, Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri, Karahan Kitabevi, İstanbul, 2007, s.349-350.

<sup>117</sup> Chambers, a.g.e., s.196.

### 1.11.1.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi (PD/DD)

Piyasa değeri / Defter değeri oranı, Şirketin piyasadaki pay senedi fiyatının, Şirketin pay başına düşen defter değerine oranıdır. Fiyat/ Kazanç oranında olduğu gibi değerlemesi yapılacak Şirketin kendi oranları veya içerisinde bulunduğu sektördeki Şirketlerin oranlarının ortalaması ile değerleme gerçekleştirilebilmektedir. Şirketin ya da sektörün ortalama PD/DD oranının değerlenen Şirketin özkaynakları ile çarpımının sonucunda Şirket değerine ulaşılmaktadır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde Şirketlerin kar rakamlarının gerçekçi olamayacağı düşünceyiyle fiyat kazanç oranının yerine kullanılmaktadır. PD/DD oranı aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$Piyasa / Defter Değeri = \frac{Payın Piyasa Fiyatı}{Pay Başına Defter Değeri} \quad (1.11)$$

PD/DD oranı hesaplanırken özkaynaklar toplamı bulunur ve bulunan bu tutar çıkarılmış sermayeye bölünerek pay başına defter değer bulunur. Şirketin piyasadaki fiyatı ile bulunan pay başına defter değerine olan oranı hesaplanarak iki ekonomik büyüklük arasında bir katsayı saptanarak karşılaştırma yapmaya uygun hale getirilir. Fiyat kazanç oranında olduğu gibi benzer Şirketlerin PD/DD ortalaması ile değerlenen Şirketin pay senedi fiyatına ulaşılmak istendiğinde yukarıda ki formül şu Şekilde olacaktır:

$$Pay Senedinin Fiyatı = Pay Senedinin D.D \times Sektörün \frac{PD}{DD} Ortalaması \quad (1.12)$$

$$Şirketin Piyasa Değeri = Sektörün \frac{PD}{DD} Oranı \times Şirketin Toplam D.D \quad (1.13)$$

Piyasa / Defter değeri oranı yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetleri arasındaki karşılaştırmaktadır.<sup>118</sup> Beklenti firmaların aktiflerini en doğru Şekilde kullanacağı olduğundan bu oranın 1'in üzerinde olması gerektiğidir. Bu oranın 1'in altına düşmesi durumunda Şirket ortakları için bir değer artışı yaratamadığı Şeklinde yorum yapılabilir. Bu oran özellikle yüksek duran varlık yatırımları bulunduran

---

<sup>118</sup> Sağmanlı, a.g.e., s.36.

sektörlerde ve varlıklarının değerinin piyasa değerine yakın olması öngörülen bankacılık gibi finansal hizmet sektöründeki şirketlerin değerlemesinde sıkça tercih edilmektedir.<sup>119</sup>

PD/DD Oranı için hesaplama örneği:

Şirketin özkaynak toplamı 11.250.000 TL ve pay başına 1 TL nominal değerli ödenmiş sermayesi ise 4.800.000 TL'dir. Şirketin yer aldığı sektörün PD/DD ortalaması 2,75 olarak hesaplanmıştır. Bu verilere dayanılarak şirketin pay senedi fiyatı ve piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{Pay Sen. Defter Değ.} &= \frac{\text{Özkaynaklar Top.}}{\text{Pay Senedi Sayısı}} \\ &= \frac{11.250.000}{4.800.000} = 2,34 \text{ TL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Pay Sen. Fiyatı} &= \text{Sektör } \frac{PD}{DD} \text{ Oranı} \times \text{Pay Senedi D.D} \\ &= 2,75 \times 2,34 \text{ TL} = 6,45 \text{ TL} \end{aligned}$$

Burada bulunan pay senedi fiyatının pay senedi sayısına çarpımı ile şirketin piyasa değeri 30.900.000 TL olarak hesaplanmaktadır.

PD/DD Oranının sıklıkla kullanılmasındaki nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz:<sup>120</sup>

- Defter değerinin diğer ölçütlere kıyasla daha istikrarlı bir karşılaştırma sağlıyor olması ve daha sonraki bölümlerde bahsedilecek olan indirgenmiş nakit akımlarına kıyasla daha basit olması
- Aynı muhasebe politikasını belirleyen şirketlerin karşılaştırılmasında defter değerinin sağlıklı bir değerlendirme yaklaşımı olması
- Fiyat/Kazanç oranının aksine zarar eden şirketler içinde hesaplanabiliyor olması.

---

<sup>119</sup> İvgen, a.g.e., s.128.

<sup>120</sup> Konuralp, a.g.e., s.220.

PD/DD oranı ile değerlendirme yapmanın bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajların başından şirketin uygulamış olduğu muhasebe politikalarından dolayı defter değerinin benzer şirketler ile farklı sonuçlar verebilmesidir. Örneğin farklı amortisman yöntemleri uygulayan aynı sektördeki iki şirketin PD/DD oranları ile karşılaştırılma yapılması yanlış yorumların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bir diğer dezavantajı ise yöntemin bilanço kalemlerine çok bağlı olmasıdır. Şirketin yapacağı yeniden değerlemeler ile defter değerinin değişmesi sonucunda PD/DD oranında ciddi oynamalar olabilmekte şirketin gerçek değerini yansıtmakta noksanlara sebep olabilmektedir. Bu nedenle PD/DD yönteminin fiyat kazanç oranı gibi şirket karını esas alan değerlendirme yöntemleri ile birlikte kullanılması daha uygun olmaktadır.<sup>121</sup>

### 1.11.1.3 Fiyat / Satış Oranı

Oran, şirketin pay senedi fiyatının, son 12 aylık dönemdeki pay başına düşen satış tutarına bölünmesi ile bulunmaktadır. Özellikle aynı sektörde yer alan şirketlerin karşılaştırılmasında sıkça kullanılan bir değerlendirme yöntemidir. Aynı sektördeki şirketlerin faaliyetleri ile satışları arasındaki ilişkinin sabit olduğu ve şirketlerin faaliyet giderlerinin benzer türde olduğu varsayımına dayanmaktadır. Fiyat / Satış oranı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$Fiyat/Satış = \frac{Pay\ Senedi\ Cari\ Piyasa\ Fiyatı}{Pay\ Başına\ Satış\ Geliri} \quad (1.14)$$

Şirketlerin farklı muhasebe politikalarından en az etkilenen kalemin brüt satış gelirleri olması nedeni ile aynı sektördeki şirketlerin karşılaştırılmasında tercih edilmektedir. Benzer işletme yapısına ve fiyatlama politikasına sahip şirketlerin ortalama Fiyat/Satış oranının değerlendirilecek şirketin satış gelirleri ile çarpılması ile şirket değeri bulunabilmektedir.<sup>122</sup> Bu ifadeyi şu şekilde formül ile ifade edebiliriz:

$$Şirket\ Değeri = Sektörün\ Ortalama\ F/S\ Oranı \times Satış\ Geliri$$

Fiyat / Satış oranı şirket değerinin son bir yıllık satış gelirlerinin kaç katı olduğunu göstermektedir. Gelir tablosunun ilk kaleminden gelen ekonomik büyüklük ile

<sup>121</sup> Sağmanlı, a.g.e., s.37.

<sup>122</sup> Üreten ve Ercan, a.g.e., s.133.

bir değerlemeye gidildiğinden bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Net kar elde edememiş ya da özsermayesi negatife dönmüş şirketler için daha önce bahsettiğimiz değerleme yöntemlerinin anlamsız kaldığı noktada F/S oranı anlamlı değerler ortaya koyabilmektedir. Özellikle perakende sektörü gibi benzer teknolojik gelişmişlik içerisinde bulunan ve yüksek satış gelirleri ile çalışan şirketlerin karşılaştırılmasında tercih edilmektedir.<sup>123</sup>

Yöntemin sade ve kolay uygulanabilir olmasına rağmen göz ardı ettiği bazı gelir tablosu kalemleri sebebiyle dezavantajları da bulunmaktadır. Özellikle yüksek kaldıraç oranı ile çalışan şirketlerde F/S oranı sadece gelir tablosunun ilk kalemini esas aldığından sağlıklı olmayan oranlar ortaya koyabilmektedir. Bunun yanı sıra F/S oranının, şirketlerin piyasadaki etkinliğini yansıtmaması ve şirkete dair büyüme beklentilerini göz önünde bulundurmamaktadır. Gelir tablosundaki ilk kalem ile sınırlı kalması sebebiyle faaliyet giderlerini ve diğer işletme sermayesi olarak kullanılan giderleri ihmal etmektedir.<sup>124</sup>

### **1.11.2 Aktif Bazlı Yaklaşımlar**

Geleneksel yaklaşımların başında gelen aktif bazlı değerleme yöntemleri şirket varlıklarının bilançoya yansıyan elde etme maliyetlerini doğrudan alarak ya da bu maliyetler üzerinde yapılan düzeltmeler ile şirket değerini ortaya çıkarmaya çalışmaktadır.

Yaklaşımın temel felsefesini şirketinin değerinin bilançodan görülebileceği oluşturmaktadır. Bu neden dinamik bir tablo ortaya koymayan bilançoların bazı noksanlıklarının bu değerleme yöntemlerine de yansımaya sebep olmaktadır. Bu yöntemi benimsenmesi durumunda şirket değerlemesi esnasında başta paranın zaman değeri olmak üzere birçok faktörün göz ardı edilmesi söz konusu olmaktadır. Paranın zaman değerinin yanı sıra bilançonun şirketin know how, beşerî sermaye, satıcı ve müşteri pazarındaki avantajları gibi maddi olmayan varlıkları da göz ardı yaklaşımın önemli eksiklikleridir.<sup>125</sup>

---

<sup>123</sup> İvgen, a.g.e., s.127.

<sup>124</sup> Üreten ve Ercan, a.g.e., s.134.

<sup>125</sup> Berk, a.g.e., s.87.

Aktif bazlı yaklaşımlarının bir diğer önemli dezavantajı ise muhasebe kayıtlarına dayalı olmasından kaynaklı olarak şirketin tercih etmiş olduğu muhasebe politikalarına çok bağımlı olmasıdır. Amortisman oranları ve tercih edilen amortisman ayırma yöntemi, enflasyon muhasebesinin uygulanmaması gibi varlığın bilançodaki değerini etkileyen uygulamalar ve mevcut varlıklara yapılan yatırımların gider olarak gösterilmesi gibi etkenler şirketin değerinin yanıltıcı olabilmesine neden olabilmektedir.

Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri özellikle olgunluk dönemini yaşayan, gelecek dönemlerde aşırı büyüme potansiyeli barındırmayan şirketlerin değerlendirilmesinde kolay uygulanabilirliği ve analistin yorumlamasına gerek bırakılmayan yapısı sayesinde diğer yöntemler ile karşılaştırıldığında önemli bir kolaylık sağlamaktadır. Diğer taraftan yatırımcılar için şirketin sadece bugünü değil, devam eden bir teşebbüsün ilerleyen zamanda yaratacağı büyüme potansiyeli ve yapacağı yatırımlarda önemlidir. Bu noktada aktif bazlı yaklaşımlar ile halka arz fiyatının bulunması büyüme potansiyeli olan şirketlerin gerçek değerinden daha düşük değerlendirilmesine neden olabilmektedir.<sup>126</sup>

#### **1.11.2.1 Defter Değeri**

Bir şirket için defter değeri ya da muhasebe değeri bilançosundaki ödenmiş sermaye, yedek akçeler, dağıtılmamış karlar ve diğer sermaye kalemlerinden oluşmaktadır. Bu değer, şirketin belirli bir tarihindeki muhasebe kayıtları üzerinden bulunmaktadır. Netleştirilmiş özsermaye değerini ifade eden defter değeri şu şekilde formüle edilir:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktiflerin Toplam} - \text{Borçların Toplamı} \quad (1.15)$$

Defter değeri yöntemi ile yapılan analizlerde pay senedi başına ödenecek fiyat bulunurken şirketin özsermaye değeri toplamı pay senedi sayısına bölünerek pay başına düşen defter değeri bulunur. Bu sayede şirketin pay senedi fiyatı ile varlıklarının defter değeri arasında bir ilişki kurulara karşılaştırılabilir hale getirilir. Şirketlerin muhasebe politikalarında farklılıklar nedeni ile aynı sektördeki şirketlerde dahi farklılıklar gösterebilmesine rağmen kolay uygulanabilirliği ve bağımsız denetimden geçmesi sayesinde açıklanan bilançolara güven duyulması bu yöntemin yatırımcılar açısından

---

<sup>126</sup> Öztürk, a.g.e., s.79.

dikkate alınmasını sağlamaktadır. Yatırımcılar için şirketlerin borsada oluşmuş olan değerlerinin defter değerinden yüksek olması önem arz etmektedir. Şirketlerin piyasa değerlerinin, defter değerlerinin altında olması durumunda dağıtılmamış geçmiş dönem karlarının verimli kullanılmadığının ve bunun da yatırımcılar açısından şirketin piyasa değerine yandığı anlamı çıkarılabilmektedir.

Defter değeri, şirketin yapmış olduğu yatırımların ilgili tarihindeki maliyeti ile muhasebe kayıtlarından elde edildiğinden özellikle enflasyon oranının yüksek olduğu zamanlarda ya da mevcut teknolojinin eskimiş olması gibi durumlarda gerçek değerlerinden uzaklaşarak anlamını yitirebilmektedir.<sup>127</sup>

Defter değeri özellikle yeni kurulmuş şirketlerde, banka ve sigorta şirketleri gibi aktiflerinin önemli bir kısmını parasal varlıkların oluşturduğu finans kuruluşlarında ve gelecekteki nakit akışlarının öngörülemediği noktalarda önem kazanmaktadır.<sup>128</sup>

#### **1.11.2.2 Net Aktif Değer**

Net aktif değer, şirket varlıklarının ve borçlarının mevcut piyasa koşullarında değerlendirilmesi ile satışının gerçekleştirilmesi durumunda elde edilecek olan nakit tutar olarak tanımlanabilir. Bu değerlendirme yöntemi, şirketin varlıklarının cari değerinden borçlarının düşülmesi ile cari net aktif değeri ortaya çıkararak şirketin bir bütün olarak satın alınmasında kullanılacak asgari bedelin bulunmasını sağlamaktadır. Kısaca net aktif değer şirketin varlıklarının piyasa değeri toplamlarından borçlarının piyasa değerinin çıkarılması sonucunda bulunmakta olup aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.<sup>129</sup>

$$\text{Net Aktif Değer} = \text{Şirket Varlıklarının Piyasa Değeri} - \text{Şirket Borçlarının Piyasa değeri} \quad (1.16)$$

---

<sup>127</sup> Chambers, a.g.e., s.185

<sup>128</sup> İsmet Demirkol, Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007, s.16.

<sup>129</sup> Güler, a.g.e., s.30.

Net aktif değeri, defter değerinden ayıran en önemli yanı varlıkları cari piyasa değerleri ile yeniden değerlendirilmiş olmasıdır. Varlıkların yeniden değerlendirilmesi esnasında kullanılacak yöntemler şu şekilde sıralanabilir:<sup>130</sup>

- **Eşdeğer yatırım değeri:** Bu yöntemde, birim değer hesaplanarak tümevarım ile değer tahmini yapılmaktadır. Örneğin bir demir çelik fabrikasında 1 tonluk kapasitenin yatırım değeri bulunarak fabrikanın tamamı için bir değer tahmini yapılmaktadır.
- **Ekspertiz değeri:** Bu yöntemde, değerlendirilecek varlıkların, değerlendirme tarihindeki uzmanlarca değer tahmini yapılarak cari değeri ortaya çıkarılmaktadır.
- **Katsayılar yöntemi:** Bu yöntemde, belirlenen yeniden değerlendirme katsayısı ile finansal tabloların yeniden düzenlenmektedir. Finansal tablolar üzerinde söz konusu düzenleme yapılırken varlıkların bulunan yeni değerlerinin cari piyasa değerlerini aşmamasına özen gösterilmelidir. Bu yöntem ile piyasa değerlerinin hesaplanması durumunda göz önünde bulundurulması gereken bir diğer önemli nokta ise hızlandırılmış amortisman yöntemi kullanan şirketlerin finansal tablolarını yeniden değerlendirme öncesinde normal amortisman yöntemine göre düzeltmeleri gerektiğidir.

Yeniden değerlemede katsayısı (YDK) şu şekilde formüle edilmektedir:

$$YDK = \frac{\text{Dönem Sonu Fiyat Endeksi}}{\text{Varlığın İşletmeye Giriş Tarihindeki Fiyat Endeksi}} \quad (1.17)$$

Net aktif değer yöntemini savunanlar, şirketin yatırımcılarının gelecekte oluşacak nakit akımlarını değil mevcut varlıklarının piyasa değerini satın aldıklarını varsaymaktadır. Net aktif değer yönteminin özellikle tercih edildiği durumlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:<sup>131</sup>

---

<sup>130</sup> Kuddusi YAZICI, Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri, Ankara, DPT Uzmanlık Tezi, 1997, s.62-63

<sup>131</sup> Yazıcı, a.g.e., s.54.

- Şirketin finansal yapısı zayıf veya zarar etmekte ise,
- Şirket yükümlülüklerini yerine getirecek nakit akımını yaratamıyorsa,
- Şirket faaliyetlerini azaltmış ya da durdurmuşsa,
- Şirket faaliyetlerine kısa süre önce başladıysa,
- Şirket varlıkları oldukça değerliyse,
- Şirket know-how, patent gibi maddi olmayan varlıklara sahipse.

Bu yöntem indirgenmiş nakit akımının gerçek değeri yansıtamayacağına düşünülüyor durumlarda ya da birçok iştirak ve bağılı ortağı bulunan banka ve holding değerlemelerinde sıkça tercih edilmektedir. Uygulanabilirliğinin kolay olması ve görece objektif bir yöntem olmakla birlikte bazı zayıf noktaları da bulunmaktadır:<sup>132</sup>

- Şirket varlıkları için piyasa değeri olarak kullanılacak borsa fiyatı vb. bir objektif fiyatının olmaması,
- Şirketin sahip olduğu uzmanlığa özgü makine ve teçhizatın başka bir şirket tarafından kullanılmayacak olması durumunda piyasa fiyatının olmaması,
- Şirketin gelecekte oluşturabileceği büyüme potansiyelini ve nakit akımını göz ardı etmesi.

### **1.11.2.3 Tasfiye Değeri**

Tasfiye değeri, şirket faaliyetlerinin durdurulması sonucunda varlıklarının belirli bir süre içerisinde satışı ile sağlanan tutardan tüm borçların ödenmesi sonrasında kalan değerdir. Tasfiye değerinin hesaplanması sırasında şirket tasfiyesi ile oluşacak maliyetlerin tamamı göz önünde bulundurularak varlıkların satışından elde edilen tutardan düşülmelidir. Bu maliyetleri, tasfiye esnasında ödenecek komisyonlar, tasfiye sonlanana kadar ki süreçte şirketin zorunlu olarak katlanması gereken idari giderler, işsizlik tazminatları ve diğer ödenmesi gereken vergiler oluşturur. Tasfiye değeri şu şekilde formüle edilebilir:

---

<sup>132</sup> Chambers, a.g.e., s.189.

*Tasfiye Değeri = Toplam varlıkların satış tutarı – Borçlar – Diğer Giderler (1.18)*

Tasfiye değeri yönteminin kullanımı sadece faaliyeti sona erecek olan şirketlerin değerlendirilmesi için uygun olmaktadır. Faaliyetlerine başarı ile devam eden bir şirketin piyasa değerinin de tasfiye değerinden yüksek olması beklenmektedir. Ayrıca şirketlerin tasfiyesi idarece kararlaştırıldığında şirket varlıkları bir bütün olarak değil de ayrı ayrı satılması söz konusu olacağından şirketin bir bütün olarak oluşturduğu piyasa değerinden daha düşük fiyatlanması olasıdır. Kısacası şirketlerin büyüme potansiyellerini yansıtmaması ve işletmenin işleyiş değeri gibi başarılı bir şekilde faaliyetlerinin devamlılığından kaynaklı değerleri göz ardı etmesi nedeniyle faaliyetleri devam eden şirketler için kullanılmasının anlamlı olamayacağı görülmektedir.<sup>133</sup>

Tasfiye değeri birçok açıdan net aktif değer yöntemi ile benzerlik göstermektedir. İki yöntem arasındaki farklılıkları şu şekilde sıralanabilir:<sup>134</sup>

- Tasfiye değerinin hesaplanması şirket varlığının artık devam etmeyeceği varsayımı altında yapılır.
- Net aktif değer şirket varlıklarının piyasa değerine göre düzenlenmesi iken, tasfiye değerinde şirket varlıkları tek tek elden çıkarılacağı düşünülür.
- Maddi olmayan varlıklar göz ardı edilmektedir.

Tasfiye değeri şirket varlıklarının kısa sürede satılıp mevcut borçların ödenmesi şeklinde gerçekleşmesi nedeniyle imtiyazlı ve adi pay senedi sahiplerine uygulamada bir artık değer kalmadığı görülmektedir. Bununla birlikte özellikle enflasyonist dönemlerde varlıkların bilançoya dahil edildikleri maliyetlerinden çok daha değerli hale gelmesi de mümkündür. Bu gibi durumlarda tasfiye değerinin, defter değerinden yüksek olduğu da görülmektedir.

---

<sup>133</sup> Demirkol, a.g.e., s.18.

<sup>134</sup> Chambers, a.g.e., s.186.

### 1.11.3 Gelir Bazlı Yaklaşımlar

Gelir bazlı yaklaşım, şirketin gelecekte elde etmeyi beklediği nakit akımlarının makul bir iskonto oranıyla bugünkü değere indirgenmesi ile şirket değerini belirleyen genel bir yaklaşımdır. Şirket değerlemelerinde sıklıkla kullanılan gelir yaklaşımlarının temel düşüncesi bir varlığın, şirkete nakit girişi sağladığı sürece bir değere sahip olduğudur. Bu düşünce çerçevesinde gelir yaklaşımı, şirket değerinin gelecekte gerçekleşecek nakit girişlerinin bugünkü değerlerinin toplamından oluştuğunu varsaymaktadır.

Gelir yaklaşımları, şirketin gelecekteki nakit yaratma potansiyeline ve gücüne dayanmaktadır. Bu yönüyle daha önceki bölümlerde ifade ettiğimiz ve maliyet esasına dayanan aktif bazlı yaklaşımlardan ayrılmaktadır. Aynı zamanda varlıkların sağladığı gelirlerin bugünkü değere indirgenmesi sayesinde paranın zaman değeri de göz önünde bulundurulmaktadır.

Gelir bazlı yaklaşım, şirket varlıklarının değerinden ziyade varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı nakit akımlarına odaklanmaktadır. Bu nedenle şirketin defter değerleri yerine gelir potansiyeline odaklanan yatırımcılar için önemli yaklaşımlardır. Bu yaklaşımların değerlendirme hesaplamalarında göz önünde bulundurduğu üç temel parametre bulunmaktadır. Bu parametreler şu şekilde sıralanabilir:<sup>135</sup>

- Gelirin tutarı,
- Gelirlerin gerçekleşme süresi,
- Tahmin edilen gelirin elde edilme süresi.

Gelir bazlı yaklaşımları temel olarak oluşturulan iki yöntem bulunmaktadır.<sup>136</sup> Bunlar indirgenmiş kar payları yöntemi ve indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımı yöntemleri, özsermayeye serbest nakit akımları ve firmaya serbest nakit akımları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Aşağıdaki bölümlerde bu yöntemler ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

---

<sup>135</sup> Yazıcı, a.g.e., s.11.

<sup>136</sup> Chambers, a.g.e., s.207.

### 1.11.3.1 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

Gelir bazlı yaklaşımlardan ilki indirgenmiş kar payları (Discounted Dividend Model) yöntemidir. Yöntem, şirketin değerini oluşturan temel unsurun paydaşlarına sağlayacağı kar payları olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayım çerçevesinde pay senedinin değeri gelecekte yatırımcısına sağlayacağı kâr payı ödemelerinin belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmiş değeridir. İndirgenmiş kar payları yönteminde kullanılan iskonto oranı özsermaye maliyetidir. Özsermaye maliyeti, şirkete özsermaye sağlayan yatırımcıların talep ettikleri getiri oranıdır. Şirketin gelecekte paydaşlarına sağlayacağı kar payları özsermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgenerek şirketin özsermaye değeri bulunur. İndirgenmiş kâr payı yöntemi aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:<sup>137</sup>

$$P_0 = \frac{D}{(1+r_e)^1} + \frac{D}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r_e)^\infty} \quad (1.19)$$

Denklem (1.19)'da D şirketin dağıtması öngörülen kâr payını, P<sub>0</sub> pay senedinin bugünkü değerini, r<sub>e</sub> paydaşların talep ettiği getiri oranını simgelemektedir. Bu formülün toplamı aşağıdaki şekilde sadeleştirilebilir.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r_e)^t} \quad (1.20)$$

Bu yöntemde pay senedinin halka arz fiyatını, şirketin sonsuza kadar paydaşlarına sağlaması beklenen kâr payı ödemelerinin bugünkü değeri oluşturur. Değerlemesi yapılan şirketin gelecekte faaliyetlerini sona erdirmesi bekleniyorsa şirketin tasfiye değerinin bugüne indirgenip gelecek kar paylarının indirgenmiş değerine eklenir. İndirgenmiş kar payları yönteminin özellikle kullanıldığı durumlar şunlardır:<sup>138</sup>

- Düzenli kâr payı ödemesi yapan şirketler için (kar payları özsermayenin kullanılabilir nakit akımına kapalı olan)

<sup>137</sup> Frank J. FABOZZİ ve Pamela P. PETERSON, Financial Management & Analysis, New Jersey:John Wiley & Sons Inc.,2003,s.213.

<sup>138</sup> Chambers, a.g.e., s.214.

- Özsermayeye olan serbest nakit akımlarının tahmin edilmesinin güç olduğu hallerde (örneğin esas faaliyeti faiz kazancına dayanan banka vb. finansal kuruluşlar)

Şirketin kar paylarının gelecekteki değişim beklentilerine göre indirgenmiş kar payları yönteminde farklı hesaplar mevcuttur. Kar paylarının gelecekteki değişimi şu 3 şekilde olabilir; sıfır büyüme, sabit oranda büyüme, sabit olmayan büyüme.

- a) Sıfır büyüme oranı modeli:** Bu model, şirketin zaman içerisinde ödeyeceği kar paylarının sabit tutarda kalacağını varsaymaktadır. Şirketin sonsuza kadar aynı temettü ödemesini yapacağı varsayımı altında yukarıda belirtmiş olduğumuz formülü şu şekilde revize edebiliriz:<sup>139</sup>

$$P_0 = \frac{D}{r_e} \quad (1.21)$$

Formülün daha iyi anlaşılması için kısa bir örnek vermek istersek. Halka arz olacak şirketin gelecekte yatırımcılara sabit 6 TL kâr payı ödemesi politikası uygulayacağı varsayımı altında yatırımcıların bekledikleri getiri oranı %15 ise pay senedinin fiyatı şu şekilde hesaplanır:

$$P_0 = \frac{6}{0,15} = 40 \text{ TL}$$

- b) Sabit oranda büyüme modeli:** Bu model, şirketin her sene sabit bir oranda kar payları dağıtımlarında artışa gideceği varsayımına dayanmaktadır. Şirketin yaşam evresinin olgunluk döneminde yer alan şirketlerin her sene belirli oranda kâr payı ödemelerinde artışa gitmesi muhtemeldir. Bu model Myron J.Gordon tarafından oluşturulduğundan aynı zamanda “Gordon Büyüme” modeli olarak da adlandırılmaktadır. Bu modelin temel varsayımı beklenen getirinin(k), büyüme oranından(g) yüksek olacaktır. Bu varsayımlar altında pay senedinin fiyatı şu formül ile bulunmaktadır:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{D_1}{k-g} \quad (1.22)$$

<sup>139</sup> Barış SİPAHİ, Serhat YANIK ve Yusuf AYTÜRK, Şirket Değerleme Yaklaşımları, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s.105.

Formülün daha iyi anlaşılması için daha önce verdiğimiz örneği sabit oranda büyüme modeline uyarlayabiliriz. Şirketin yatırımcılarına pay başına 6 TL kâr payı ödemesi yaptığı ve gelecekte bu kâr payı ödemelerini %5 oranından arttıracığını açıklamıştır. Şirketten yatırımcılarının bekledikleri getiri oranı %15 ise pay senedinin fiyatı şu şekilde hesaplanır:

$$P_0 = \frac{6 (1,05)}{0,15 - 0,05} = 63 TL$$

**c) Sabit olmayan oranda büyüme modeli:** Bu model, şirketin gelecekte paydaşlarına sağlayacağı kâr payı ödemelerinde yıllara göre farklı oranlarda artış olması varsayımına dayanmaktadır. Şirketler özellikle de yaşam döngülerinin başındayken daha az kâr payı dağıtma politikası izleyerek potansiyel yatırım fırsatlarını kaçırmamayı tercih ederler. Yaşam döngülerinin başındaki bu şirketler dağıtmadıkları kar payları ile yapmış oldukları yatırımlar ile ilerleyen yıllarda sektörün ortalamasının üzerinde büyüyerek hasılatlarını dolayısıyla da karlarını arttırmaları. Bununla birlikte şirket, başlangıçta düşük kalan kar payı ödemelerini üretim kapasitesi, pazar payı ve hasılatındaki yükselişe paralel olarak arttırmaktadır. Bu şekilde şirketin yıllar içerisinde farklı oranlarda kar payı ödemeleri yapacağı, uygunluk döneminden sonra ise belli bir büyüme oranı ile kar payı ödemelerinde artışa gideceği varsayımı altında Gordon modeli şu şekilde düzenlenmiştir:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_3+P_4}{(1+k)^4} \quad (1.23)$$

Bu noktada  $P_4$  ise şu şekilde hesaplanır:

$$P_4 = \frac{D_5}{k-g} = \frac{D_4(1+g)}{k-g} \quad (1.24)$$

Örneğin şirketin ilk 5 yılki temettü ödemeleri sırasıyla 10 TL, 12 TL, 15TL, 18 TL, 22 TL olarak beklenmektedir. Şirketin 5 yıldan sonraki dönemlerde kar payı ödemelerini %5 oranında artacağı ve özsermaye maliyetinin %15 olduğu varsayımı altında şirketin pay başına değerini şu şekilde hesaplarız:

$$P_0 = \frac{10}{(1 + 0,15)^1} + \frac{12}{(1 + 0,15)^2} + \frac{15}{(1 + 0,15)^3} + \frac{18}{(1 + 0,15)^4} + \frac{22}{(1 + 0,15)^5} + \frac{22(1 + 0,05)}{0,15 - 0,05} \cdot \frac{1}{(1 + 0,15)^5} = 163,71 TL$$

İndirgenmiş kar payları modelinin temel felsefesi şirketin paydaşlarına sağlayacağı kar payı ödemelerinin belirli bir getiri oranı ile bugünkü değere indirgenmesi şeklindedir. Bu modeli etkileyen girdiler şu şekilde sıralanabilir:

- Projeksiyon dönemi (büyüme dönemi) ne kadar uzunsa şirketin değeri o derece artar.
- Projeksiyon sonrası dönem için belirlenecek kâr payı büyüme oranı ne derece yüksek olursa şirket değeri artar.
- Beklenen getiri (özsermaye maliyeti) arttıkça şirketin değeri azalır.

Modelin paranın zaman değeri ve şirketin doğrudan yatırımcısına sağladığı nakit akışları üzerine kurgulanmış olması gibi avantajlarının olmasıyla birlikte bazı zayıf yönleri de bulunmaktadır:

- Şirketin zaman içerisinde temettü politikasında gerçekleşebilecek değişimler gelecek dönemlere dair tahminleri güçlendirebilmektedir.
- Modelin yalnızca kâr payına odaklanması şirketin dağıtmadığı kar paylarını göz ardı etmesine neden olmaktadır. Oysaki bu dağıtılmayan tutar, ertelenmiş kâr payı olarak dikkate alınmalıdır.
- Modelin gelecekteki kar paylarını bugüne indirgememesinden dolayı kâr payı ödemesi yapmayan şirketler için işlevsiz kalmaktadır.
- Modelin sadece kar paylarını dikkate alması şirketin piyasadaki fiyatlamasını ve yatırımcıların muhtemel sermaye kazançlarını ihmal etmektedir. Yatırımcının muhtemel sermaye kazancının ya da kaybının da modele dahil edilmesi değerlendirme sürecinin bir parçası olmalıdır.

İndirgenmiş kâr payı yöntemine getirilen eleştirilere ve zayıf yönlerine rağmen özellikle olgunluk döneminde yer alan ve genel ekonomiye paralel büyüme gösteren şirketlerin değerlendirilmesi için uygun bir yöntemdir.<sup>140</sup>

### **1.11.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemleri**

İndirgenmiş nakit akımları kapsamındaki modeller ile şirket değerlemesi iki yöntem ile yapılmaktadır. Bunlardan ilki şirkete olan serbest nakit akımları, diğeri ise özsermayeye olan serbest nakit akımlarıdır. Bu iki yöntem aşağıda açıklanmıştır.

#### **1.11.3.2.1 Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to Firm)**

Şirketlerin çoğu zaman kâr payı dağıtımlarında tutarlılık olmamaktadır. Gelecek yatırımların ihtiyaçları ya da yönetimin çıkarları doğrultusunda şirket dağıtabileceği kâr payı tutarının çok daha altında temettü ödemesi yapabilmektedir. Bir başka deyişle şirketin yatırımcılarına sağladığı kâr payı ödemesi, yapabileceği kâr payı dağıtımının altında kalabilmektedir. Böyle bir durumda şirketin indirgenmiş kâr payı yöntemi ile değerlendirilmesi gerçek değerinin altında fiyatlanmasına neden olmaktadır. Bu ve benzeri sebeplerle yüksek tutarda nakde sahip olan ancak kâr payı olarak dağıtım oranı düşük olan şirketlerin serbest akımları ile değerlendirilmesi genel kabul görmüştür.<sup>141</sup>

Şirkete olan serbest nakit akımları yönteminin temel felsefesi, şirketin öncelikle bir bütün olarak değerlendirilip daha sonrasında ise tüm yükümlülükleri için gereken nakit çıkışları düşülerek özsermaye değerinin bulunmasıdır.<sup>142</sup> Başka bir deyişle şirkete olan serbest nakit akımları borç veren ve özsermaye sahiplerine yani şirkete taraf olanların tamamına kalan faaliyet gelirini göstermektedir. Modelde özsermaye sahiplerine ve borç verenlere gerçekleşecek nakit akımları tahmin edilmekte ve bu tahmin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Şirkete gerçekleşecek nakit akımları aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.<sup>143</sup>

#### **Şirkete olan serbest nakit akışları (FCFF)**

$$+ (\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}) \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

---

<sup>140</sup> Chambers, a.g.e., s.214.

<sup>141</sup> Aswath DAMODARAN, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Foundations and Trends in Finance, Vol.1, No 8, 2005, s.706.

<sup>142</sup> Chambers, a.g.e., s.219.

<sup>143</sup> Sipahi vd., a.g.e., s.115.

- Sabit Kıymet Harcamaları
- + Amortisman Giderleri
- Nakit Dışı İşletme Sermayesindeki Değişim

Şirkete olan nakit akışlarının hesaplanmasında iki hususa dikkat edilmesi gerekmektedir. İlk dikkat edilecek husus yeni finansal borçların, ödemelerin ve finansman giderlerinin hesaplamada yer almamasıdır. Bunun nedeni şirkete olan serbest nakit akışlarının hem paydaşlara hem de şirkete faiz yükü getiren fon sağlayıcılara kalan nakit akışını ifade etmesindedir. Başka bir deyişle serbest nakit akışları şirketin sermaye yapılanmasından bağımsızdır. İkinci dikkat edilmesi gereken husus ise faiz ve vergi öncesi kardan düzeltilmiş vergi giderinin düşülmesidir. Bu noktada düzeltilmiş vergi gideri, vergi öncesi kardan değil faiz ve vergi öncesi kar üzerinden düşülmektedir. Bunun nedeni ise şirkete olan serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde ağırlık ortalama sermaye maliyetinin kullanılmasıdır. Ağırlık ortalama sermaye maliyetinde şirketin vergi sonrası borçlanma maliyeti dikkate alınmaktadır. Vergi gideri düzeltilmez ise borçlanmanın şirkete olan avantajı değerlendirme esnasında iki defa hesaplanmış olur. Nakit akışlarının hesaplanmasında çalışma sermayesindeki değişimin anlaşılabilmesi için burada yer alan iki kavrama değinmekte yarar vardır. Bunlar net işletme sermayesi ile işletme sermayesi kavramlarıdır. İşletme sermayesi, şirketin üretime başlamasından, üretimin gerçekleştirilip bu üretim sonucunda gelir elde edilene kadar geçen süre zarfında üretim faktörlerine ayrılan sermayedir. Şirketin cari varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Net işletme sermayesi ise cari varlıklardan kısa vadeli borçların düşülmesi sonucunda şirketin bünyesinde kalan kısımdır. Aşağıdaki formül ile ifade edilir.

#### *Net İşletme Sermayesi*

$$= (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Nakit ve Nakit Benzerleri}) \\ - (\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} - \text{Finansal Borçlar})$$

Şirkete olan nakit akımlarının belirlenmesi ile birlikte bu değerler ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmektedir. Nakit akışlarının bugünkü değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.<sup>144</sup>

---

<sup>144</sup> Damodaran, a.g.e., s.721.

$$\text{Pay Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (1.25)$$

Denklem (1.25)'de  $FCFF_t$  şirketin t yılındaki serbest nakit akımlarını, WACC ise şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir. Şirketin sonsuza kadar sabit bir oran ile büyüyeceği varsayıldığında formül (1.26)'deki şekilde revize edilmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \frac{FCFF_1}{(k_{WACC} - g)} \quad (1.26)$$

Denklem (1.26)'da g şirketin sonsuza kadar nakit akımlarında tahmin edilen büyüme oranını, WACC ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini temsil etmektedir. Şirkete olan serbest nakit akımlarının belirli bir yıl(n) ile tahmin edilip daha sonraki yıllar için FCFF'nin sabit büyüyeceği varsayımı altında şirket değeri için formül (1.27)'deki şekilde revize edilmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + k_{WACC})^t} + \dots + \frac{FCFF_{n+1}}{(k_{WACC} - g_n)} \times \frac{1}{(1 + k_{wacc})^n} \quad (1.27)$$

Denklem (1.27)'de  $FCFF_t$  ile "n" yılına kadar olan her bir t dönemindeki serbest nakit akımı,  $g_n$  ile "n" yılından itibaren şirketin sonsuza kadar ki sabit büyüme oranı ifade edilmektedir.

Şirkete olan serbest nakit akımları modeli de kendi içerisinde standart şirket değeri modeli ve düzeltilmiş şirket değeri modeli olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.<sup>145</sup>

Standart şirket değeri modelinde şirketin serbest nakit akımları tespit edilmekte ve bu nakit akışı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugünün değerine indirgenerek şirket değeri elde edilmektedir. Bu yöntem ile bulunan şirket değerinden net finansal borçlar çıkarılarak şirketin özsermaye değeri bulunmaktadır.

---

<sup>145</sup> Chambers, a.g.e., s.219-220.

Düzeltilmiş şirket değeri modelinde şirketin serbest nakit akımları standart modelden farklı olarak özsermaye maliyet ile bugünkü değerine indirgenmektedir. Böylece şirketin borçsuz değeri bulunmaktadır. Daha sonrasında şirketin finansman giderlerinden sağlayacağı vergi avantajları, vergi öncesi borçlanma maliyeti ile bugünkü değere indirgenir ve bulunan indirgenmiş serbest nakit akımlarına eklenir. İki model arasındaki temel fark standart şirket değeri modelinin göz ardı etmiş olduğu finansman giderlerinden sağlanacak vergi yararlarının düzeltilmiş model ile şirket değerine eklenmesidir.

**Örnek:** X Enerji Anonim Şirketinin bazı finansal tablo verileri ve şirket değerlemesi için gerekli diğer veriler aşağıda yer almaktadır. Bu bilgiler doğrultusunda şirketin serbest nakit akımlar yöntemi ile değeri hesaplayalım.

<b>X Enerji A.Ş.</b>	
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	₺ 5.100.000
Sermaye Harcamaları	₺ 2.150.000
Amortisman	₺ 1.250.000
Net Çalışma Sermayesindeki Değişim	₺ 520.000
Vergi Oranı	23%
Borçlar/Toplam Kaynaklar	35%
Özsermaye/Toplam Kaynaklar	65%
Hisse Senedinin Betası	0,95
Risksiz Faiz Oranı	10,70%
Piyasanın Risk Primi	4,50%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	14,50%
Beklenen Sabit Büyüme Oranı	6%

1. Adımda şirkete olan serbest nakit akımları aşağıdaki şekilde hesaplanır.

<b>X Enerji A.Ş.</b>	<b>TL</b>
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	5.100.000
(-) Düzeltilmiş Vergi (5.100.000 x 0,25)	1.173.000
(-) Sermaye Harcamaları	2.150.000
(+) Amortisman Giderleri	1.250.000
(-) Net Çalışma Sermayesindeki Değişim	520.000
Şirkete Olan Serbest Nakit Akımları	2.507.000

2. Adımda şirketin ağırlıklı ortalama maliyet hesaplanır.

Şirketin özsermaye maliyeti finansal varlıkları fiyatlandırma modeli ile şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + (\text{Beta} \times \text{Piyasa Risk Primi})$$

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \text{Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti} \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

Özsermaye Maliyeti (0,1070 + (0,95 x 0,0450))	14,98%
Borçlanma Maliyeti (0,1450 x (1 - 0,23))	11,17%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) (0,1498 x 0,65) + (0,1117 x 0,35)	13,64%

3. Adımda şirketin sabit bir büyüme oranı ile nakit akışı yaratacağı varsayımı altında şirket değeri şu şekilde hesaplanmıştır.

$$\text{Şirket Değeri} = (\text{FCFF} \times (1+g)) / (\text{WACC} - g)$$

$$\text{Şirket Değeri} = (2.507.000 \times 1,06) / (0,1364 - 0,06)$$

$$\text{X Enerji A.Ş. Şirket Değeri} = 34.776.157 \text{ TL}$$

#### 1.11.3.2.2 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to Equity)

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kapsamındaki ikinci modelimiz ise özsermayeye nakit akımları (FCFE) yöntemidir. Modelde, şirket değeri hesaplanırken yalnızca özsermaye sahiplerine sağlanacak nakit akımları dikkate alınmaktadır. Özsermayeye gerçekleşen nakit akımları, şirketin her türlü finansal yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra sermayedarlarına sağlayabileceği nakit akımıdır. Özsermayeye sağlanan nakit akımları şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine yalnızca özsermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmektedir.

Yöntemin temel felsefesini şirketin gelecekte paydaşlarına sağlayabileceği nakit akışları oluşturmaktadır. Model indirgenmiş kar payları yöntemine benzetmekle birlikte indirgenmiş kâr payı yönteminin bazı eksikliklerini tamamlamaktadır. Şirketler çoğu zaman gelecek kar paylarının tutarlılık sarf etmesi, yatırımlarının finansmanı veya yönetimin çıkarlarından kaynaklı olarak ödeyebileceği kâr payından daha düşük bir tutarda kâr payı ödemesine gider. Diğer bir deyişle aslında şirketin sermayedarlarına yaratmış olduğu nakit akımı, gerçek potansiyelinin altında kalmaktadır. Böyle bir durumda şirketi indirgenmiş kâr payı yöntemi ile değerlemek yüksek tutarda nakde sahip olan şirket için düşük değerlendirme sonucuna neden olmaktadır. Başka bir açıdan bakıldığında ise şirketin yatırımcılarına belirli bir tutarda kâr payı ödeme politikası olabilir. Şirket, bu politikasını devam ettirebilmek için net karından da yüksek tutarda bir temettüyü borçlanma pahasına gerçekleştirme yolunu seçebilmektedir. Böyle bir durumda ise şirketin paydaşlarına gerçekleştirdiği kar payı ödemeleri özsermayeye gerçekleşen serbest nakit akımının da üzerinde olabilmektedir. İki modelin değerlendirme çalışmasının sonucunun aynı olması şu iki durumda mümkündür. Birincisi, şirketin paydaşlarına dağıttığı temettülerin FCFE'ye eşit olması durumunda. İkincisi, FCFE'nin dağıtılan temettüden daha yüksek olduğu ancak aradaki farkın net bugünkü değeri sıfır olan yatırımlarda değerlendirildiği durumda iki model birbiri ile aynı sonucu vermektedir.<sup>146</sup>

Şirketin özsermayesine olan nakit akımını aşağıdaki formül ile hesaplayabiliriz:<sup>147</sup>

$$\begin{aligned} &\text{Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımı (FCFE) =} \\ &+ \text{Net Kar} \\ &- \text{Sabit Kıymet Yatırımları} \\ &+ \text{Amortisman Giderleri} \\ &- \text{Nakit Dışı İşletme Sermayesindeki Değişim} \\ &+ \text{Yeni Finansal Borçlar} \\ &- \text{Finansal Borç Anapara Geri Ödemeleri} \end{aligned}$$

---

<sup>146</sup> Üreten ve Ercan, a.g.e., s.54.

<sup>147</sup> Sipahi vd., a.g.e., s.110.

Şirketin borçlarının anapara ödemelerinin yeni borçlanmalar ile yapılabildiği, sabit kıymet ve işletme sermayesinin hedeflenen borçlanma oranı (HBO) ile finanse edilebildiği durumda özsermayeye olan serbest nakit akımı şu şekilde hesaplanabilir:<sup>148</sup>

$$\begin{aligned} & \text{Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımı (FCFE) =} \\ & + \text{Net Kar} \\ & - (1 - \text{HBO}) \times (\text{Sabit Kıymet Yatırımları} - \text{Amortisman Giderleri}) \\ & - (1 - \text{HBO}) \times (\text{Nakit Dışı İşletme Sermayesindeki Değişim}) \end{aligned}$$

Modele dair varsayımları geliştirirken bazı kavramların neyi ifade ettiğinin ayrıca açıklanmasında yarar görülmüştür. Özsermayeye nakit akımlarının hesaplanmasında net kara eklenecek ya da indirilecek başlıklara aşağıda değinilmiştir:

- **Sabit Kıymet Yatırımları**, Şirketin pazar payını korumak, sektördeki yerini sağlamak almak ya da üretim kapasitesi arttırmak gibi amaçlar ile yaptığı uzun vadeli yatırımlardır. Sabit kıymet yatırımları, şirketin gelecekteki satışlarını ve karlılığını arttırmak için yaptığı her türlü maddi ve maddi olmayan duran varlıkları içermektedir. Sabit kıymet yatırımları net karda doğrudan yer almayan bir nakit çıkışı gerektirmektedir. Bu nedenle model oluşturulurken şirketin gelecekteki 5-7 yıllık bir dönem için sabit kıymet yatırımlarının tahmin edilmesi gerekmektedir.
- **Amortisman giderleri**, şirketin sahip olduğu duran varlıklarının zaman içerisinde kullanımına bağlı olarak yıpranması ya da teknolojik olarak eskimesi gibi nedenlerle oluşan duran varlık değer kayıplarını ifade etmektedir. Duran varlıklar için ayrılan amortismanlar şirketin gelir tablosundaki gider kalemlerinin içerisinde yer almaktadır. Ancak ayrılan bu amortismanlar şirket için bir nakit çıkışı gerektirmemektedir. Duran varlık için yapılan nakit çıkışı sabit kıymet yatırımı içerisinde yer almış olup ayrıca amortisman olarak gerçekleşmemektedir.
- **Çalışma Sermayesi**, şirketin olağan faaliyetlerinin devam edebilmesi için özellikle kısa vadeli yükümlülüklerinin yerine getirilmesi için

---

<sup>148</sup> Sipahi vd., a.g.e., s.110.

gerekli olan fonlardır. Şirketin finansal tablolarında yer alan dönen varlıklar kalemi şirketin brüt işletme sermayesini ifade etmektedir. Bu tutardan kısa vadeli yükümlülüklerin düşülmesi ile şirketin net işletme sermayesi ortaya çıkmaktadır. Özsermayeye olan serbest nakit akımlarının hesaplanmasında şirketin nakdi olmayan net işletme sermayesi dikkate alınmaktadır. Bu nedenle, dönen varlıklar arasında yer alan nakit ve nakit benzeri kaleminin toplamı dönen varlıklar toplamından çıkarılır. Benzer şekilde faiz ödenen kısa vadeli finansal yükümlülükler ile uzun vadeli yükümlülüklerin kısa vadeli faiz ödemeleri de kısa vadeli yükümlülükler toplamından düşülmektedir.

**Örnek:** ABC Otel İşletmeleri A.Ş.'nin son iki yıllık finansal tablolarına ait veriler aşağıda yer almaktadır. Bu veriler ışığında özsermayeye olan serbest nakit akımlarının hesaplanması aşağıda açıklanmıştır.

ABC Otel İşletmeleri A.Ş.	Yıl 1	Yıl 2
<b>Dönen Varlıklar</b>	89.402.300	88.478.300
Nakit ve Nakit Benzerleri	20.480.000	23.565.000
Ticari Alacaklar	22.375.000	21.032.500
Diğer Alacaklar	62.000	180.500
Stoklar	39.450.300	37.860.000
Diğer Dönen Varlıklar	7.035.000	5.840.300
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	15.820.200	14.273.000
Finansal Borçlar	320.000	368.000
Ticari Borçlar	9.050.200	10.650.000
Diğer Borçlar	2.365.000	2.230.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.085.000	1.025.000
Net Kar	13.850.300	15.030.000
Amortisman Giderleri	7.565.200	7.450.280
Vergi	3.420.000	3.750.000
Sabit Kıymet Yatırımları	8.500.550	3.150.000
Finansal Borçlardaki Net Artış		86.000

Şirketin finansal tablolarından alınan tutarlar ile nakit dışı net çalışma sermayesindeki değişim aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

<p>Nakit Dışı Net Çalışma Sermayesi (Yıl 1)  <math>(89.402.300 - 20.480.000) - (15.820.200 - 320.000) =</math>  53.422.100</p> <p>Nakit Dışı Net Çalışma Sermayesi (Yıl 2)</p>
--

(88.478.300 - 23.565.000) - (14.273.000 - 368.000) =
51.008.300
Nakit Dışı Net Çalışma Sermayesindeki Değişim (Yıl 2)
53.422.100 - 51.008.300 = -2.413.800

Özsermayeye olan serbest nakit akımları yukarıda verilmiş olan veriler ile aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akışı	
+ Net Kar	15.030.000
- Sabit Kıymet Yatırımları	3.150.000
+ Amortisman Giderleri	7.450.280
- Nakit Dışı Çalışma Sermayesindeki Değişim	- 2.413.800
+Yeni Finansal Borçlar-Finansal Borç Anapara Geri Ödemeleri	86.000
	= 21.830.080

Şirketin değeri, özsermayeye gelecekte beklenen serbest nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ile bulunmaktadır. Hisse senedi değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.<sup>149</sup>

$$Hisse Senedi Değeri = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} \quad (1.28)$$

Denklem (1.28)'de  $FCFE_t$  ile şirketin özsermayeye gerçekleşen serbest nakit akışını,  $k_e$  ise şirketin özsermaye maliyetini ifade etmektedir. Şirketin sabit büyüme oranı ile nakit akışlarını arttıracacağı varsayımı altında Gordon büyüme modelini şu şekilde revize edebilmekteyiz:

$$Hisse Senedi Değeri = \frac{FCFE_1}{(k_e - g)} \quad (1.29)$$

<sup>149</sup> Keith C. BROWN ve Frank K. REILY, Analysis of Investments and Management of Portfolios, 9th Edition, South-Western Cengage Learning, 2009, s.336.

Denklem (1.29)'da  $FCFE_1$  gelecek dönem gerçekleşmesi beklenen özsermayeye nakit akımını ifade etmektedir. Beklenen bu nakit akışı ise mevcut dönemin nakit akışının büyüme oranı (g) ile gelecek değerinin bulunmasıyla elde edilmektedir.

**Örnek:** DC Çelik Hasır A.Ş. şirketi inşaat sektörüne çelik hasır üretimi yapan ve istikrarlı büyüyen bir şirkettir. Aşağıdaki tabloda yer alan şirketin finansal tablolarından derlenmiş veriler doğrultusunda şirketin değerini “Özsermayeye olan serbest nakit akışları” yöntemi ile hesaplanmaktadır.

DC Çelik Hasır A.Ş.		
Özsermaye Defter Değeri	65.300.000	
Beklenen Özsermaye Karlılığı	10,50%	
Sabit Kıymet Yatırımları	9.550.400	
Amortisman Giderleri	6.785.000	
Satış Gelirleri	180.750.300	
Nakit Dışı İşletme Sermayesi	11.856.150	
Nakit Dışı İşletme Sermayesi (Satış Gelirinin Yüzdesi Olarak)	6,56%	
	Piyasa Değeri	Defter Değeri
Borçlar Toplamı	153.850.000	153.850.000
Özsermaye Toplamı	68.500.000	65.300.000
Borçlar/ Toplam Kaynaklar	69,19%	70,20%
Şirketin Beta Katsayısı	1,05	
Risksiz Faiz Oranı	10,70%	
Piyananın Risk Primi	4,50%	
Beklenen Sabit Büyüme Oranı	5,50%	

Yukarıda yer verilen finansallar ışığında özsermayeye olan serbest nakit akımları yöntemi ile şirket değeri şu adımlar ile hesaplanmaktadır.

1. Adım: Gelece ait net kar hesaplanır.  
Beklenen Özsermaye Karlılığı x Özsermaye Defter Değeri  
 $0,105 \times 65.300.000 = 6.856.500 \text{ TL}$

2. Adım: Net sabit kıymet yatırımları hesaplanır.  
  
(Sabit Kıymet Yatırımları - Amortisman Giderleri ) x  
( 1 + Büyüme Oranı ) x ( 1 - Borçluluk Oranı )  
  
 $(9.550.400 - 6.785.000) \times (1+0,055) \times (1-0,6919) = 898.802 \text{ TL}$

3. Adım: Net işletme sermayesindeki değişim hesaplanır.  
  
Nakit Dışı Çalışma Sermayesindeki Değişim x  
(1 - Borçluluk Oranı)  
  
 $[(180.750.300 \times 1,055) \times 0,105] - 11.856.150 \times (1-0,6919)$   
 $= 2.515.866 \text{ TL}$

4. Adım: Özsermayeye olan serbest nakit akışı hesaplanır.  
(1)-(2)-(3)  
  
 $= 3441832$

5. Adım: Özsermaye maliyeti hesaplanır.  
Özsermaye Maliyeti = Risksiz Faiz Oranı + (Beta x Piyasa Risk Primi)  
  
 $0,1070 + (1,05 \times 0,045) = \% 15,4$

6. Adım: Şirket değeri sabit büyüme modeli uygulanarak hesaplanır.  
Şirket değeri =  $(FCFE \times (1+g)) / (k_e - g)$   
 $[3.441.832 \times (1,055)] / (0,154 - 0,055) = 36.585.724 \text{ TL}$

Özsermayeye olan serbest nakit akımları modeli, şirketin faaliyetlerinden, finansal borçlarının faiz ve anapara ödemelerinden, yatırımların yani sabit ve işletme sermayesi harcamalarından sonra kalan tutarı almaktadır. Bu nedenle şirkete yatırım yapacak ve özsermaye niteliğinde finansman sağlayacak paydaşlar açısından tercih edilen bir değerlendirme yöntemidir. Yüksek finansal kaldıraç ile faaliyetlerini yürüten bir şirketin serbest nakit akışı pozitif olabilirken, özsermayeye olan serbest nakit akımları negatif olabilmektedir.

Özsermayeye olan serbest nakit akımları değerlendirme yönteminin tercih edildiği durumlar aşağıdaki gibidir:<sup>150</sup>

- Ödedikleri kar payları, özsermayeye gerçekleşen serbest nakit akımlarının çok üzerinde ya da çok altında olan şirketlerde (örneğin şirketin dağıttığı kar payları özsermayeye olan serbest nakit akışının %80'inden az veya %10'undan daha yüksek ise bu model tercih edilir.)
- Kâr payı ödemesinin söz konusu olmadığı firmalarda,
- Faiz gelirinin esas faaliyetlerinin bir parçası olan banka ve sigortacılık başta olmak üzere finansal hizmet sağlayan şirketlerin değerlendirilmesinde,
- Şirketin borçlanma politikasına ve maliyetlerine dair yeterli bilginin olmadığı ya da tahmin edilmesinin güç olduğu durumlarda özsermayeye olan serbest nakit akımları tercih edilmektedir.

Özsermayeye olan serbest nakit akımlarının hesaplanması daha az varsayıma dayandığından uygulanabilirliği daha pratik bir yöntemdir. Ancak, bu değerlendirme yaklaşımı finansal hizmet kuruluşları göz ardı edildiği takdirde FCFE kadar faydalı bir model değildir. FCFE ile şirketin değerlemesinde kullanılan nakit akımlarının sunduğu bilgiyi FCFE ile elde etmek mümkün değildir.<sup>151</sup>

### **1.11.3.3 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemleri Kapsamında Kullanılan Değişkenlerin Tahmini**

İndirgenmiş nakit akımları yöntemleri uygulanmasında birçok varsayıma ihtiyaç duymaktadır. Bu varsayımlar makro ekonomik veriler ışığında değerlendirme çalışmasını yapan analistlerin tahminleri ile oluşturulmaktadır. FCFE ve FCFE yöntemlerinde şirket değerinin hesaplanmasında doğrudan etkide bulunan nakit akışlarının büyüme oranı ve bu nakit akışlarının iskonto oranı en önemli değişkenlerdir. Aşağıda bu parametrelerin tahmin edilmesindeki farklı yaklaşımlar ele alınmıştır.

---

<sup>150</sup> Chambers, a.g.e., s.222.

<sup>151</sup> Üreten ve Ercan, a.g.e., s.55.

### 1.11.3.3.1 Büyüme Oranının Belirlenmesi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemleri ile şirket değerlemesindeki en önemli varsayımlardan biri şirketin gelecekte ne kadar nakit akışı yaratabileceğidir. Bu nakit akışının belirlenmesinde kullanılacak büyüme oranının değerlemeyi doğrudan etkilemekte ve büyük önem arz etmektedir. Büyüme oranının belirlenmesinde, beklenen GSYİH büyümesi, faiz oranlarında gerçekleşecek değişkenlik ve enflasyon oranı göz önünde bulundurulması gereken önemli makro ekonomik etkenlerdir. Büyüme oranlarının tahmin edilmesinde kullanılan temelde iki yöntem bulunmaktadır. Bunlardan ilki tarihsel büyüme oranları ile değişkenin tahmin edilmesiyken bir diğeri ise temel verilerden hareketle büyüme oranının tespit edilmesidir.<sup>152</sup>

**a) Tarihsel Büyüme Oranları:** Şirketin geçmiş dönemlerde (5-10 yıl) elde ettiği net karını düzenli bir büyüme ile gelecekte de devam ettireceği varsayımı altında hesaplanan büyüme oranıdır. Yöntemin uygulamasında şirketin analist tarafından belirlenen bir periyoda ait net karlarındaki değişimin aritmetik ve geometrik ortalamaları alınmaktadır. Buradan elde edilen oran şirketin gelecekteki nakit akışlarının hesaplanmasında kullanılmaktadır. Bu yöntemin uygulamasında aritmetik ortalama yerine geometrik ortalamanın daha doğru sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir. Özellikle veri seti içerisinde yer alan ve ekonomik kriz dönemlerinden gelen aşırı uç değerlerin aritmetik ortalamayı negatif büyüme yönünde etkileyebilmektedir. Bu gibi durumlarda veri setinin bileşik getirisini göz önünde bulunduran geometrik ortalamanın büyüme oranını hesaplamakta kullanılması daha uygundur. Geometrik ortalama ilgili periyodun bileşik büyüme oranını verdiğinden periyodun başlangıç değerinin negatif olmamasına dikkat edilmelidir.

**Örnek:** AB Otel ve Turizm A.Ş.'ye ait son 7 dönemlik net karı ve net kar büyüme oranı aşağıdaki tabloda verilmiştir. Aşağıdaki bilgiler kullanılarak şirket değerlemesinde kullanılacak olan büyüme oranını tahmini aşağıda hesaplanmıştır.

Dönem (Yıl)	Net Kar (Bin TL)	Büyüme Oranı
2015	145.650	
2016	175.385	20,42%

<sup>152</sup> İvgen, a.g.e., s.52.

2017	193.120	10,11%
2018	175.050	-9,36%
2019	196.324	12,15%
2020	214.515	9,27%
2021	238.150	11,02%

Aritmetik Ortalama = (%20,42 + % 10,11 - %9,36 + %12,15 + %9,27 + % 11,02) / 6

= %8,93

Geometrik Ortalama = [(238.150 / 145.650)<sup>1/6</sup> -1]

=%8,54

Yukarıda belirtmiş olduğumuz örnekten anlaşılacağı üzere aritmetik ortalama ile şirketin net karının basit ortalama ile yıllık büyüme oranı hesaplanmakta geometrik ortalama şirketi ilgili dönemdeki bileşik büyümesini bize vermektedir. Gelecek değer hesabı bileşik oran ile yapıldığından [145.650 x (1,0854)<sup>6</sup>] = 238.150 olarak hesaplanmaktadır. Bu nedenle özellikle baz alınan periyodun negatif değer ile başlamadığı durumlarda geometrik ortalamının büyüme oranı olarak göz önünde bulundurulması yapılan tahminin daha sağlıklı olmasını sağlamaktadır. Tahminde kullanılan standart bir zaman aralığı bulunmamaktadır. Periyod tercihi analistin değerlemesine kalmakta ve bu periyod seçimi büyüme oranını doğrudan etkilemektedir.

**b) Temel Veriler Yardımıyla Büyüme Oranının Tahmin Edilmesi:** Büyüme oranının tahmin edilmesinde tarihsel verilerin yanı sıra şirketin özsermaye karlılığı, faiz ve vergi öncesi karlılığı gibi temel veriler ile de büyüme oranı tahmin edilebilmektedir. Burada değerlemeyi yapan analistin tercihinine göre farklı veriler üzerinden büyüme oranı tahmini gerçekleştirilmektedir. Aşağıda büyüme oranının tahmin edilmesinde sıkça tercih edilen net kar büyüme oranı yöntemi açıklanmıştır.<sup>153</sup>

*-Net Kar Büyüme Oranı Tahmini*

Şirketin büyüme oranı üzerinde özsermaye karlılığının ve net karın dağıtılmayan

<sup>153</sup> Sipahi vd., a.g.e., s.100.

kısının doğrudan bir etkisi vardır. Şirketin dağıtmadığı karlarının oranını yükseldikçe büyüme oranı da yükselmektedir. Dağıtılmayan kar oranı ve özsermaye karlılığı (ROE) aşağıdaki formüller ile hesaplanmaktadır.

$$\text{Dağıtılmayan Kar Oranı} = \frac{\text{Paydaşlara Dağıtılmayan Cari Dönem Net Karı}}{\text{Toplam Cari Dönem Net Karı}} \quad (1.30)$$

$$\text{Özsermaye Karlılığı (ROE)} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermayenin Defter Değeri}} \quad (1.31)$$

Özsermaye karlılığının zaman içerisinde değişmeyeceği varsayımı altında net karın büyüme oranı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$g_t = \frac{\text{Ortaklara Dağıtılmayan Kar}_{t-1}}{\text{Net Kar}_{t-1}} \times ROE \quad (1.32)$$

Şirket büyüme oranının belirlenmesinde en sık kullanılan yaklaşımlar yukarıda açıklanmıştır. Hangi modelin nakit akışlarının büyümesindeki varsayımları en doğru yansıttığı konusunda kesin bir üstünlük yoktur. Değerlemeyi yapan analistler uygulamada büyüme oranını hesaplarken bu modellerden birini tercih etmek yerine modelleri ağırlıklandırma yoluna gitmektedir. Hangi modelin daha fazla ağırlıklandırılacağı değerlemeyi yapan analistin tercihinine bağlı olmakla birlikte şirket yeni kurulmuş ya da yeniden yapılanma içerisinde ise temel verilerden hareketle büyüme oranının tahmin edilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Aynı şekilde uzun zamandır faaliyet gösteren ve stabil bir büyüme içerisinde olan şirketler için tarihsel verilere ağırlıklandırmada daha fazla önem verilmesi beklenir.

#### 1.11.3.3.2 İskonto Oranının Belirlenmesi

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde belirlenen büyüme oranları ile gelecekteki nakit akımları tahmin edildikten sonra bu tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması aşamasına geçilir. Bu aşamada kullanılacak iskonto oranı şirketin değerinin doğru tespit edilmesinde büyük önem arz etmektedir. Belirlenen iskonto oranı aynı zamanda yatırımcılar için beklenen minimum getiri oranını ifade etmekte ve alternatif yatırımların getirileri ile karşılaştırılmaktadır.

İskonto oranı, belirli bir miktar nakdin gelecekte elde etmenin şimdi elde etmekten daha riskli olduğu olgusuna dayanmaktadır. Gerçekten de iskonto oranı, yatırımcıların belirli bir projeye sağlayacakları fona karşılık talep ettikleri getiri oranını ifade etmektedir. Yatırımın riski arttıkça yatırımcıların da projeden bekledikleri getiri oranı artmakta yani iskonto oranı yükselmektedir.

İskonto oranının belirlenmesinde de sıkça tercih edilen yöntemler arasında yer alan Finansal Varlık Fiyatlama Modeli ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin ülkemizde kullanımı çokta sağlıklı olamamaktadır. Bunun yerine iskonto oranının belirlenmesinde genel faiz oranları, devlet tahvili faiz oranları, yatırımın riski, yatırımcıların bekledikleri getiri oranı, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ya da benzer şirket yatırım oranlarının göz önünde bulundurulması daha sağlıklıdır.<sup>154</sup>

İskonto oranının belirlenmesinde hangi modelin tercih edileceği, nakit akımlarının hangi yöntemle hesaplandığı ile ilişkilidir. Şirket değerlemesi, şirkete olan serbest nakit akımları ile hesaplanacak ise burada iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital) kullanılır. Özsermayeye olan serbest nakit akımları yöntemin tercih edilmesi durumunda iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Özsermaye maliyeti Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model) ya da Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model) kullanılarak tespit edilmektedir. İskonto oranının hesaplanmasında kullanılan bu yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

**a) Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Şirketler faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaç duyduğu finansmanı birden fazla kaynaktan temin etmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu finansman kaynaklarının şirketin toplam pasiflerinin içerisindeki ağırlığı ile bu kaynakların maliyetlerinin çarpılmasının toplamıdır. Eğer şirketin sermayesi sadece borçlardan oluşmuş olsaydı o zaman ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu finansman kaynağı için katlanılan faiz oranının vergiden arındırıldıktan sonraki maliyetine eşit olacaktı. Eğer şirket hiç borçlanmaz ve imtiyazlı pay senetleri ihraç etmez ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti adi pay senedi

---

<sup>154</sup> Yazıcı, a.g.e., s.48.

sahiplerinin beklediği getiri oranına eşit olacaktır. Ancak normal koşullarda böyle tek yönlü bir kaynak yapısı ile karşılaşmak olası değildir. Böyle bir durumda şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şu adımlar ile hesaplanır:<sup>155</sup>

1.Adım: Şirketin sermayesindeki her unsurun toplam sermaye içerisindeki payı hesaplanır.

2.Adım: Şirketin bütün sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyeti hesaplanır.

3.Adım: Hesaplanan sermaye unsurlarının maliyetleri ile sermaye içerisindeki ağırlıkları çarpılır. Bulunan bu tutarların toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturur.

Bu adımlar aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir.

$$k = w_d k_d + w_s k_s \quad (1.33)$$

Denklem (1.33)'de “k” ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, “k<sub>d</sub>” vergi sonrası borcun maliyetini, k<sub>s</sub> özsermayenin maliyetini, w<sub>d</sub> borcun ağırlığını, w<sub>s</sub> ise özsermayenin ağırlığını temsil etmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şirketin o andaki borçlanma yapısı ile elde edilen statik bir maliyettir. Şirketin sermaye bileşenlerindeki değişim ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini doğrudan etkilemektedir.

**Örnek:** Beta Turizm A.Ş.’nin kaynaklarının %40’ının borç ve %60’nın özsermayeden oluşmaktadır. Beta Turizmin sermaye yapısının optimum olduğu ve sermaye bileşiminin de mevcut oranlar ile devam edecektir. Borçlanma maliyetinin %14, özsermaye maliyetinin %22 olduğuna göre AOSM hesaplaması aşağıdaki tablodaki gibidir.

Sermaye Bileşeni	Ağırlık	Maliyet	Vergi Sonrası Maliyet	Sermaye Bileşeni Ağırlıklı Maliyeti
Borç	0,4	0,14	0,14(1-0,23) = 0,1078	0,043
Özsermaye	0,6	0,22	0,22	0,132
<b>AOSM</b>				<b>0,175</b>

<sup>155</sup> Chambers, a.g.e., s.91.

**b) Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM):** Bir finansal varlığının getirisinin o varlığın piyasa riski ile bağdaştıran ve yatırımcının riskten kaçınma dürtüsü ile hareketini esas alan bir modeldir. Model, yatırımcının pay senedinden beklediği getirinin risksiz menkul kıymetlerin getirisinin üzerine riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumdaki risk priminin toplamına eşit olduğunu varsayımına dayanmaktadır.<sup>156</sup> Yapılan yatırımın temel iki risk kaynağı bulunmaktadır. Bunlar sistematik risk ve sistematik olmayan risktir. Sistematik risk; genel faiz oranları, enflasyon, ekonomik konjonktür, politik riskler ve benzeri makro iktisadi değişkenlerden kaynaklı olarak piyasanın tamamının etkilendiği risk türüdür. Sistematik risk yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, sayısının artırılması gibi portföy oluşturma yöntemleri ile ortadan kaldırılamamaktadır. Sistematik olmayan risk ise şirketin içerisinde bulunduğu sektörden ya da doğrudan şirketin esas faaliyetlerinden veya yönetiminden kaynaklı oluşan risklerdir.

Finansal varlıkları fiyatlama modeli, pay senedinden beklenen getirinin risksiz faiz oranı ile şirketin risk priminin toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir. Bu durumda model aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$E(R) = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (1.34)$$

Denklem (1.34)'de E(R) sermaye maliyetini,  $R_f$  risksiz getiri oranını,  $\beta$  beta katsayısını,  $R_m$  ise piyasanın getiri oranını ifade etmektedir. Denklemde bahsi geçen beta katsayısı, pay senedinin piyasa ile birlikte hareket etme kabiliyetini göstermektedir. Pay senedinin sağladığı kazançların pazarın sağladığı kazançlar ile olan kovaryansının, pazarın varyansına oranı ile hesaplanmaktadır. Bu ifade şu şekilde formüle edilir:

$$\beta = \frac{Cov(i, i_m)}{Var(i_m)}$$

Beta katsayının bire eşit olması ilgili finansal varlığın piyasa ile eşit hareket ettiğini göstermektedir. Beta katsayısı birden fazla olan finansal varlıklar yüksek sistematik riske sahip olup piyasanın üzerinde beklenen getirilere sahiptir. Beta

---

<sup>156</sup> Reha ÇIRAK, Şirket Değerleme Yöntemleri, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2019, s.94.

katsayının birden düşük olduğu finansal varlıklar ise görece az sistematik riske sahip olup beklenen getirisi düşük yatırımlardır.

Örneğin, risksiz faiz oranının %10, beklenen piyasa getirisinin %30 ve beta katsayısının 1,1 olması halinde sermaye maliyeti (beklenen getiri) şu şekilde hesaplanır:

$$E(R) = 0,10 \times 1,1 (0,30-0,10)$$

$$= \% 32$$

Finansal varlıkları fiyatlama modeli, özsermayeye olan serbest nakit akımlarının iskonto edilmesinde sıkça tercih edilmektedir. Ancak modelin iki zayıf yanı bulunmaktadır. İlki nakit akışlarının belirli bir periyodu yansıtırken FVFM'nin tek dönemlik bir getiri modeli olmasıdır. İkinci zayıf yönü ise beta katsayının borsada işlem görmeyen şirketler için hesaplanmasındaki güçlüktür. Bu noktada şirketin içerisinde yer aldığı sektörün beta katsayısı üzerinden bir hesaplama yapılabilmektedir.<sup>157</sup>

**c) Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM):** Finansal varlıkları fiyatlama modelinin tek faktörlü bir model olmasından dolayı ona alternatif olarak geliştirilmiş bir modeldir. Arbitraj fiyatlama modelinde, tek bir faktör yerine enflasyon, faiz oranı, döviz kuru gibi menkul kıymetin fiyatını etkileyecek olan çok sayıda makro iktisadi faktör yer almaktadır. Arbitraj fiyatlama modelinin temelini bir varlığın beklenen getirisinin, bu varlığın makro iktisadi faktörlere olan tepkisine bağlı olduğu varsayımı oluşturmaktadır.

Arbitraj fiyatlama modelinde, menkul kıymetin getirisinin sektördeki ve piyasadaki faktörler tarafından oluştuğu kabul edilmektedir. Burada getiri, risksiz faiz oranı ile değişken faktörlere göre menkul kıymetin taşımış olduğu risklerin toplamından oluşmaktadır. Buna göre menkul kıymetin getirisi şu formül ile hesaplanır:<sup>158</sup>

$$R(i) = R_f + (R_{(f1)} - R_f) \times \beta_{i1} + \dots + (R_{(fN)} - R_f) \times \beta_{iN} \quad (1.35)$$

---

<sup>157</sup> Berk, a.g.e., s.401.

<sup>158</sup> Yazıcı, a.g.e., s.37.

Denklem (1.35)'de  $R(i)$  menkul kıymet getirisini,  $R_f$  risksiz faiz oranını,  $R_{f1}$  1.değişkene ait beklenen getiriyi,  $R_{fN}$  N. Değişkenin beklenen getirisini,  $\beta_{i1}$  1. değişkene ait sistematik riski,  $R_{f1}-R_f$  1.değişkenin risk primini ifade etmektedir.

Arbitraj fiyatlama modelinin temel varsayımlarından bir diğeri de aynı faktör duyarlılığına sahip finansal varlıkların aynı beklenen getiriye sahip olmaları gerektiğidir. Bu finansal varlıkların arasında aynı beklenen getirinin olmaması halinde ise yatırımcılar için arbitraj imkânı oluşmakta ve yatırımcılar bu fırsatı değerlendirmek istemektedir. Bu mantık arbitraj fiyatlama modelinin temel felsefını oluşturmaktadır.

Arbitraj fiyatlama modelinin, finansal varlık fiyatlama modelinden temel farkı şu şekildedir.<sup>159</sup> FVFM finansal varlıktan beklenen getiriyi tamamıyla Pazar portföyünün getirisi ile bağdaştırmaktadır. Ancak AFM'nin beklenen getiri varsayımları pazar portföyü ile ilişkilendirilmek zorunda değildir. AFM yalnızca finansal varlığın fiyatını etkileyen faktörler ile ilgili varsayımda bulunmaktadır. Varsayım doğrusal bir modele dayanmakta olup, finansal varlığın getirisinin bir den çok faktörden etkilendiğini varsayarken FVFM bu getiriyi Pazar portföyünün getirisi ile açıklamaya çalışmaktadır.

Arbitraj fiyatlama modelinin, hesaplanmasındaki zorluklara rağmen ampirik çalışmalar beklenen getiriyi bir başka değışle özsermaye maliyetini daha iyi ölçtüğünü göstermektedir. Ancak uygulamada bu modelin özsermaye maliyetinin belirlenmesinde FVFM kadar tercih edilmediğı gözlemlenmiştir.<sup>160</sup>

---

<sup>159</sup> Mehmet Baha KARAN, a.g.e., s.247.

<sup>160</sup> İvgen, a.g.e., s.95.

## 2.BÖLÜM: DÜNYA'DA İLK HALKA ARZ VE LİTERATÜRÜ

### 2.1. İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama

Çalışmamızın ikinci bölümünde Dünya'da halka arz ve şirket değerlendirme yöntemleri üzerinde durmadan önce finans literatüründe geniş yer tutan düşük fiyatlama olgusuna yer vermeyi uygun gördük. Düşük fiyatlama kavramı, ilk halka arzlarda pay senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonraki süreçte fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek seviyelere çıkmasını yani bir başka deyişle piyasa üstünde bir başlangıç getirisi sağlamasını ifade etmektedir. Bir başka ifade ile pay senetlerinin gerçek değerinin altında ihraç edilmesi düşük fiyatlama, gerçek değerinin üzerinde ihraç edilmesi ise yüksek fiyatlama olarak adlandırılmaktadır. Yapılan çalışmalarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarında gerçekleşen ilk halka arzlarda şirketlerin düşük fiyatlandığını göstermektedir. İlk halka arzlardaki düşük fiyatlamamanın ilgili inceleme dönemlerine bağlı kalınmaksızın yüksek fiyatlamadan daha sık karşılaşılan bir olgu olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>161</sup>

Yapılan çalışmalar sonucunda, belirli dönemlerdeki ilk halka arz getirilerinin diğer dönemlerin getirilerine oranla ciddi derecede yüksek olduğu görülmüştür. Düşük fiyatlamamanın daha fazla olduğu ve istatistiki olarak da ihraç sonrası getirilerin daha yüksek olduğu bu döneme “sıcak piyasa dönemi” adı verilmektedir. Bu sıcak piyasa dönemine finans literatüründe özellikle sıkça yer verilmiş ve bundan sonra gelen ve negatif getirinin olduğu döneme ise “soğuk piyasa dönemi” adı verilmiştir.<sup>162</sup>

İlk halka arzın başarısında pay senedinin ihraç fiyatı önemli yer tutmaktadır. Pay senedinin düşük fiyatlanması ihraççı açısından maliyet oluşturmaktadır. Finans literatüründe düşük fiyatlama olgusunu açıklamak amacıyla birçok hipotez geliştirilmiştir. En fazla kabul gören hipotezler aşağıda açıklanmıştır.

---

<sup>161</sup> Adrian WOLOSZYN ve Dariusz ZARZECKI, The Impact of the January Effect on the IPO Underpricing in Poland, *Folia Oeconomica Stetinensia* 13(1), 2013, s.122.

<sup>162</sup> Bengi ÖZER, Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey, SPK Yayınları no:128, Ankara, 1999, s7.

### 2.1.1 Asimetrik Bilgi Hipotezi

Asimetrik bilgi hipotezi kapsamındaki ilk varsayımlar Baron'un 1982 yılında yapmış olduğu çalışmalarda yer almıştır.<sup>163</sup> Modele göre yatırım bankalarının üç temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar; aracılık yüklenimi, danışmanlık ve dağıtımdır. Yatırım bankalarının uzmanlıkları gereği sermaye piyasası bilgisinin ihraççılardan daha fazla olduğu ileri sürülmektedir. Modele göre ihraççı, yatırım bankasının sahip olduğu bu piyasa bilgisini kullanır ve aracı kuruma pay senedinin fiyatını belirleme yetkisini bırakır. Yatırım bankası üzerine almış olduğu bu yüklenime karşılık pay senedinin ilk halka arzında düşük fiyatlamaya giderek riskten kaçınmayı tercih edecektir. Bu durumun farkında olan ve piyasanın tam olarak nasıl hareket edeceğini bilemeyen ihraççı ise yatırım bankasının bilgisinden faydalanmaya karşılık bu düşük fiyatlamayı kabullenmektedir.

Asimetrik bilgi hipotezi kapsamındaki bir diğer önemli varsayım ise Rock tarafından 1986 yılında yapılan bir çalışmada yer almıştır.<sup>164</sup> Modelde piyasada bilgi sahibi olan ve bilgi sahibi olmayan şeklinde iki çeşit yatırımcının olduğu belirtilmektedir. Pay senedinin gerçek değerini hakkında bilginin yatırım bankası, ihraççı ile bilgili ve bilgisiz yatırımcılar arasında asimetrik olarak dağıtıldığını ileri sürmektedir. Bilgi sahibi olan yatırımcılar sadece ihraç sonrasında getiri potansiyeli olan ilk halka arzlara katılım göstermekteyken, bilgi sahibi olmayan yatırımcılar için böyle bir ayırım yapmak mümkün olmamaktadır. İlk halka arzın fiyatı bilgili yatırımcının beklentileri yönünde gerçekleşirse bilgi sahibi bu yatırımcılar piyasadan diğer yatırımcıları kovacak derecede yüksek talepte bulunarak alım yapmaktadır. Bu durum ise bilgi sahibi olmayan yatırımcılar için "kazananın laneti" etkisi yaratmaktadır. İlk halka arzların sürekliliği ve başarısı için azınlık kitle olan bilgili yatırımcıdan ziyade çoğunluğu oluşturan bilgisiz yatırımcılar önem arz etmektedir. Yatırım bankası gelecek halka arzlar için yeterli talebin oluşabilmesi için bu bilgisiz yatırımcıların ortalama getirilerinin negatif olmaması gerektiğini bildiğinden bilgili ve bilgisiz yatırımcılar arasındaki eşitsizliği gidermeye çalışır. Bu nedenle yatırım bankaları, ilk halka arzın fiyatını tüm yatırımcılar için yeterli

---

<sup>163</sup> David P. BARON, A Model of the Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues, The Journal of Finance, September 1982, s.1048.

<sup>164</sup> Kevin ROCK, Why New Issues are Underpriced, The Journal of Financial Economics, v.15, 1986, s.208.

düzyeyde düşük fiyatlamaya giderek pay senedini gerçek değerinin altında halka arz etmektedir.

### **2.1.2 Aracı Kurum İtibarı Hipotezi**

Aracı kurum itibarı(ünü) hipotezi çerçevesindeki ilk çalışmalar Booth ve Smith tarafından 1986 yılında ortaya çıkarılmıştır. Modele göre ilk halka arzlarda yatırım bankasının oynadığı rolle ilgili yapılan çalışmada riski yüksek pay senetlerinin potansiyel olarak olumsuz iç bilgileri de yansıttığı öne sürülmüştür. Bir başka deyişle ilk halka arzın fiyatının, şirketin gelecekte elde edeceği beklenen potansiyel kazancının içsel bilgisi ile tutarlılık göstermektedir. Bu içsel bilgilerin tamamının fiyata yansımaları durumunda yatırım bankasının itibarı riske girmiş olmaktadır. Bu durumda şirketin belirsizlikleri yüksek olduğu durumda düşük fiyatlamaların da daha fazla olması gerekmektedir. Düşük belirsizlik sahibi şirketler, pay senetlerin halka arzında yüksek itibarlı yatırım bankaları ile çalışmaktadır. Bunun yanı sıra yüksek itibarı olan yatırım bankaları da halka arz başarısını ve piyasadaki itibarını riske atmamak için düşük riske sahip şirketlerin halka arzında yer almak istemektedir. Bu nedenle itibarı yüksek yatırım bankalarınca gerçekleşen ilk halka arzlarda düşük fiyatlandırılması ve getirileri daha düşük kalmaktadır.<sup>165</sup>

### **2.1.3 Örtülü Sigorta Hipotezi**

İlk halka arzlardaki bir diğer önemli hipotez Tınıç tarafından 1988'de ortaya atılmıştır. Tınıç yapmış olduğu çalışmada düşük fiyatlamaların yatırım bankalarının ve ihraççıların yasal sorumluluklarına karşı bir sigorta olduğunu ileri sürmüştür. ABD'de 1933 yılında getirilen menkul kıymet yasası ile birlikte ilk halka arzlardaki yasal sorumluluklara dair önemli değişiklikler olmuştur. Buna göre halka arz esnasında yatırım bankaları ve ihraççılar her türlü bilgiyi taraflarca paylaşmak zorundadır ve yatırım bankası halka arz sürecinde ihraççı hakkındaki her türlü incelemeyi yapmakla sorumludur. Halka arz esnasında oluşacak eksik ve yanlış bilgilendirmelerden yatırım bankası sorumlu tutulmaktadır. Yatırımcı yanlış bilgilendirmelerden kaynaklı olarak zarar etmesi durumunda yatırım bankasına dava açabilmektedir. Bu durumda düşük

---

<sup>165</sup> James R. BOOTH ve Richard L. SMİTH, Capital Raising Underwriting and the Certification Hypothesis, The Journal of Financial Economics, 1986, s.274.

fiyatlama, yatırım bankasının burada almış sorumluluğa karşı bir sigorta olarak kullanılmaktadır.<sup>166</sup> Tınıç hipotezini test etmek amacıyla yasanın çıktığı tarihten önce yapılan ilk halka arzlar ile sonrası dönemde gerçekleşen ilk halka arzların getirileri üzerinde çalışmıştır. Çalışmasında, yasanın yürürlüğe girdikten sonra gerçekleşen halka arzların, yasa öncesindeki halka arzlara kıyasla daha fazla düşük fiyatlandığını sonucunu elde etmiştir. Burada yasa öncesindeki anormal getiri %5,17 iken, yasa sonrasındaki dönemde %11,06'ya çıkmıştır.

Bu hipotez üzerine yapılan bir diğer çalışmada Drake ve Vetsuypens tarafından 1993 yılında yapılmıştır. Yapılan çalışmada Tınıç'ın yapmış olduğu çalışma dönem seçimi ve metodolojisi eleştirilmiştir. Çalışmalarında düşük fiyatlamanın, yasal çerçevenin değişikliği dışındaki faktörlerden kaynaklı olduğunu iddia etmişlerdir. Bu hipotez için yapmış oldukları alternatif çalışmalarında 1960-1990 yılları arasındaki dönemde menkul kıymet yasası kapsamınca dava açılan 93 ilk halka arzın incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda ilk halka arzların %9,18 düşük fiyatlandığı görülmüştür. Dolayısıyla çalışma sonucunda düşük fiyatlamanın davaları önlemekte etkili bir yol olmadığı kanısına varmışlardır.<sup>167</sup> Gerçekten de düşük fiyatlamanın hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda görülmesi ABD'deki menkul kıymet yasasının bu durumu tek başına açıklayamayacağı fikrini güçlendirmektedir.

#### **2.1.4 Monopson Güç Hipotezi**

İktisat literatüründe monopson piyasa, bir malın çok sayıdaki satıcısına karşı tek bir alıcının bulunduğu piyasa yapısını ifade etmektedir. Monopson piyasalarda fiyatı alıcı belirlemekte satıcılar ise bu durumu kabullenmektedir. Hipotez, düşük fiyatlamanın ilk halka arza aracılık eden yatırım bankasının monopson gücüne dayandığını varsaymaktadır. Yatırım bankaları paylarını ilk defa halka arz etmekte olan ihraççı şirketlere göre halk arz üzerinde daha fazla pazarlama imkânına sahiptir. Yatırım bankaları kendi düzenli müşterilerine halka arz olan payları satmak için kasıtlı olarak düşük fiyatlamaktadır. Ancak kendi paylarının halka arzını gerçekleştiren yatırım

---

<sup>166</sup> Seha Mehmet TINİÇ, Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, The Journal of Finance, Vol.43, No:4, September 1988, s.789.

<sup>167</sup> Philip D. DRAKE ve Micheal R. VETSUYPENS, IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability, Financial Management, 1993, s.71.

bankalarının da düşük fiyatlanıyor olması bu hipotez ile çelişmektedir.<sup>168</sup> Monopson güç hipotezine getirilen bir diğer eleştiri ise piyasa çok sayıda yatırım bankasının yer almasından dolayı halka arza aracılık eden kurumun monopson güce sahip olamayacağıdır.

### **2.1.5 Sinyal Hipotezi**

Welch tarafından 1989 yılında yapılan çalışmada, ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamaların ihraççı tarafından takip eden yıllarda gerçekleşecek potansiyel ikincil halka arzların yüksek fiyat ile gerçekleştirilebilmesi amacıyla yapıldığını ileri sürmektedir. Modele göre, ihraççı şirket halka arz fiyatının düşük ya da olduğunu konusunda ayrıcalıklı bir bilgiye sahiptir. Bu nedenle gelecekteki izleyeceği stratejilerini bu çerçevede hazırlayarak potansiyel ikincil halka arzların yüksek fiyattan gerçekleşmesini ve toplamda daha yüksek bir gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. İlk halka arzdaki düşük fiyatlama, şirketin daha sonraki ikincil halka arzları için bir “sinyal” olmaktadır. Welch yapmış olduğu çalışmada 1977-1982 yılları arasında gerçekleşmiş olan 1028 adet ilk halka arzı incelemiş ve bunların yaklaşık üçte birinin tekrar halka arz gerçekleştirdiğini saptamıştır.<sup>169</sup>

### **2.1.6 Sıcak ve Soğuk Piyasa Hipotezi**

Bu hipotezde ilk halka arzların gerçekleştirildiği dönem ikiye ayrılmıştır. Birinci dönem şirkete dair yapılan analiz ve öngörülerin dışında içerisinde yer alınan sektör ve piyasanın yükselme trendinde olduğu halka açılma dönemidir. Buna aynı zamanda sıcak piyasa da denilmektedir. Bir diğer dönem ise sermaye piyasalarında fiyatlamaların düşüş eğiliminde olduğu bir dönemde halka açılma olarak adlandırılan soğuk piyasadır. Hipotez şirkete özgü değerlemelere bakılmaksızın halka arzın gerçekleştirildiği dönemin düşük fiyatlamada etkin olduğunu öne sürmektedir.

Ritter tarafından 1984 yılında yapılan bir çalışmada sıcak piyasa hipotezi test edilmiştir. Ritter yapmış olduğu çalışmada Ocak 1980 ile Mart 1981 yılları arasındaki sıcak piyasa döneminde, ilk halka arzı gerçekleştiren 325 şirketin ilk halka arz fiyatından

---

<sup>168</sup> Halil KIYMAZ, Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: IMKB İmalat Sektörü Uygulaması, İşletme Finans Dergisi, 1996, İşletme ve Finans Yayınları no:4, s.123.

<sup>169</sup> Ivo WELCH, Seasoned Offerings Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, The Journal of Finance, Volume 44, No.2, 1989, s.432.

alınıp ilk gün kapanış fiyatından satılması halinde ortalama getirilerinin %48,4 olduğunu tespit etmiştir. Söz konusu çalışmanın tamamını kapsayan 1977-1982 yılları arasındaki dönemde gerçekleşen 1028 ilk halka arzın ilk gün ortalama getirisi ise %16,3 olduğu gözlemlenmiştir. Elde edilen sonuçlar yüksek getirilerin olduğu sıcak piyasa döneminde gerçekleşen ilk halka arzlardaki düşük fiyatlamaların daha yüksek olduğunu göstermiştir.<sup>170</sup>

## **2.2 Türkiye’de Gerçekleşen İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırması ile ilgili Yapılan Çalışmalar**

Ülkemizde ilk halka arzların gelişimi özellikle 1990’lı yılların ortasından itibaren hızlanmıştır. Ülkemizdeki organize borsa yapısının Avrupa ve Amerika’ya kıyasla daha geç oluşması finans literatüründe önemli yer kaplayan düşük fiyatlama anomalisine dair yapılan çalışmalarda Borsa İstanbul’a yönelik uygulamaların daha az olmasına sebep gösterilebilir. İlk halka arzlarda kısa dönem fiyat performansları üzerine yapılan çalışmalar hem yatırım bankaları açısından hem de ihraççı şirketler açısından önemlidir. Oluşan literatür ile şirketler halka açılma konusunda kendilerini daha motive hissederken, halka arza aracılık eden yatırım bankaları açısından sürecin başarılı sonuçlanmasına dair beklentiler daha da artmaktadır. Düşük fiyatlamaya dair sağlanan akademik çalışmalar yatırımcıları da bu getiri imkânından faydalanma motivasyonu ile teşvik ederek ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlamaktadır. Literatürde ilk halka arzların düşük fiyatlaması ile ilgili çalışmalar kısa ve uzun dönemdeki fiyat performanslarını inceleyen çalışmalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu bölümde borsamızda ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin kısa dönemdeki fiyat performansı üzerine yapılan çalışmalar incelenmiştir. Bu çalışmalarda seçilen periyod genellikle halka arz sonrasındaki ilk işlem günü ya da bunu takip eden birkaç gün ve hafta arasındaki dönemdir.

Ülkemizde ilk halka arz performanslarının incelenmesi Güzelhan ve Ağar’ın 1991 yılında yapmış olduğu çalışma ile başlamıştır.<sup>171</sup> İkili çalışmalarında Ocak 1989 ile

---

<sup>170</sup> Jay R. RITTER, The Hot Issue Market of 1980, The Journal of Business, Vol 57, No.2, Nisan 1984, s.239.

<sup>171</sup> Hayal GÜZELHAN ve Mediha AĞAR, İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Performansı, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:68, 1991, s.51-59.

Mart 1991 tarihleri arasında gerçekleşmiş olan 36 şirketin pay senetlerinin fiyat performanslarını incelemiştir. Çalışmalarında, ele aldıkları ilk halka arzların piyasa getirisine göre düzeltilmiş getirilerinin ilk gün sonunda %2,6 ilk hafta sonunda %9,5 ve ilk ay itibariyle yine %9,5 oranında gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Bu çalışma ile borsamızda gerçekleşen ilk halka arzların pay senedi fiyatlarının gelişmiş piyasalara benzer olarak gerçek değerinin kaldığı gözlemlenmiştir. Bu durum pay senetlerinin belirlenen dönemler içerisinde düşük fiyatlandırıldığının göstergesidir.

Kıymaz'ın 1996 yılında yapmış olduğu çalışmalarında, Borsamızda Ocak 1990 ile Aralık 1995 tarihleri arasında paylarının ilk halka arzı gerçekleşen finans ve imalat sanayi şirketlerinin kısa dönemdeki fiyat performansları incelenmiştir. Çalışmada finans sektöründe gerçekleşen 39 ilk halka arz incelenmiş ve piyasa getirilerine göre düzeltilmiş ilk gün artık getirisinin bütün finansal kuruluşlar için %15,3 olduğu gözlemlenmiştir. Alt gruplar bazında getiriler ise yalnızca bankalar için %20,9, sigorta kuruluşları için %10, leasing/factoring için %5,5 ve yatırım/holding kuruluşları için %18,5 oranında gerçekleşmiştir. Kıymaz yine aynı dönemde ilk halka arzı gerçekleşen 88 sanayi sektöründen şirketi incelemiş ve bütün sanayi şirketleri için ilk günlük ortalama düzeltilmiş getiriye %12,2 gerçekleşmiştir. Bankacılık dışındaki gruplarda ilk gün getirilerinin istatistiki olarak anlamlı olduğu bulunmuştur.<sup>172</sup>

Özer'in 1999 yılında yapmış olduğu çalışmasında Kasım 1989 ile Aralık 1994 yılları arasında paylarının ilk halka arzı gerçekleşen şirketlerin fiyat performanslarını incelemiştir. Özer çalışmasında ilk gün düzeltilmiş ortalama getirinin %12,24 ikinci işlem gününde ortalama getirinin %2,97 ve üçüncü işlem gününde düzeltilmiş ortalama getirinin %2,22 olduğu sonucuna ulaşmıştır.<sup>173</sup>

Durukan 2002 yılında gerçekleştirmiş olduğu çalışmasında İMKB'de 1990 ile 1997 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleşmiş 173 şirketin kısa ve orta vadeli fiyat değişimi incelemiştir. Çalışma dönemindeki ilk halka arzların ortalama %14,61 oranında bir düşük fiyatlama gösterdikleri tespit etmiştir. Ayrıca Durukan çalışmasında ilk halka

---

<sup>172</sup> Halil KIYMAZ, İMKB'de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB Dergisi, Nisan-Haziran 1996, Cilt 1 No:2, s.69-71.

<sup>173</sup> Özer, a.g.e.

arzların 12, 24, 36 aylık fiyat performanslarını da ele alarak düzeltilmiş getirilerinin ilk yılsonunda azaldığı takip eden yılsonunda tekrar yükselişe geçtiği ve üçüncü yılsonu itibariyle tekrar düştüğü sonucuna ulaşmıştır. Ancak Durukan yapmış olduğu çalışmasında sadece ikinci yılsonu itibariyle olan getiri düzeyinin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmiştir.<sup>174</sup>

Ertuna, Ercan ve Akgiray'ın 2003 yılında birlikte yapmış oldukları çalışmada 1990 ile 2002 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 259 şirket analiz edilmiştir. Çalışmada ilk halka arzların düşük fiyatlamasının yanı sıra ihraççı ile yüklenici firma ilişkisi de incelenmiştir. İlk halka arzı gerçekleştiren bu payların ilk günü sonunda ortalama getirilerinin %11 olduğu en yüksek kümülatif getiri döneminin ise ortalama %20,43 ile ilk hafta sonu itibariyle gerçekleştiği görülmüştür. Ayrıca halka arz olan şirket ile yüklenici firmanın aynı gruba bağlı ortaklık olduğu durumlarda düşük fiyatlamasının daha yüksek gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Bunun nedeni olarak aynı gruba bağlı şirketlerin ilk halka arz getirisinin yüksek tutularak, borsada o gruba ait işlemlerin yatırımcılara daha cazip hale getirmek olduğu belirtilmiştir.<sup>175</sup>

Teker ve Ekit'in 2003 yılında yapmış oldukları çalışmada, İMKB de 2000 yılı içerisinde ilk halka arzı gerçekleştiren 34 şirketin ilk bir aylık fiyat performanslarını incelemişlerdir. Yapılan çalışmada ilk işlem günü sonunda düzeltilmiş ortalama getirinin %10,42 ve ilk iki işlem günü sonunda getirinin ortalama %11,02 seviyesinde olduğu gözlemlenmiştir. Üçüncü işlem günü sonrasındaki negatif getiri sebebiyle ilk bir aylık düzeltilmiş getirinin %-7,21 olduğu tespit edilmiştir. Çalışma ilk iki iş günü için düzeltilmiş getirinin istatistiki olarak anlamlı, ilk ay sonu itibariyle elde edilmiş olan negatif getirinin ise anlamsız olduğunu ortaya çıkarmıştır.<sup>176</sup>

Altan ve Hotamış'ın 2008 yılında yapmış oldukları çalışmada 2000 ile 2006 yılları arasındaki 67 ilk halka arzın kısa dönemli fiyat performansını incelemişlerdir.

---

<sup>174</sup> M. Banu DURUKAN, The Relationship Between Ipo Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange, Managerial Finance, 2020, Vol.22, No.2, s.18-38.

<sup>175</sup> Bengi ERTUNA, Metin ERCAN ve Vedat AKGIRAY, The Effect of the Issuer-Underwriter Relationship on IPOs: The Case of an Emerging Market, Journal of Entrepreneurial Finance, 2003, Vol.8, s.43.

<sup>176</sup> Suat TEKER ve Ömer EKİT, The Performance of IPOs in İstanbul Stock Exchange in year 2000, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı 4(1), s.117-128.

Çalışmada düşük fiyatlama sektörel bazlı incelenmiş ve en yüksek düzeltilmiş ilk gün getirisinin %22,59 ile petro-kimya sektöründe olduğu tespit edilmiştir. En düşük ortalama düzeltilmiş getirinin ise %-5.51 ile metal sanayi sektöründe olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada ilgili dönem için hesaplanmış ortalama düzeltilmiş getiri ilk gün sonu için %6,78, ilk hafta sonunda %1.49 ve birinci ay sonunda %6,64 ve üç aylık getiri ise %15,65 olarak hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda halka arzların bazılarının yüksek bazılarının ise düşük fiyatlandığı ancak genel ortalamalara bakıldığında ve diğer ülkeler ile kıyaslandığında düşük ya da yüksek fiyatlama olmadığı sonucuna varılmıştır.<sup>177</sup>

Kurtaran'ın 2013 yılında yapmış olduğu çalışmada Ocak 1994 ile Aralık 2009 yılları arasında gerçekleşmiş 205 ilk halka arzın fiyat performansı incelenmiştir. Çalışmada ilk gün gerçekleşen ham getiri ortalamasının %8,32 olduğu hesaplanmıştır. Çalışma periyodunda en yüksek ilk gün getirisi %86,22 olurken en düşük ilk gün getirisi %-18,26 olarak belirlenmiştir. Çalışma sonucunda ilk gün getirisinin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ifade edilmiştir. Bu sonuca göre, Borsamızda gerçekleşen ilk halka arzlarda pay senetlerinin çoğunun düşük değerlendirilerek halka arz edildiği ve yatırımcılara düzeltilmiş getiri sunduğu ifade edilmiştir.<sup>178</sup>

Yıldırım ve Dursun'un 2016 yılında yapmış oldukları çalışmada, Borsamızda 2004-2014 tarihleri içerisinde halka arz olmuş 110 şirketin paylarının fiyat performansı incelenmiştir. Çalışmada halka arz olan şirketin içerisinde yer aldığı sektörün, halka arz şeklinin ve aracılık türünün ilk işlem günü fiyat performansına olan etkisi test edilmiştir. Çalışmada belirlenmiş olan periyotta halka arz edilen 110 şirketin ilk gün ortalama getiri oranının %6 olduğu ve halka arz şeklinin, aracılık türünün ya da şirketin içerisinde yer aldığı sektörün ilk işlem günü fiyat performansı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Çalışma sonucunda düşük fiyatlama olgusunun varlığı

---

<sup>177</sup> Mikail ALTAN ve Tevfik N. HOTAMIŞ, Türkiye'de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansı Analizi, KMU İİBF Dergisi, Yıl 10, Sayı 14, 2008, s.33-34.

<sup>178</sup> Ayten TURAN KURTARAN, Türkiye'deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Sayı.6, 2013, s.185-210.

kabul edilmiş ve anormal getirinin ikinci işlem gününde de devam ettiği tespit edilmiştir.<sup>179</sup>

Kahraman ve Çoşkun'un 2020 yılında yapmış oldukları çalışmada Türkiye'de halka arzı gerçekleşen 320 şirket incelenmiştir. Çalışmada ilk gün düzeltilmiş getirinin %7,3 olduğu tespit edilmiştir. Buna göre elde edilen sonuçlar ilk halka arzların güçlü bir şekilde düşük fiyatlanmış olduğunu göstermektedir. Ayrıca yapılan çalışmada düşük fiyatlamamanın sektörel açıdan farklılaşmadığını hem sanayi hem de mali sektör şirketleri için geçerli olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada zaman içerisinde düşük fiyatlamadaki değişim düzeyi incelenmiş ve düşük fiyatlamamanın azalmakla birlikte devam ettiği ortaya konmuştur. Yapılan çalışmada Şubat 1993 ile Temmuz 2000 tarihleri arasındaki 125 halka arz incelenmiş ve ilk gün anormal getirisi %8,8 olarak hesaplanmıştır. Şubat 2002 ile Mayıs 2015 tarihleri arasındaki 125 halka arzın ise ilk gün anormal getirisi %5,9 olarak gerçekleşmiş ve bu iki tarih periyodu arasındaki ortalama getirilerdeki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.<sup>180</sup>

Türkiye'de gerçekleşen ilk halka arzların fiyat performansları üzerine yapılan ampirik çalışmalar, halka arzın dönemi, halka arz olan şirketlerin büyüklüğü ve yer aldığı sektör gibi farklı etkenlerden dolayı değişmekle birlikte düşük fiyatlamamanın varlığını tespit etmektedir. Halka arzların düşük fiyatlanmasının yıllar içerisinde azaldığını tespit eden çalışmalardan anlaşılacağı üzere Borsa İstanbul'un derinleşmesi ve finansal piyasalardaki gelişmeler halka arzın tarafları arasındaki deneyim asimetrisini azaltmaktadır.

### **2.3 Uluslararası Piyasalarda İlk Halka Arzların Düşük Fiyatlandırması ile ilgili Yapılan Çalışmalar**

Başta Avrupa ve Amerika olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarındaki ilk halka arzlar üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmaların

---

<sup>179</sup> Aydoğan DURSUN ve Durmuş YILDIRIM, Borsa İstanbul'daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 30(1), 2016, s.189-202.

<sup>180</sup> İbrahim K. KAHRAMAN ve Ender COŞKUN, İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Seviyesi Zamanla Değişiyor Mu? Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 34(1), 2020, s.157-158.

önemli bir kısmı bu gerçekleşen halka arzların fiyat performansı üzerinedir. Aşağıda düşük fiyatlamaya dair yapılan bazı çalışmalar özetlenmiştir.

Ritter, 1991 yılında yapmış olduğu çalışmasında 1975 ile 1984 yılları arasındaki 1526 şirketin ilk halka arzları esnasındaki kısa dönem fiyat performanslarını incelemiştir. Çalışma sonucunda pay senetlerinin ortalama günlük anormal getirilerinin %14,3 olduğu hesaplanmıştır. Çalışmada ayrıca ilk halka arz olan bu şirketlerin, benzer şirketlerin getirilerine göre düzeltilmiş anormal getirileri hesaplanmış ve üç yılın sonunda %-29,1 negatif getiri sağladıkları görülmüştür. Bir diğer ifade ile ilk halka arzların ilk gün anormal getirilerini uzun dönemde koruyamadıkları ve düşük performans gösterdikleri ifade edilmiştir.<sup>181</sup>

Aggarwal, Leal ve Hernandez'in 1993 yılında seçili Latin Amerika ülkelerinde gerçekleşen ilk halka arzlar için düşük fiyatlama olgusunu incelemiştir. Çalışmada 1980-1990 yılları arasında Brezilya'daki 62 ilk halka arzı, 1982-1990 yılları arasında Şili'de gerçekleşen 36 ilk halka arz ve 1987-1990 yılları arasında Meksika'daki 44 ilk halka arz incelenmiştir. Bu üç Latin Amerika ülkesindeki seçili ilk halka arzların hem kısa dönem hem de uzun dönem fiyat performansları hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda, ilk gün ortalama getiriler Brezilya için %78,5, Şili için %16,5 ve Meksika için %2,8 olarak gerçekleşmiştir. Uzun dönemde ise ilk gün gerçekleşen anormal getiri yerini düşük performansa bırakmış ve Brezilya için %-47, Şili için %-23,7 ve Meksika'da %-19,6 olarak gerçekleştiği hesaplanmıştır.<sup>182</sup>

Kunz ve Aggarwal tarafından 1994 yılında yapılan çalışmada 1983-1989 yılları arasında İsviçre borsasında gerçekleşen 42 ilk halka arzın fiyat performansı incelenmiştir. Çalışma sonucunda, İsviçre borsasında ilk gün getirisinin %35,5 olarak gerçekleştiği ve bu getirilerin üç yıl boyunca %30'un üzerinde devam ettiği hesaplanmıştır. Ancak bu uzun dönem getirisi halka arz fiyatı yerine ilk gün kapanış fiyatı ile hesaplandığında negatif getiriye döndüğü sonucuna ulaşılmıştır.<sup>183</sup>

---

<sup>181</sup> Ritter, a.g.e., s.215.

<sup>182</sup> Reena AGGARWAL, Ricardo LEAL ve Leonardo HERNANDEZ, The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, Financial Management, Vol.22, No.1, 1993, s.52.

<sup>183</sup> Roger M. KUNZ ve Reena AGGARWAL, Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland, The Journal of Banking and Finance, Vol.18, 1994, s.705.

Kooli ve Suret'in 2001 yılında yapmış oldukları çalışmalarında Kanada'da 1991-1998 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 971 şirketin fiyat performansları incelenmiştir. Çalışma sonucunda pay senetlerinin ilk ortalama düzeltilmiş getirilerinin %22,57 olduğu hesaplanmıştır. Ayrıca yapılan çalışmada Kanada'daki ilk halka arzların sadece büyük ihraçlar için iyi olduğu, ihracın boyutuna ve yatırım bankasının prestijine bağlı olarak düşük fiyatlamaların azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada düşük fiyatlamaların, madencilik, benzin ve doğalgaz, gerçek mal ve teknoloji sektörlerindeki şirketlerin ilk halka arzlarında diğer sektör şirketlerine kıyasla daha fazla olduğu belirtilmiştir.<sup>184</sup>

Jakobsen ve Sorensen tarafından 2001 yılında yapılmış çalışmada, Danimarka'da Ocak 1984 ile Aralık 1992 arasındaki dönemde ilk halka arzı gerçekleştiren şirketlerin uzun dönem fiyat performansı incelenmiştir. Bu amaçla Kopenhag Borsası'ndaki 76 şirketin ihraçtan al ve elde tut yöntemi ile beş yıla kadar olan getirileri hesaplanmıştır. Çalışma sonucunda ilk halka arzlardan 12 ay için %12,4, 36 ay için %12,9 ve 60 ay sonunda ise %43,2 satın al ve tut getirisi sağlandığı ölçülmüştür.<sup>185</sup>

Filatotchev ve Bishop tarafından 2002 yılında yapılan çalışmada İngiltere'de Londra Borsası'nda ilk halka arzı gerçekleştiren 251 şirketin düşük fiyatlanma olgusu ve buna etki eden faktörler incelenmiştir. İkili çalışmada 1 Aralık 1999 ile 31 Aralık 2000 tarihleri arasındaki periyodu inlemiştir. Yaptıkları çalışmada yönetim kurulunun yapısının düşük fiyatlama üzerindeki etkisi analiz edilmiş ve icra yetkisi olmayan yöneticilerin yönetim kurulundaki sayısı arttıkça düşük fiyatlamaların azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.<sup>186</sup>

Samarakoon 2010 yılında yapmış olduğu çalışmasında Sri Lanka'da gerçekleşen ilk halka arzların düşük fiyatlanmasını incelemiştir. Samarakoon, çalışmasında 1987 ile 2008 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 105 şirketin analizini gerçekleştirmiş ve düşük fiyatlamaların %34 olduğu hesaplanmıştır. Ayrıca çalışmasında düşük fiyatlamayı

---

<sup>184</sup> Maher KOOLİ ve Jean-Marc SURET, The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence, Scientific Series, No:2001s-50, 2002, s.28-29.

<sup>185</sup> Jan Bo JAKOBSEN ve Ole Vagn SORENSEN, Decomposing and Testing Long-term Returns: An Application on Danish IPOs, European Financial Management, Vol. 7(3), 2001, s.393.

<sup>186</sup> Igor FİLATOTCHEV ve Kate BİSHOP, Board Composition Share Ownership and Underpricing of U.K. IPO Firms, Strategic Management Journal, Vol.23,2002, s.941.

etkileyen faktörlerde bir regresyon modeli ile incelenmiştir. Regresyonda, halka arz büyüklüğü, son 3 aylık getirisi, özelleştirme kapsamındaki bir şirket olup olmadığı, sıcak dönem piyasası arzı olup olmaması, aracı kurum büyüklüğü ve yer aldığı sektörün düşük fiyatlamaya etkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda halka arz büyüklüğünün düşük fiyatlamaya ters orantılı olduğu, özelleştirmenin ise düşük fiyatlamayı doğru orantılı olarak etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.<sup>187</sup>

Lee, Kuo ve Yen tarafından 2011 yılında çalışmada Tayvan'daki ilk halka arzların farklı piyasa koşullarındaki düşük fiyatlaması incelenmiştir. Çalışmada düşük fiyatlamaya neden olan değişkenler olarak denetçi şirketin gücü, piyasanın trendi ve piyasa riski regresyon analizi ile karşılaştırılmıştır. Bu amaçla Ocak 1997 ile Aralık 2007 tarihleri arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 433 şirketi analiz etmişlerdir. Borsanın içerisinde yer aldığı trendi; ayı piyasası, boğa piyasası ve durağan dönem olarak üç ana yöne bölerek değerlendirmişlerdir. Çalışma sonucunda, boğa piyasasında gerçekleşen ilk halka arzların ilk gün getirisi %46,61 iken ayı piyasasında gerçekleşen ilk halka arzlarda ilk işlem günü getirisi %13,12 oranında gerçekleşmiştir. Durağan dönem içerisinde denetçi kuruluşun gücü ne kadar yüksekse düşük fiyatlamasının o kadar düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca momentumun boğa piyasasında daha güçlü olduğu buna karşın risk algısının ise ayı piyasasında daha güçlü olduğu gözlemlenmiştir. Yapılan çalışmada piyasanın farklı koşullarının, düşük fiyatlamaya üzerindeki etkisinin önemli olduğu sonucuna varılmıştır.<sup>188</sup>

Thomakis, Nounis ve Gounopoulos'un 2012 yılında yapmış oldukları çalışmada Yunanistan'da 1994 ile 2002 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 254 şirketin kısa ve uzun dönemli fiyat performansı incelenmiştir. Çalışma sonucunda kısa dönemli düşük fiyatlamasının ikinci yıl sonuna kadar azalarak devam ettiği ancak üçüncü yıl itibariyle negatif getiriye döndüğü görülmüştür. Çalışmaya konu olan 254 şirketin ilk işlem günü

---

<sup>187</sup> Lalith P. SAMARAKOON, The Short-run Underpricing of Initial Public Offerings in the Sri Lankan Stock Market, *Journal of Multinational Financial Management*, 20(4), 2010, s.197.

<sup>188</sup> Jen-Sin LEE, Pi-Hsia YEN ve Chin-Tai KUO, Market States and Initial Returns: Evidence from Taiwan IPOs, *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(2), 2011, s.6-20.

getirisi %38, ilk yılın sonunda %40, ikinci yıl sonunda %13 ve üçüncü yıl itibariyle ortalama getirinin %-15 oranında gerçekleştiği hesaplanmıştır.<sup>189</sup>

Hearn 2014 yılında yapmış olduğu çalışmasında Kuzey Afrika ülkelerinde 2000 ile 2013 yılları arasında ilk halka arzı gerçekleştiren 86 şirketin fiyat performansını analiz etmiştir. Çalışma kapsamında Mısır, Tunus, Fas ve Cezayir sermaye piyasaları üzerine karşılaştırma yapılmıştır. Çalışma sonucunda ilk hafta itibariyle ortalama düşük fiyatlamaya Tunus için %27, Mısır için %22, Cezayir için %1 ve Fas'ta %19 olarak hesaplanmıştır. İkinci hafta sonu itibariyle gerçekleşen düşük fiyatlamalarda ilk hafta ile paralellik göstermiştir. Çalışmada düşük fiyatlamayı ekte eden bazı değişkenlerde test edilmiş ve duran varlıklar ile düşük fiyatlamaya arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.<sup>190</sup>

Aşağıdaki tabloda seçili ülkelerin düşük fiyatlaması üzerine yapılmış çalışmaların ilk gün ortalama getirileri özetlenmiştir. Tablo Ritter tarafından ilk defa 1994 yılında yapılan ve 54 ülkeyi incelemiş olduğu çalışmasının 2021 yılındaki güncellenmiş listesi üzerinden elde edilmiştir.

**Tablo 10: Seçili Ülkelerin Ağırlıklı Ortalama İlk Halka Arz Getirileri**

Ülke	Kaynak	Şirket Sayısı	Periyod	İlk Getiri (Ortalama)
Almanya	Ljungqvist; Rocholl;Vismara; Dealogic	840	1978-2020	21,8%
Amerika	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	13.718	1960-2021	17,5%
Arjantin	Eijgenhuijsen & van der Valk; Dealogic	30	1991-2018	5,7%
Avustralya	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Dealogic	2.377	1976-2021	20,5%
Brezilya	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito;Ushisima;Dealogic	310	1979-2019	29,6%
Çin	Chen, Choi, & Jiang; Jia, Xie, Zhang, & Ritter;Qian; Jin; Dealogic; Jia	4.648	1990-2021	170,7%

<sup>189</sup> Stavros THOMADAKIS, Christos P. NOUNIS ve Dimitrios GOUNOPOULOS, Long Term Performance of Greek IPOs, European Financial Management Journal, Vol.18, 2012, s.117-141.

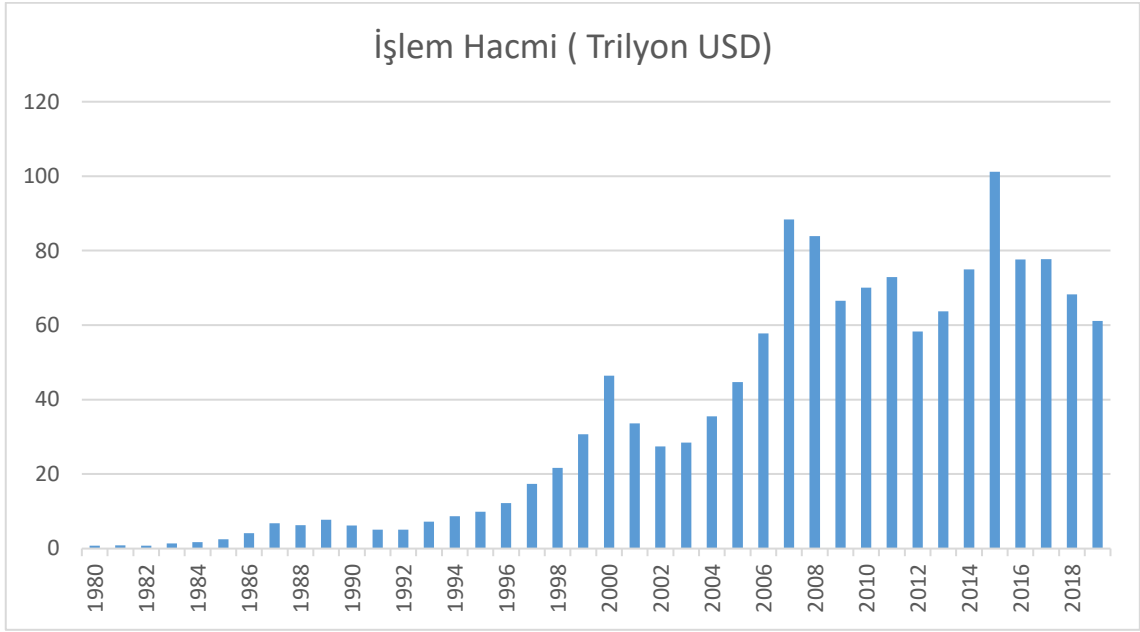
<sup>190</sup> Bruce HEARN, The Impact of Institutions Ownership Structure Business Angels Venture Capital and Lead Managers on IPO Firm Underpricing across North Africa, Journal of Multinational Financial Management, Vol.24, s.19-42.

Danimarka	Jakobsen & Sorensen; Dealogic	190	1984-2021	7,6%
İngiltere	Dimson; Vismara; Levis; Vismara; Doukas & Hoque; Khurshed	5.309	1959-2020	17,5%
İspanya	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera; Dealogic	204	1986-2021	9,5%
İsrail	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13,8%
İtalya	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara; Dealogic	413	1985-2018	13,1%
Meksika	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk; Villarreal	149	1987-2017	9,9%
Polonya	Jelic & Briston; Woloszyn; Sieradzki	350	1991-2019	11,7%
Türkiye	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu; Elma; Tanyeri, Ozturkkal, & Tirtiroglu	491	1990-2021	12,2%

**Kaynak:** <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-International.pdf> (08.12.2022)

## 2.4 Dünyada İlk Halka Arzlar

Dünya’da teknolojik gelişmeler her alanda olduğu gibi sermaye piyasalarında da tarafların hızlıca birbirlerini bulmasına olanak sağlayarak özellikle 1990’li yılların başından itibaren yatırımcıların borsalara olan ilgisinin artmasına ön ayak olmuştur. Pay senetlerinin kaydileştirilmesi ile borsa yatırımcılarının takas işlemleri kolaylaşmış ve bunun sonucunda borsalarda işlem yapan kişi sayısı ve işlem adetleri artmıştır. Aracı kurumların teknoloji yatırımları ile daha geniş bir müşteri kitlesine ulaşabilmesi borsalardaki tarafların artmasına yardımcı olmuştur. Borsa’da tarafları yatırım bankaları, yatırımcı ve ihraççılar oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmesi tüm tarafların hem maliyetlerinin düşmesine hem de tercihleri doğrultusunda sermaye araçlarına erişimlerini kolaylaştırmıştır.



**Grafik 1: Pay Senedi Borsalarında Toplam İşlem Hacmi**

**Kaynak:** <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD> (20.12.2022)

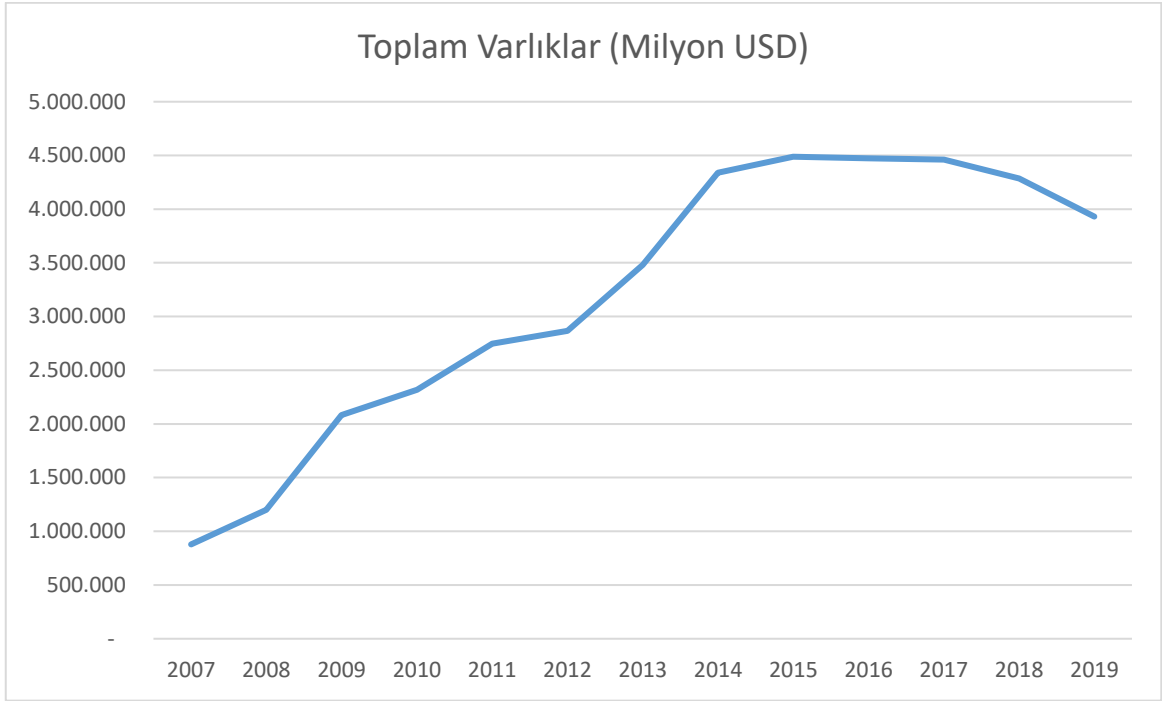
Yukarıdaki grafik ile 1980-2019 yılları arasındaki pay senedi takası hacim bilgisi yer almaktadır. Teknolojik gelişmelerin hızlandığı 1990’lı yılların ortalarından itibaren aracı kurum ve yatırım bankalarına erişimin dolayısıyla da borsalara erişimin kolaylaşması ile işlem hacimlerinde ciddi bir yükseliş gözlemlenmiştir. Grafikte teknolojik gelişimden bağımsız olarak yıllık işlem hacimlerinde düşüşlerin olduğu görülmektedir. Pay senedi borsalarındaki işlemlerin azalma eğilimi gösterdiği bu dönemler ekonomik krizler nedeni ile makro ekonomik göstergelerin bozulduğu ve bunun sonucunda finansal piyasalardaki risk iştahının azaldığı yıllardır. Bunların içerisinde belki de borsalar için en yıkıcısı doğrudan bir finansal kriz olması sebebiyle 2007 yılında ABD’deki ipotekli konut finansmanı piyasasındaki olumsuz gelişmeler ile başlayıp tüm dünyaya yayılan “mortgage” krizidir. ABD’de çıkan bu kriz, uluslararası rekabetin, teknolojik altyapı ve finansal inovasyonların en üst dereceye ulaştığı bir dönemde gerçekleşmesi ile 2008 yılı itibarıyla tüm dünyayı etkileyen bir küresel krize dönüşmüştür. Bu dönemde birçok ülke ekonomik aktivitelerinin canlanması amacıyla uluslararası kredi kuruluşlarından kredi kullanmıştır. Krizin ekonomik olumsuz etkilerinin yanı sıra finansal inovasyonun hızına yetişemeyen düzenleyici ve denetleyici kurumların da eksiklikleri fark edilmiş ve krizin tekrarlanmaması adına uluslararası iş

birliğine gidilmiştir. Başta bu amaçla 2009 yılında kurulan Finansal İstikrar Kurulu (FSB) olmak üzere birçok uluslararası kurumun ortak çalışmaları sonucunda ortaya sermaye yeterliliği, finansal varlıkların değerlendirilmesi, sistemik risk, ücretlendirme politikaları, tezgahüstü piyasalar, kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme kurumlarına dair birçok revizyon gerçekleştirilmiştir.<sup>191</sup>

Yapılan regülasyon çalışmaları ile gelecekte oluşabilecek benzer finansal krizlerin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ayrıca ABD’de başlayan ve başta Avrupa kıtası olmak üzere tüm ülkeleri etkileyen bu krizin etkilerinin azaltılması için kamu eliyle destekler verilmiştir. Uluslararası yapılan çalışmalar ve kamu eliyle finansal sektöre yönelik verilen destekler ile pay senedi piyasalarında yaşanan düşüş 2011 yılı itibariyle yerini toparlanmaya bırakmıştır. Küresel kriz öncesi 900 milyar USD civarında olan Amerika Merkez Bankası (FED) aktifinin hızla 2 trilyon USD seviyelerine yükseldiği ve 2011 yılı sonrasında da bilanço genişlemesinin devam ettiği görülmüştür. Bu parasal genişleme ile pay senedi piyasalarında toparlanma süreci hızlanmış ancak sermaye piyasalarının merkez bankalarına karşı olan kırılganlığı da artmıştır. Öyle ki grafik 1’de gördüğümüz üzere 2015 yılından sonrasında pay senedi işlemlerinde ki düşüşte FED’in bilançosunu küçültmeye başlayacağına dair sözlü yönlendirmesi ve devamında 2018 yılından itibaren FED’in 600 milyar USD tutarındaki varlık küçülmesi ile pay senedi borsalarındaki işlemlerin azalması, dolayısıyla yatırımcıların risk iştahındaki kırılganlığın artması bu duruma örnek gösterilebilir. Aşağıda yer alan grafik 2’de FED bilançosunun yıllar itibariyle değişimine yer verilmiştir.

---

<sup>191</sup> Türkiye Sermaye Piyasası 2010, TSPAKB Yayınları, No:56, Mayıs 2011, İstanbul

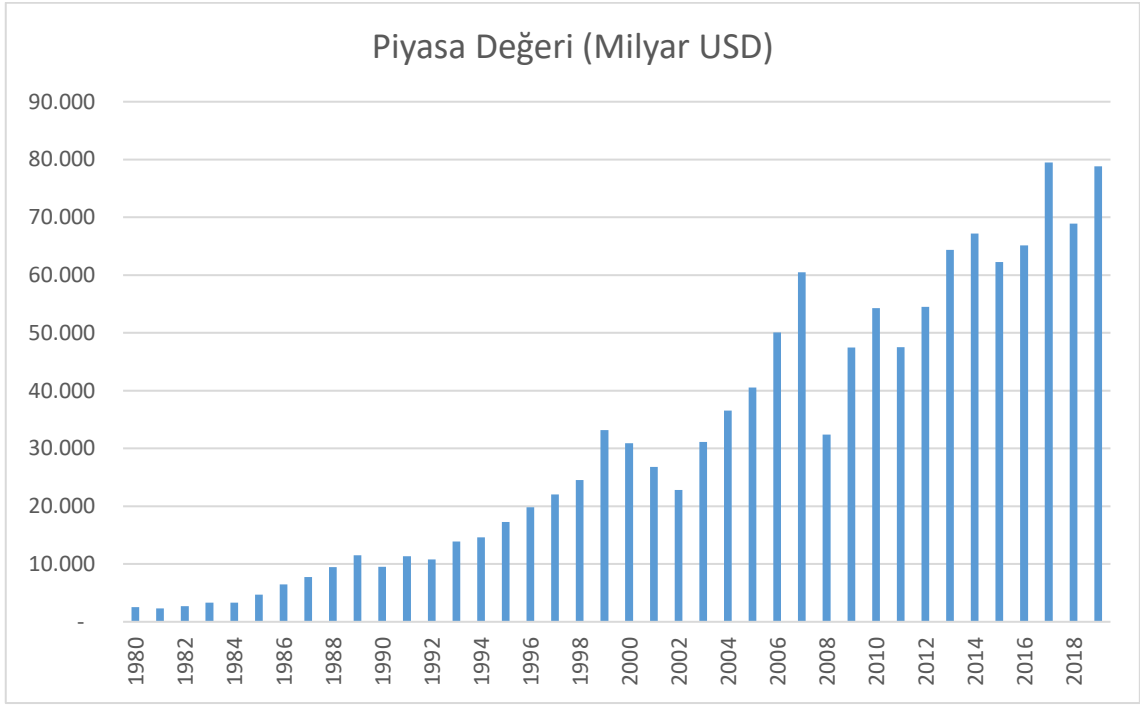


**Grafik 2: Amerika Merkez Bankası (FED) Bilançosu Yıllık Ortalaması**

**Kaynak:** [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends\\_accessible.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends_accessible.htm)

(20.12.2022)

Yukarı yer alan grafik 2’de görüldüğü üzere 2008 küresel krizinin, dünya ekonomisini bir darboğaza sürüklememesi amacıyla parasal genişlemeye gidilmiştir. FED bu anlamda kendi üzerine düşeni yaparak hem Amerikan ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmaya hem de Dünya piyasalarında oluşması muhtemel bir USD likidite krizinin önüne geçmeyi amaçlamıştır. Merkez bankalarının atmış olduğu bu adımlar küresel kriz ile birlikte sert düşüş yaşayan pay piyasalarının toparlanmasında yardımcı olmuştur. Dünya’da pay senedi borsalarının toplam değeri küresel kriz öncesi 60 Trilyon USD civarında iken krizle birlikte bu tutar neredeyse yarı yarıya düşmüştür. Ancak devam eden dönemde bahsedilen parasal genişleme politikaları ve finansal kuruluşlara verilen destekler ile kriz öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır. Bu yükselişte merkez bankalarının para tabanını genişletmesi ile artan varlıklarının gecikmeli bir etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Aşağıda yer alan grafik 3 ile dünya pay senedi borsalarında işlem gören şirketlerin toplam piyasa değerlerinin yıllar içerisindeki değişimi gösterilmiştir.



### **Grafik 3: Pay Senedi Borsalarında Toplam Piyasa Değeri**

**Kaynak:** <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (24.12.2022)

Dünya pay senedi borsalarının toplam piyasa değerlerinin yıllar itibariyle değişiminin gösterildiği grafik 3'te küresel kriz sonrası yaşanan çöküş ve devamında gelen parasal genişlemenin desteklediği toparlanma evresi görülmektedir. Bu kısımda dünyadaki ilk halka arzların dağılımına geçmeden önce küresel kriz sonrasında hayatımıza giren yeni finansal regülasyonlar, parasal genişlemeler, dünya borsalarında yaşanan ivme kaybı anlatılmaya çalışılmıştır.

Şirketleri halka arz olmaya teşvik eden temel dürtü sermaye piyasalarından elde edecekleri maksimum faydaya minimum maliyetle ulaşacak olmalarıdır. Ancak şirketlerin ilk halka arzlarının başarılı olmasında pay piyasalarının içerisinde yer almış olduğu genel konjonktür ve küresel trendler önem arz etmektedir. Daha önceki bölümlerde şirketlerin halka arzlarını başarı ile tamamlaması için gerekli koşullara ve bu halka arzların düşük fiyatlama anomalisine dair hipotezlere yer verilmiştir. Hatırlanacağı üzere sıcak piyasa hipotezinde şirketin düşük fiyatlanması ve başarılı bir halka arz geçirmesi halka arzın hangi piyasa koşullarında gerçekleştiği ile açıklanmaya çalışılmıştır. Sıcak piyasalar hipotezinden de anlaşılacağı üzere şirketlerin ilk halka

arzları için elverişli ortamın oluşmasında küresel ekonomik koşullar önem arz etmektedir. Pay piyasalarının yükseliş trendinde olduğu ve yeni yatırımcı girişleri ile pay piyasalarındaki işlem sayılarının yükseldiği dönemlerde ilk halka arzların da sayıları artmaktadır. Özellikle büyük halka arzların başarılı sonuçlanabilmesi için bu koşulların önemi büyüktür. Halka arz büyüklüğü arttıkça şirketlerin başarılı bir süreç geçirmesinde kurumsal yatırımcıların rolü artmaktadır. Burada bahsedilen kurumsal yatırımcılar; bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, vakıf ve dernekler olarak özetlenebilir. Bu yatırımcı kitlesinin büyük ölçekli halka arzların başarısındaki yeri göz ardı edilemeyecek derecede önemlidir. Bu yatırımcı grubunun ilk halka arzlara olan ilgisinin artmasında pay piyasalarının içerisinde yer aldığı trend ve uygulanan para politikaları etkili olmaktadır. Pay senetlerinin, bir vade içermeyen menkul kıymetler olması ve doğası gereği uzun vadeli yatırım araçları olmasından dolayı kurumsal yatırımcı grubunun ilk halka arzlara yönelimi likidite açısından kendilerini güvenli hissetmelerine bağlıdır. Bu nedenle para ve bankacılık krizlerinin yaşandığı dönemlerde büyük halka arzların gerçekleştirilmesinde çekinceler oluşmakta ve ilk halka arz sayısında düşüşler görülmektedir. Öyle ki küresel kriz öncesinde 2007 yılında Amerika’da gerçekleşen ilk halka arz sayısı 268 iken krizin etkisini gösterdiği 2008 ve 2009 yıllarında bu sayı sırasıyla 62 ve 79 ilk halka arz olarak gerçekleşmiştir. İlk halka arzların kriz öncesindeki sayısına ulaşması ise yaklaşık beş yıllık bir zaman almıştır. Özetle büyük çaplı ilk halka arzlar, genellikle borsanın iyimser ve yükselme trendinde olduğu dönemlerde gerçekleştirilebilmekte, böylece ilk halka arz piyasasının küresel ekonomik koşullara bağlılığı üst seviyeye çıkmaktadır.<sup>192</sup>

Çalışmamızın bu kısmında Dünya’daki önde gelen borsalarında gerçekleşen ilk halka arzlara yer verilmiştir. Gerek ulusal ölçekte gerekse uluslararası literatürde ilk halka arzlar üzerinde yapılan araştırmalarda Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) tarafından yayınlanan rapor ve istatistikler üzerinden çalışmalar yürütülmektedir. Bu nedenle çalışmamızda Dünya Borsalar Federasyonunun borsaları sınıflandırmasında kullandığı “Amerika, Asya-Pasifik ve Avrupa-Afrika-Ortadoğu” şeklindeki bölgesel ayırım olduğu

---

<sup>192</sup> Vahdettin Ertaş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 1998-2007 Yılları Arasında Halka Açılan Şirketlerin Hisse Senedi Performansı, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2012, s.62.

gibi tercih edilmiştir. Çalışmamızda, ilk halka arz piyasasına dair son yıllardaki değişimi gösterebilmek amacıyla Ocak 2012 ile Aralık 2020 tarihleri arasındaki periyod değerlendirilmiştir. Bu kapsamda Dünya Borsalar Federasyonunun yapmış olduğu sınıflandırılmaya sadık kalınarak ilk halka arzlar için gelişmeler üç ana başlık altında aşağıdaki bölümlerde açıklanmıştır.

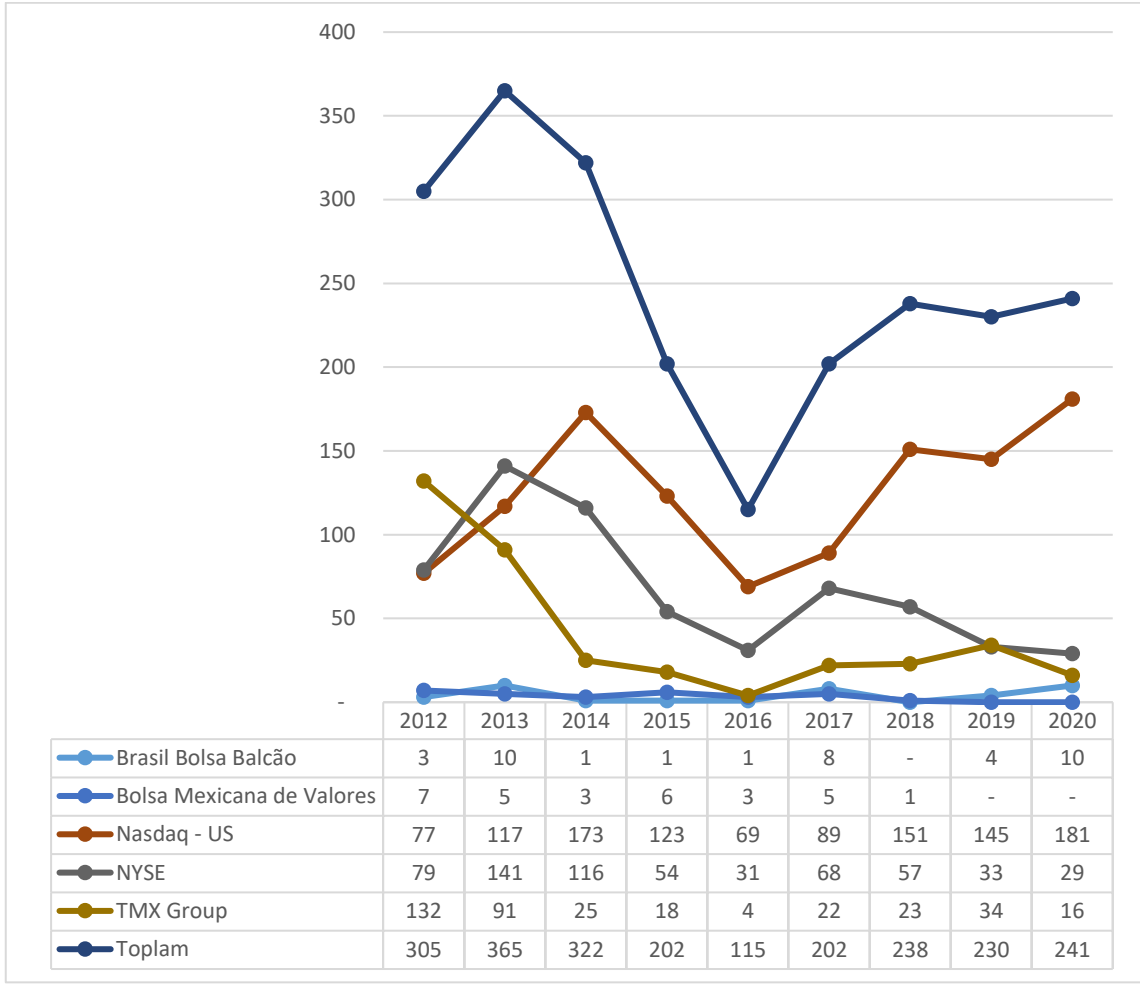
#### **2.4.1 Amerika Bölgesi Piyasalarında İlk Halka Arzlar**

Amerika hem ekonomik büyüklük hem de sermaye piyasalarının derinliği ile pay piyasaları alanında en gelişmiş ülke olarak öne çıkmaktadır. Dünyanın en büyük borsalarına sahip olan Amerika bu alandaki üstünlüğü yıllardır korumakla birlikte 1990'larda yakalamış olduğu ivmeyi yıllar içerisinde kaybetmiş ve görece eski önemini yitirmiştir. ABD ekonomisi 1990'lı yıllarda dünya gayri safi milli hasılasının (GSMH) ortalama %27'sini oluşturmakta iken tüm dünyada gerçekleşen ilk halka arzların da buna paralel olarak %27'sini gerçekleştirmekteydi. Ancak 2000'li yıllara gelindiğinde ABD ekonomisi dünya GSMH'sinin %30 seviyesini oluşturmasına karşın dünyada ilk halka arzların %12'lik bir kısmını gerçekleştirmiştir. ABD'nin piyasa kapitalizasyonu 2002-2007 yılları arasında dünya kapitalizasyonunun %41'ini oluşturmaktayken, ABD'li şirketlerin ilk halka arzlardan elde etmiş oldukları gelir dünyada yaratılan ilk halka arz gelirlerinin toplamının sadece %16,2 seviyesinde kalmıştır.<sup>193</sup>

Dünya Borsa Federasyonu'nun sağladığı açık kaynaklar ile hazırlanan aşağıdaki grafiklerde Amerika bölgesinin beş büyük borsasında gerçekleşen ilk halka arzların sayısı ve tutarı gösterilmiştir. İnceleme döneminde bölgede ilk halka arzların büyük bir kısmının ABD ve Kanada borsalarında gerçekleştiği ancak bunun yanı sıra Brezilya'nın da önemli tutarda halka arz gerçekleştirdiği gözlemlenmiştir. Grafikler oluşturulurken bölgenin beş büyük borsası göz önünden bulundurulmuş ancak alt toplamlar bölgenin tamamını kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. Bu yöntemi seçmemizin sebebi Amerika bölgesinde yer alan görece küçük borsalarda inceleme dönemi içerisinde çok az sayıda ve düşük tutarda ilk halka arz gerçekleşmiş olmasıdır.

---

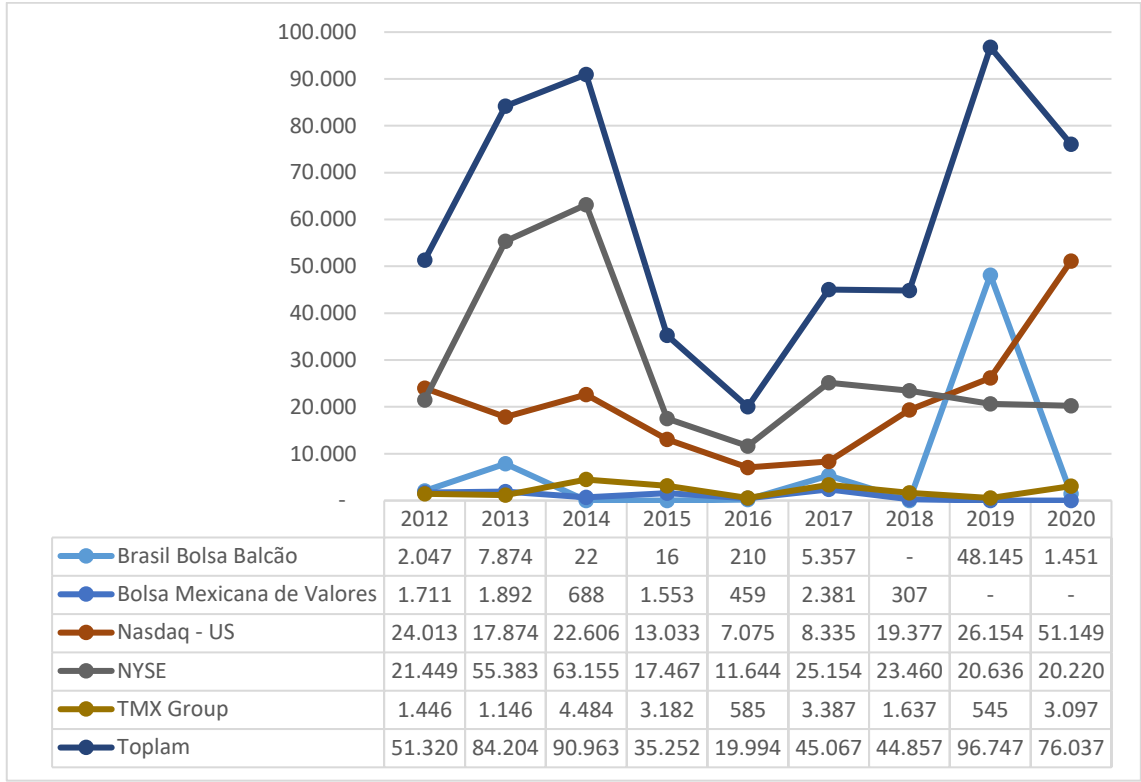
<sup>193</sup> Craig DOIDGE George ANDREW ve Karolyi René M. STULZ, The U.S. Left Behind: The Rise of IPO Activity Around the World, Fisher College of Business Working Paper, No:2011-03-008, s.1.



**Grafik 4: Amerika Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı**

**Kaynak:** WFE

Amerika bölgesinde gerçekleşen ilk halka arz sayıları yıllar içerisinde değişiklik göstermekle birlikte ilk halka arz olan şirketlerin büyük bir çoğunluğunun Amerika ve Kanada borsalarında kotasyon oldukları görülmektedir. Öyle ki 2020 yılında Amerika bölgesinde ilk halka arzını tamamlayan 241 şirketin 226'sının Nasdaq, NYSE ve TMX Group borsalarında gerçekleşmiş olması ABD ve Kanada piyasalarının bölgedeki dominantlığının bir göstergesidir.



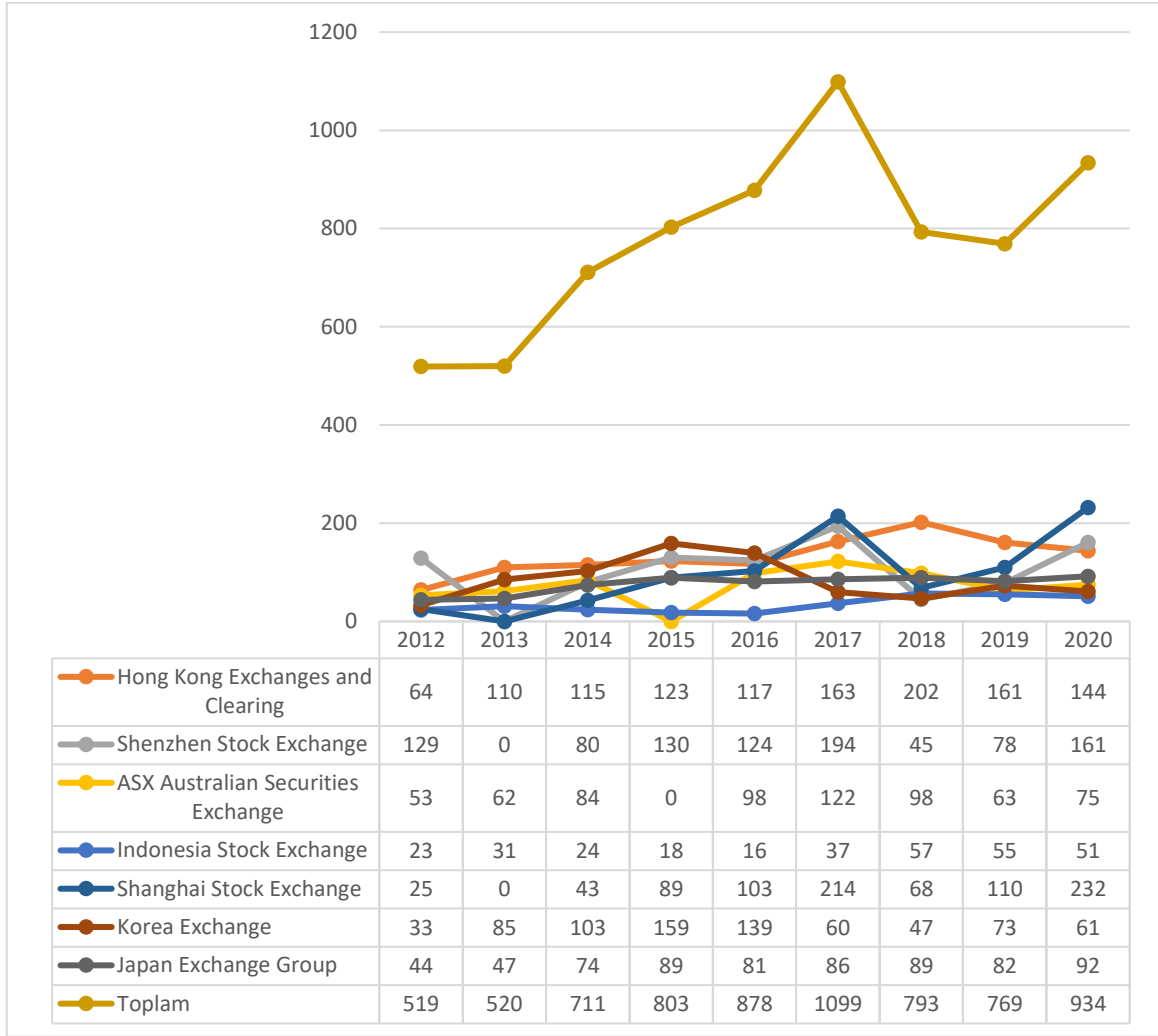
**Grafik 5: Amerika Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD)**

**Kaynak:** WFE

Daha önce açıklandığı üzere genel ekonomik koşulların ilk halka arz sayılarında ve tutarsal büyüklüklerinde ki etkisi grafik 5'in yıllar içerisindeki dalgalanması ile de gözlemlenmektedir. Özellikle Amerika Merkez Bankasının genişletici para politikalarına ara verdiği dönemde toplam halka arz büyüklüklerinin de dip noktaları görmesi bu tespitimizi güçlendirmektedir. Sayısal büyüklüğe paralel olarak tutarsal büyüklükte yine Amerika bölgesinde yer alan beş büyük borsa arasında dağılmıştır. New York Menkul Kıymetler Borsa'sının (NYSE) bu büyüklük içerisindeki payı yıllar içerisinde düşmüş ve yerini Nasdaq'a bıraktığı görülmektedir. Halka arz büyüklüklerinde dikkat çekici bir husus ise 2019 yılında Brezilya'da gerçekleşen Banco BMG'nin ilk halka arzıdır. Halka arz olduğu dönem itibariye yaklaşık 36,1 Milyar USD'lik halka arz büyüklüğü gerçekleşmiştir. İnceleme dönemi itibariyle Amerika Bölgesi için NYSE ve Nasdaq'ın büyük tutarlı halka arzlardaki üstünlüğünü koruduğu görülmektedir.

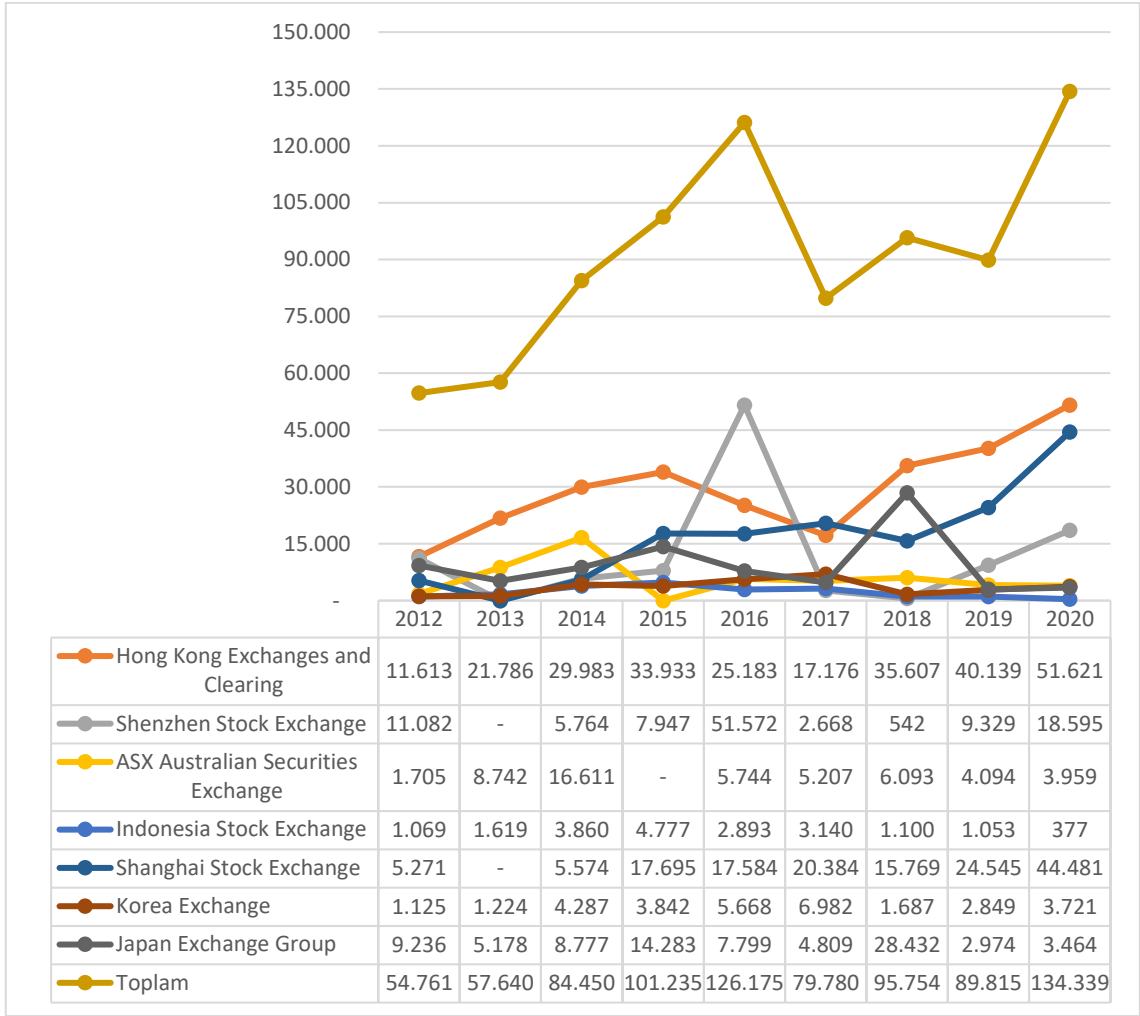
#### **2.4.2 Asya- Pasifik Piyasalarında İlk Halka Arzlar**

Dünya Borsalar Federasyonunun yapmış olduğu sınıflandırmaya göre Asya-Pasifik bölgesinde 22 adet borsanın yer aldığı görülmektedir. Ancak çalışmamızda Dünya'daki ilk halka arz verilerini incelerken majör piyasaları daha iyi anlatabilmek amacıyla çok az sayıda ya da hiç ilk halka arzın gerçekleşmediği yılların fazla olduğu küçük piyasalar aşağıdaki grafiğe dahil edilmemiştir. Aşağıdaki grafiklerde Asya-Pasifik bölgesindeki borsalarda ilk halka arzları gerçekleştiren şirketlerin sayılarına ve halka arz büyüklüklerine yer verilmiştir. Bölgenin en büyük yedi borsasının verileri incelenmiş ve alt dağılımları ile birlikte yer verilmiştir. Grafiklerdeki alt toplamlar bulunurken ise alt dağılımları grafikte yer almayan minör borsalarda toplama dahil edilmiştir. İlk halka arzlar açısından Asya-Pasifik bölgesinde yer alan majör borsaların verileri incelendiğinde bölgede gerçekleşen halka arzların %80'inden fazlasının bu borsalarda gerçekleştiği görülmektedir. Bu borsalar aşağıda yer alan grafik 6 ile özetlenmiştir.



**Grafik 6: Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı**  
Kaynak: WFE

Yukarı da yer alan grafik 6 incelendiğinde Çin borsalarında ilk halka arz olan şirketler açısından son yıllarda artan bir ivme olduğu görülmektedir. Şangay borsası yıllar içerisinde Asya piyasaları içerisinde ön plana çıkarak Hong Kong Borsasını bu anlamda geride bırakmıştır. Ancak aradaki fark Amerika Bölgesindeki kadar büyük olmadığı ve bölgenin halka arz sayıları bakımından majör borsaların birbirleri ile yakın bir ivme içerisinde olduğu ve Amerika bölgesindeki kadar dalgalanmaların olmadığı gözlemlenmektedir.



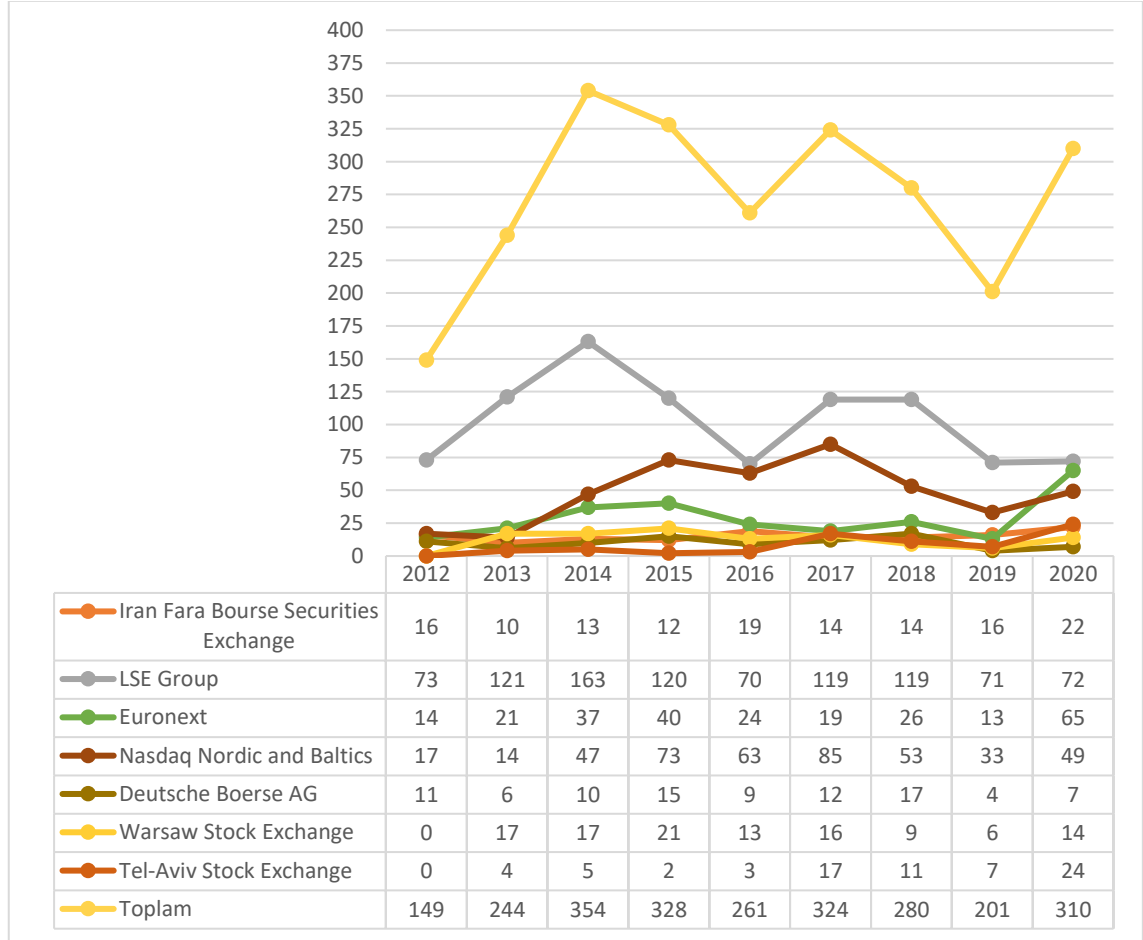
**Grafik 7: Asya-Pasifik Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD)**  
Kaynak: WFE

Asya-Pasifik bölgesindeki ilk halka arzların toplam büyüklüğü grafik 7’de görüldüğü üzere 2016 yılına kadar düzenli bir artış göstermiş ve buradaki bu yükseliş majör borsalar öncülüğünde gerçekleşmiştir. Daha önce bahsettiğimiz küresel ekonomik gelişmeler ile 2016 yılından sonra halka arz piyasalarında bir düşüş gözlemlenmiştir.

### 2.4.3 Avrupa- Afrika ve Ortadoğu Piyasalarında İlk Halka Arzlar

Dünya Borsalar Federasyonu’nun (WFE) en kapsamlı bölgesini Avrupa-Afrika ve Ortadoğu piyasaları oluşturmaktadır. WFE Kapsamında bölgede 39 borsanın dahil edildiği ve yıllar itibariyle toplam halka arz sayısı ve tutarının gösterildiği grafiklere aşağıda yerilmiştir. Grafiklerin oluşturulmasında esas aldığımız metodoloji bölgedeki tüm borsaları alt toplam içerisine dahil etmekle birlikte halka arz piyasalarının esas olarak

işlevsel olduğu Avrupa borsalarını birer alt dağılım olarak grafiğimize dahil ederek yıllar içerisindeki dalgalanmayı gösterebilmek şeklindedir. Borsa İstanbul bu bölge kapsamında yer almaktadır. Borsa İstanbul’da gerçekleşen ilk halka arzların sayısına ve büyüklüğüne ilk bölümde tablo 2’de yer verildiğinden bu kısımda sadece bölge toplamlarına dahil edilmiş ayrıca alt dağılım olarak grafikte gösterilmemiştir.

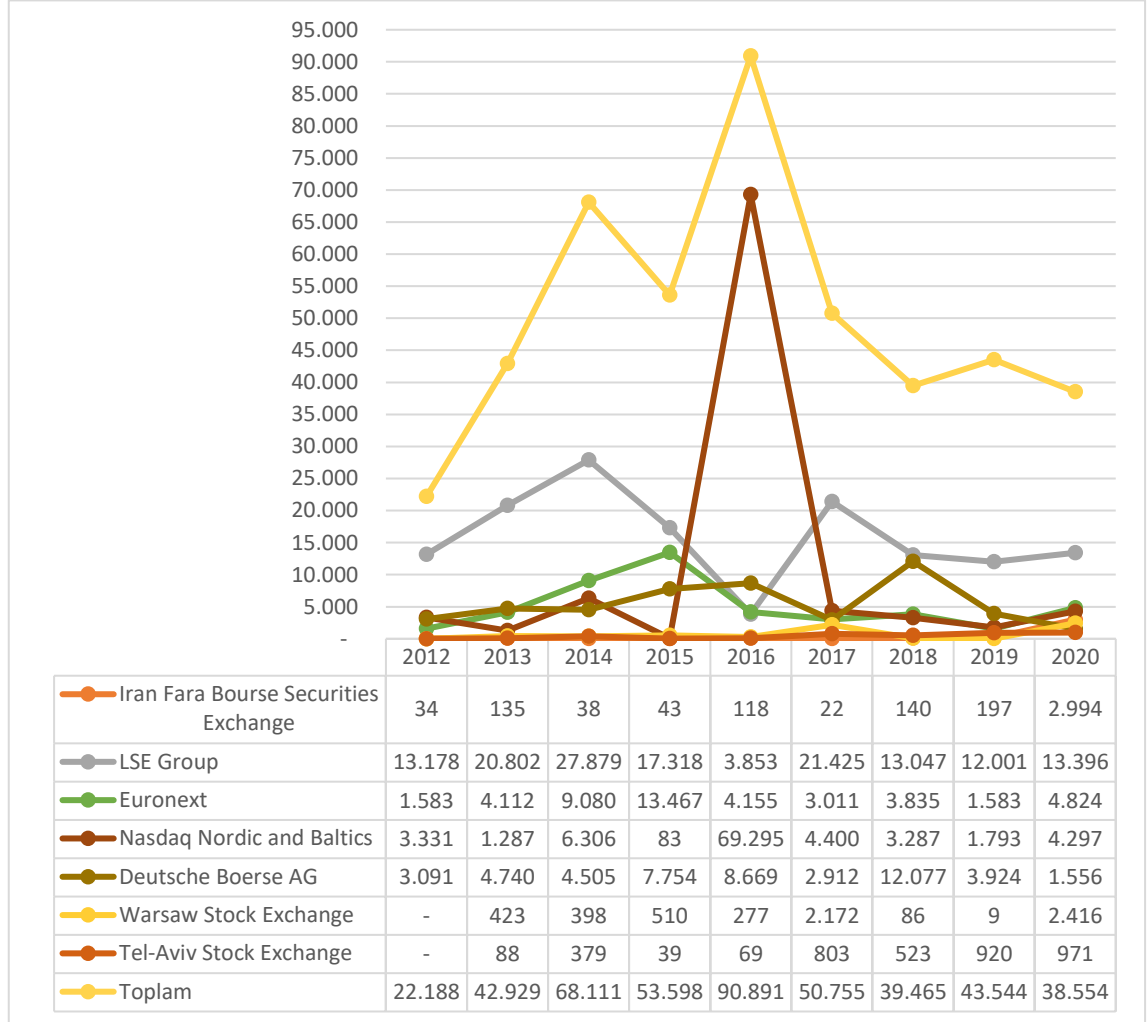


**Grafik 8: Avrupa-Afrika ve Ortadoğu Bölgesindeki İlk Halka Arz Sayısı**

**Kaynak:** WFE

Yukarıda yer alan grafik 8 incelendiğinde Avrupa bölgesinin ilk halka arz olan şirket sayılarında önemli bir üstünlüğü olduğu gözlemlenmektedir. Avrupa bölgesinde birçok borsa birleşmesi gerçekleşmiştir. Bu borsa birleşmeleri zaman içerisinde Londra Borsası’nın (LSE) bölgede üstünlüğünün azalmasına yol açmıştır. Borsa birleşmeleri ile Brüksel, Paris, Amsterdam ve Lizbon borsaları Euronext adı altında birleşmiştir. Danimarka, İsveç, İzlanda, Finlandiya, Estonya, Letonya, Litvanya ve Ermenistan

borsaları ise OMX grubu ile birleşmiştir. OMX grubunun 2008 yılında da Nasdaq tarafından satın alınması ile birlikte günümüzdeki Nasdaq Nordic and Baltics ismini almıştır.



**Grafik 9: Avrupa-Afrika ve Ortadoğu Bölgesindeki İlk Halka Arz Tutarı (Milyon USD)**

**Kaynak:** WFE

Yukarı da yer alan grafik 9 incelendiğinde yıllar itibariyle Londra Borsasının Avrupa'daki öncülüğü koruduğu görülmektedir. Yıllar içerisinde genel ekonomik görünüme paralel olarak halka arz büyüklüklerinde dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu dalgalanmalar içerisinde en göze çarpan ise 2016 yılında Danimarka'da gerçekleşen DONG Energy ve Nets'in halka arzları olmuştur. İki şirket bu dönemde yaklaşık 36,6

Milyar USD toplam halka arz büyüklüğü ile bölgenin en yüksek hacimli ihraçlarını gerçekleştirmiştir.

### **3.BÖLÜM: HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİ: BİR GAYRİMENKUL ŞİRKETİ ÖRNEĞİ**

#### **3.1 Uygulamanın Amacı, Şirket Değerleme Süreci ve Uygulanacak Yöntemler**

Bu bölümde yapılacak uygulamanın amacı bir gayrimenkul yatırım şirketinin Borsa İstanbul'da ilk halka arzını gerçekleştirmek istemesi durumunda halka arz fiyatının tespitidir. Çalışmamızın ilk bölümünde anlatılan halka arz sürecinin izahname ile birlikte en önemli aşamasını, şirketin özsermaye (piyasa) değerinin tespiti oluşturmaktadır. Bu nedenle ilk iki bölümde teorik ve kuramsal olarak anlatılmaya çalışılan halka arz ve şirket değerlendirme kavramlarına üçüncü bölüm itibariyle ülkemizde faaliyet gösteren bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi üzerinden halka arz fiyatının hesaplanması adımları üzerine bir uygulama yapılmıştır.

Çalışma kapsamında analiz edilecek şirketin gayrimenkul sektöründen seçilmesinin temelde iki nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerden ilki gayrimenkul sektörünün, alışveriş merkezi (AVM) ve perakende sektörü, turizm ve otel, ofis, lojistik ve konut sektörlerini içerisinde bulundurması ve ülke ekonomimizin bu anlamda lokomotif sektörlerinden biri olmasıdır. İkinci nedeni ise ülkemizin diğer uluslararası anlamda rekabetçi sektörleri olan enerji, bankacılık ve otomotiv sektörleri üzerine literatürde halka arz fiyatlaması çalışmaları bulunmakla birlikte gayrimenkul sektörü üzerine böyle bir çalışmanın yer almamasıdır. Bu çalışmamız ile bir gayrimenkul yatırım ortaklığının halka arzında özsermaye değerinin tespiti ve halka arz fiyatının bulunması konusunda literatüre katkı sağlamak amaçlanmıştır. Bu amaçla ülkemizde faaliyet gösteren Mistral GYO'nun halka açık ve SPK mevzuatına uygun şekilde hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo ve raporları üzerinden bir çalışma yürütülmüştür.

Uygulama kapsamında şirket değerlemesinin hangi yöntemler ile yapılacağı ve süreç içerisinde izlenmesi gerek yol haritası şu şekilde sıralayabiliriz:

- Şirket yapısı iyi bir şekilde analiz edilmeli, genel ekonomi ve içerisinde yer aldığı sektörün özellikleri değerlendirme kapsamında olmalıdır.

- Şirketin faaliyetleri sonucunda yarattığı değeri en iyi temsil edebilecek değerlendirme yöntemleri üzerinden çalışma yapılmalıdır.
- Şirket ile aynı faaliyet kolunda yer alan ve halka açılmış şirketlerin halka arz ve fiyat tespit süreçleri incelenmeli. Hangi metodoloji ile şirket değerlemesinin yapıldığı analiz edilmelidir.
- Geleceğe dair ekonomik veri tahminleri yapılmalı. Bu tahminler yapılırken mümkün olduğunca geniş kitlelerce kabul gören Bloomberg anketleri veya Orta Vadeli Plan (OVP) gibi resmî kurumlarca yapılan çalışmalar baz alınmalıdır.

Bu kapsamda şirketimizin içerisinde yer aldığı gayrimenkul sektörü incelenmiş ve şirket değerlemesinde kullanılan değerlendirme yöntemleri aşağıdaki tablo ile özetlenmiştir. Tablo sütununda yer alan şirket değerlendirme yöntemleri olan net aktif değer (NAD), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), piyasa değeri/net aktif değer (PD/NAD) ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemlerinden hangi ya da hangilerinin şirketin pay başına değeri bulunurken yapılan değerlendirme çalışmasına dahil edildiği gösterilmiştir.

**Tablo 11: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Şirketlerinin Değerlemesinde Kullanılan Yöntemler**

Şirket Adı	YIL	NAD	PD/NAD	PD/DD	İNA
EYG GYO A.Ş.	2022	✓	✓		
Şeker GYO A.Ş.	2022	✓		✓	✓
DAP GYO A.Ş.	2022				✓
Pasifik GYO A.Ş.	2021	✓			
Kızılbük GYO A.Ş.	2021	✓	✓	✓	
Ziraat GYO A.Ş.	2021	✓		✓	✓
Peker GYO A.Ş.	2018	✓	✓	✓	✓
Trend GYO A.Ş.	2018	✓			
Körfez GYO A.Ş.	2014	✓	✓	✓	
Halk GYO A.Ş.	2013	✓	✓	✓	✓
Servet GYO A.Ş.	2013	✓			✓
Özak GYO A.Ş.	2012	✓		✓	
Kiler GYO A.Ş.	2011	✓			✓
Akfen GYO A.Ş.	2011	✓			✓

Reysaş GYO A.Ş.	2010	✓			✓
Torunlar GYO A.Ş.	2010	✓			✓
Emlak Konut GYO A.Ş.	2010	✓			✓

**Kaynak:** KAP-Şirket Fiyat Tespit Raporları

Yukarıda yer alan tablo 11’de gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin halka arz fiyatları belirlenirken analistlerce tercih edilen değerlendirme yöntemleri gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde gayrimenkul şirketlerinin değerlemesinde net aktif değer tek başına ya da birden fazla değerlendirme yöntemi ile birlikte de olsa analistlerce genelde tercih edildiği görülmektedir. Bunun yanında piyasa değeri/defter değeri ve indirgenmiş nakit akımları yöntemleri de gayrimenkul yatırım ortaklığı özsermaye değerinin hesaplanmasında sıkça tercih edilen yöntemler olduğu görülmektedir. Bu bölümde yapacağımız çalışmamızda genel olarak kabul görmüş ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında tebliğ hükümleri doğrultusunda Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde yer alan değerlendirme yaklaşımları tercih edilmiştir. Bu kapsamda geçmiş değerlendirme çalışmaları da göz önünde bulundurularak aşağıdaki yaklaşım ve yöntemlerin şirket değerlemesinde birlikte kullanılması tercih edilmiştir. Bunlar:

1. Maliyet Yaklaşımı

- Net Aktif Değer Yöntemi

2. Pazar Yaklaşımı

- Çarpan Analizi Yöntemi (piyasa değeri/defter değeri)

3. Gelir Yaklaşımı

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Uygulama çalışmamızda şirketin 2022 yıl sonu finansal tabloları üzerine değerlendirme çalışması yapılmış olup önceki iki döneme (2020/12 ve 2021/12) ait bağımsız denetimden geçmiş bilanço ve gelir tabloları da analiz edilmiştir. Şirket portföyünde yer alan gayrimenkuller incelenirken yine aynı döneme ait faaliyet ve değerlendirme raporlarından yararlanılmıştır. Ayrıca sektör bilgileri elde edilirken Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Gayrimenkul Yatırımcıları Derneğinin (GYODER) yapmış olduğu araştırma çalışmaları ve sağladıkları veriler esas alınmıştır.

### 3.2 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Şirket, Mistral Yapı Gayrimenkul Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak 2012 yılında İzmir’de kurulmuştur. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 19 Şubat 2016 tarihli Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’na dönüşüm izni ile ticaret unvanını 7 Mart 2016 tarihli Olağanüstü Genel Kurul ile Mistral GYO olarak değiştirmiştir. Çalışmamızın devamında şirket için kısaca Mistral GYO olarak adlandırılmıştır.

Mistral GYO’nun ana faaliyet konusunu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı hak ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi Sermaye Piyasası Kurulu’nun gayrimenkul yatırım ortaklıkları için ilgili tebliğ ve düzenlemelerinde belirttiği yazılı esaslar oluşturmaktadır. Mistral GYO’nun faaliyetlerinin amacı, İzmir’de orta ve üst segmente hitap eden projeler geliştirmek ve bu gayrimenkul projelerinden satış ve kira geliri elde etmektir. Bu kapsamda şirketin portföyünde yer alan varlıklar hakkında aşağıda kısaca bilgi verilmiştir.

- a) **Mistral İzmir Projesi:** İzmir / Konak mersinli mahallesinde ana taşınmazı 8625 ada, 7 parselde bulunan arsa üzerinde yer alan rezidans, otel, ofis ve çarşı olarak adlandırılan alışveriş merkezi alanlarından oluşmaktadır. Mistral izmir projesi, Konak ilçesi içerisinde kent merkezine yakın bir konumda yer almaktadır. Proje içerisinde toplamda 38 adet dükkân, 1 adet Fitness Center, 153 adet ofis, 110 adet rezidans ve 96 odalı otel bulunmakta olup iki farklı kuleyi içermektedir. Projeye dair metrekare bilgileri şu şekildedir: Toplam inşaat alanı 117.404 m<sup>2</sup>, çarşı kullanım alanı toplam 2 katta 9.080 m<sup>2</sup>, çarşı kiralanabilir alan 7.070 m<sup>2</sup>, ofis kullanım alanı zemin ve üzerine 47 kattan oluşmakta olup toplam 21.455 m<sup>2</sup>, konut kullanım alanı zemin ve üzerine 37 kattan oluşmakta olup toplam 21.455 m<sup>2</sup> ve otel kullanım alanı ise 6.700 m<sup>2</sup>’dir. Mistral İzmir projesinde 154 metre yüksekliğinde ve çatı dahil 38 katlı “otel-konut kulesi” ile 216 metre yüksekliğinde çatı katı dahil 48 kattan oluşan ofis kulesi yer almaktadır. Proje kapsamındaki AVM alanı, otopark, sığınak ve Fitness Center kulelerin bodrum katlarında yer almaktadır.

- b) **Mersinli mahallesinde 2 adet arsa (“Mersinli Arsa”)**: Şirketin portföyünde, 2015 yılında alınan, İzmir/Konak Mersinli Mahallesinde bulunan 8623 ada 8 parsel numaralı 2.268 m<sup>2</sup>'li “Arsa” vasıflı taşınmazın 6667/10000 hissesi ve 8263 ada 12 parsel numaralı 2.128 m<sup>2</sup>'li “Arsa” vasıflı taşınmazın 2/3 hissesi bulunmaktadır. Söz konusu arsanın üzerinde mevcutta bir yapı bulunmamakla beraber, gayrimenkul piyasasında oluşacak talebe göre hem konut hem de ofis içeren yapılarının yer aldığı yeni gayrimenkul projeleri geliştirilebilecektir. İki parselden oluşmakta olan arsalar, ulaşılabilirliği ve görülebilirliği yüksek bir noktada olan yeni kent merkezi içerisinde yer almaktadır.
- c) **Mersinli mahallesinde 1 adet arsa (“Çınarlı Arsa”)**: Şirketin portföyünde, 2015 yılı içerisinde alınan 8554 ada 6 parsel numaralı 5.954 m<sup>2</sup>'li “Arsa” vasıflı taşınmazın tamamı bulunmaktadır. Söz konusu arsa üzerinde herhangi bir gayrimenkul yer almamakta olup mevcutta tır parkı olarak kullanılmaktadır. Gelecekte oluşacak olası gayrimenkul taleplerine göre bu arsa için de yeni proje geliştirilebilecektir. Şirketin arsa üzerinde hastane ve ofis projesi geliştirme düşüncesi bulunmaktadır. Taşınmaz, ulaşılabilirliği ve görülebilirliği yüksek bir konumda bulunmakta olup yeni kent merkezi içerisinde yer almaktadır.

Şirketin mevcut sermaye yapısı 200.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı içerisinde tamamı ödenmiş 134.219.462,34 TL'lik çıkarılmış sermayeden oluşmaktadır. Söz konusu çıkarılmış sermayenin dağılımı aşağıdaki tablo ile özetlenmiştir.

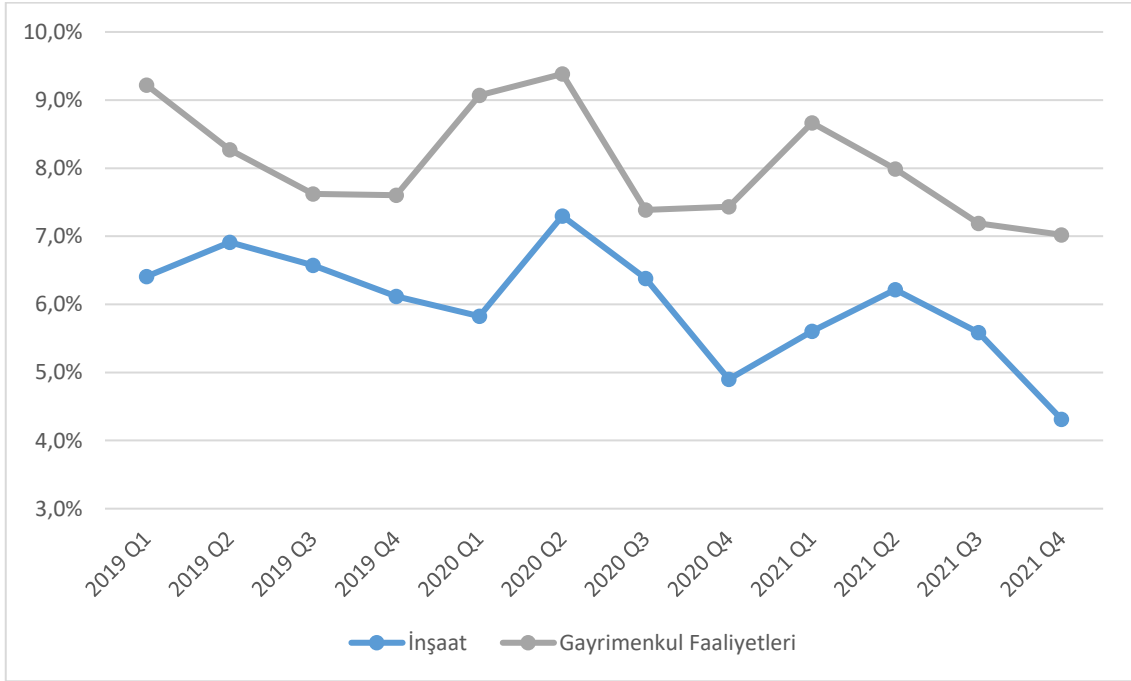
**Tablo 12: Mistral GYO Sermaye Yapısı**

Ortağın Adı/Ticaret Unvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Önder Türkkani	40.448.785,28	30,14
Haydar İnaç	33.093.212,25	24,66
Diğer	60.677.464,81	45,2
Toplam	134.219.462,34	100

**Kaynak:** KAP

### 3.3 Sektör Hakkında Genel Bilgi

Şirket, içerisinde ticari gayrimenkul, AVM, turizm-otelcilik, perakende sektörü ve konut sektörünü barındıran gayrimenkul faaliyetleri sektörlerinde yer almaktadır. Gayrimenkul sektörü, 2020 yılın başı itibariyle etkinliğini arttırarak tüm dünyayı etkileyen Covid-19 salgınından önemli derecede etkilenmiştir. Bu dönemde AVM'lerin kapatılması, sokağa çıkma yasakları, hibrit çalışma modeli ile birlikte ofislerin boş kalması, otel hizmet faaliyetlerinin durması, restoran ve kafe gibi eğlence, yemek hizmeti veren mekanlara yönelik kısıtlamalar ile ticari gayrimenkul sektörü olumsuz etkilenmiştir. Öyle ki TÜİK verilerine göre gayrimenkul faaliyetlerinin GSYH'daki payı 2020'nin ilk çeyreğinde %9,1 iken 2021'in dördüncü çeyreği itibariyle %7 seviyesine gerilemiştir. TÜİK tarafından ilgili çeyreği takip eden ikinci ay açıklanan gayrisafi yurt içi hasıla (GSYH) verilerine göre inşaat ve gayrimenkul faaliyetlerinin çeyreksele değişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

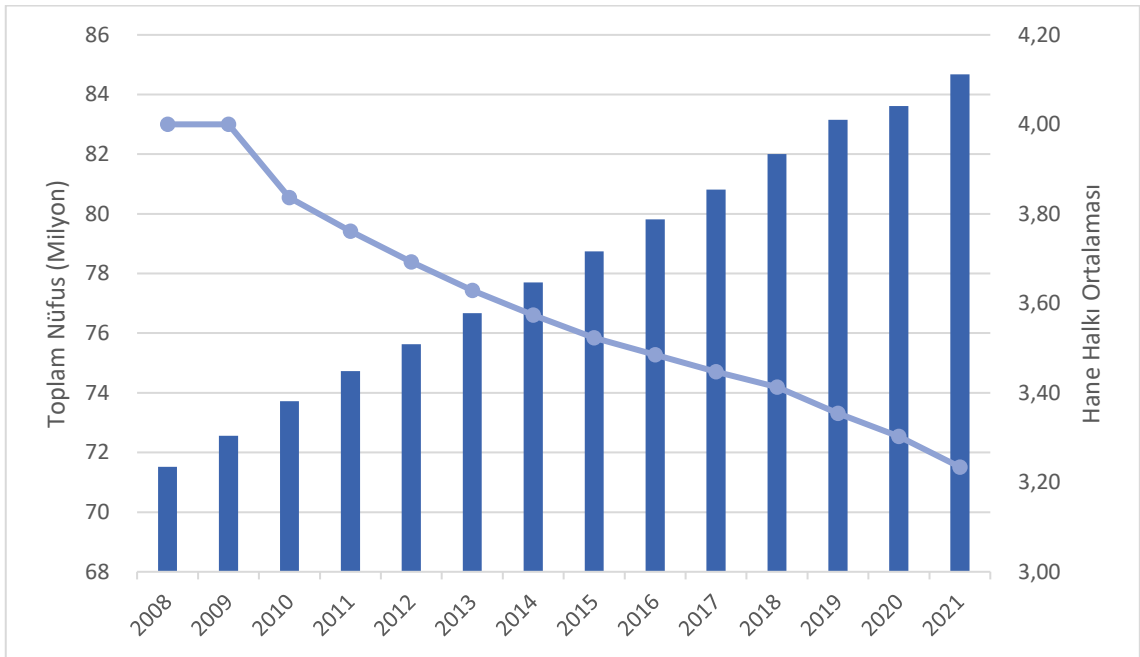


**Grafik 10: İnşaat ve Gayrimenkul Faaliyetlerinin GSYH'daki Payı**

**Kaynak: TÜİK**

Sektörün ekonomik büyüklükteki payı son yıllarda ivme kaybetmiş olmakla birlikte ülkemizin değişen sosyal ve demografik yapısı gelecekte muhtemel talep artışı potansiyellerini de beraberinde getirecektir. Yıllar içerisinde ülkemizdeki hane

halkındaki ortalama kişi sayıları azalmış ve bireysel yaşamda bir artış grlmştir. Bu durum beraberinde bireysel konut talebinin artmasına ve gelecekte devam edecek taleplerin de sektörün büyüme potansiyelini devam ettirmesinde etkili olacaktır. TK verilerine göre 2014 yılında hanehalkı tiplerinin %13,9'unu tek kişilik haneler oluştururken 2021 yılına gelindiğinde bu oran %18,9 seviyelerine yükselmiştir.<sup>194</sup> Aşağıdaki grafikte gayrimenkul sektörüne dair gelecekte oluşabilecek talep potansiyelini gösterebilmek amacıyla yıllık toplam nüfus ve ortalama hanehalkı büyüklüğü TK'in açıkladığı veriler aracılığıyla oluşturulmuştur.

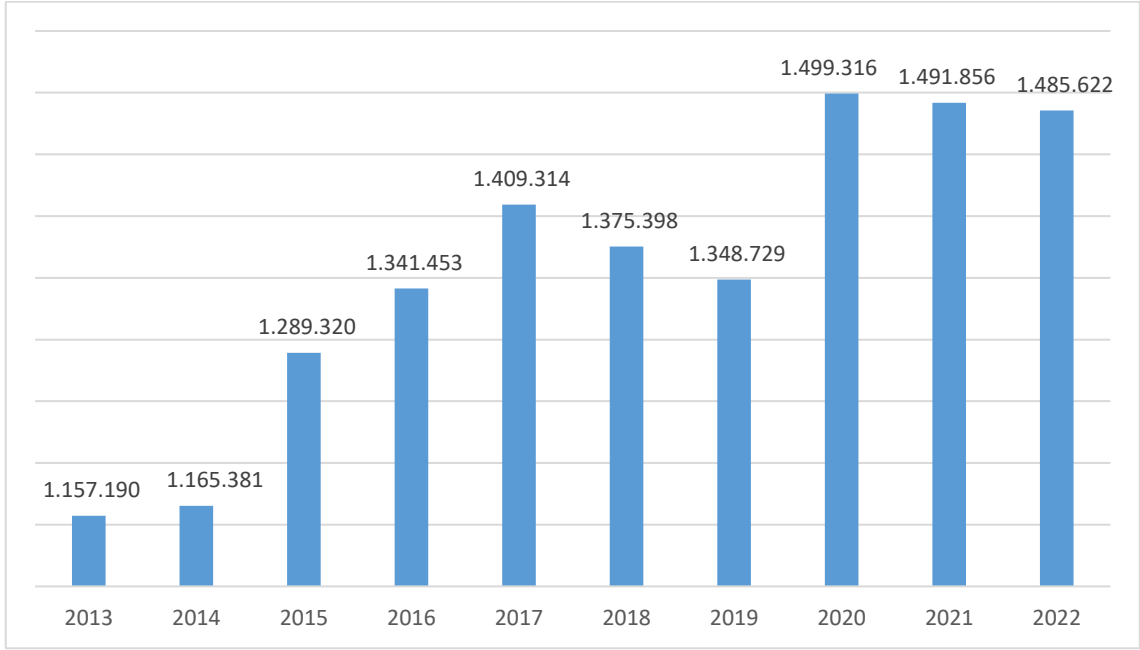


**Grafik 11: 2008-2021 Toplam Nüfus ve Ortalama Hane Halkı Büyüklüğü**  
Kaynak: TK

Mistral GYO, gayrimenkul sektörü içerisinde hem ticari üniteleri hem de orta üst segment konut projeleri geliştirerek karma konut segmentinde faaliyet göstermektedir. Konut sektörü özellikle ipotekli satışlar açısında kredi faizlerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Kredi faizlerinin yüksek seyrettiği 2018 ve 2019 yıllarında ipotekli satışlar baskı altında kalırken 2020 yılı ortalarından itibaren Covid-19'un ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması için atılan adımlar gayrimenkul sektörü içinde konut satışlarında artışı beraberinde getirmiştir. 2020 yılının ikinci çeyreğinden itibaren

<sup>194</sup> Türkiye İstatistik Kurumu, Haber Bülteni, 12 Mayıs 2022, Sayı: 45632

düşen konut kredisi faizleri ve kamu bankalarının önderliğinde uygulanan kredi teşvikleri ile konut satışlarında yeni zirveler görülmüştür. Aşağıda yer alan grafikte 2017 yılı sonrasında azalmakta olan konut satış sayılarının 2020 yılında covid-19 nedeni ile uygulanan tedbirlere ve sokağa çıkma yasaklarına rağmen arttığı görülmektedir.



**Grafik 12: Konut Satışı (Adet)**  
**Kaynak: TÜİK**

Konut satış sayılarının yıllar içerisindeki değişimi yukarıda yer alan grafik 12 ile gösterilmiştir. Konut satışlarında yıllar içindeki dalgalanma konut satışlarının şekil ve durumlarında da zaman içerisindeki ağırlıkların değişmesinde de kendini göstermektedir. Konut satışlarının şekli ipotekli ve diğer satışlar olarak sınıflandırılmaktadır. Konut satışlarının durumu ise satılan konutun sıfır olup olmasına göre sınıflandırılmakta ve istatistikler TÜİK tarafınca konut satışlarının alt dağılımı olarak paylaşılmaktadır. Aşağıda yer alan tablo 13 ile konut kredisi faizlerinin görece yüksek seyrettiği dönemlerde ipotekli satışların payının toplam içerisinde %30'ların altında kaldığı ancak özellikle kamu bankaları önderliğinde verilen kredi teşviklerinin görüldüğü dönemlerde bu payın %35'li seviyelerin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Ayrıca ikinci el satışların toplam içerisindeki payının yıllar içerisinde düzenli olarak arttığı görülmektedir. Öyle ki

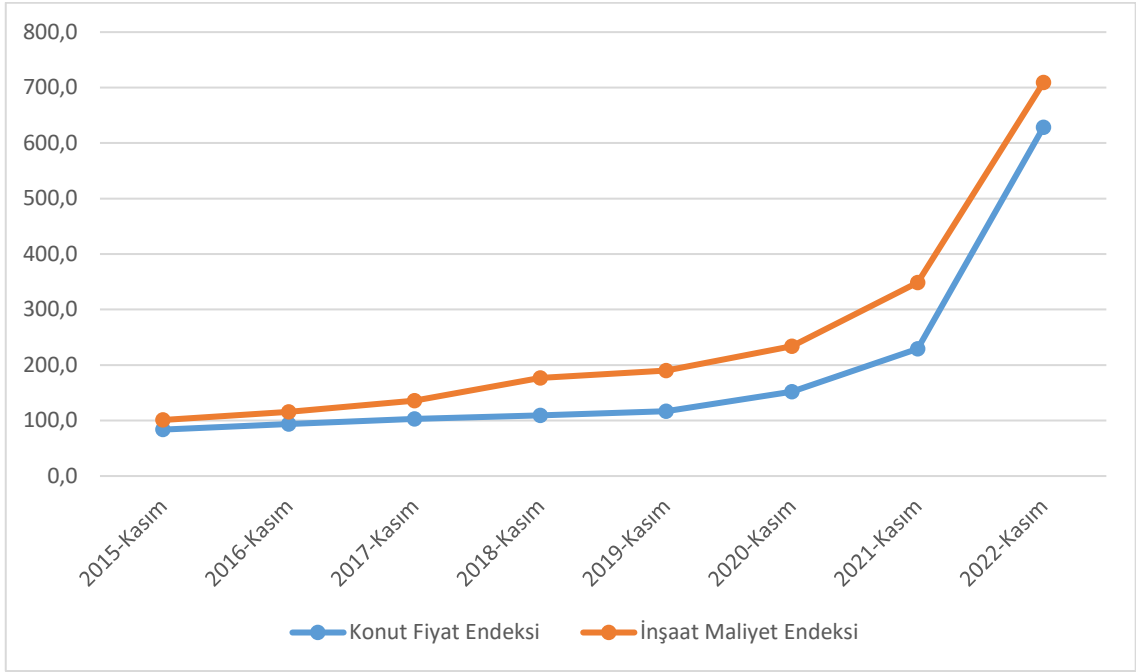
2013 yılında ikinci el konutların toplam içerisindeki payı %54,3 iken 2022 yıl sonu itibariyle bu oran %69 seviyesine yükselmiştir.

**Tablo 13: Satış Şekline ve Durumuna Göre Konut Satış Sayısı**

Yıllar	İpotekli Satış		Diğer Satış		İlk El Satış		İkinci El Satış	
	Adet	Pay (%)	Adet	Pay (%)	Adet	Pay (%)	Adet	Pay (%)
2013	460.112	39,8	697.078	60,2	529.129	45,7	628.061	54,3
2014	389.689	33,4	775.692	66,6	541.554	46,5	623.827	53,5
2015	434.388	33,7	854.932	66,3	598.667	46,4	690.653	53,6
2016	449.508	33,5	891.945	66,5	631.686	47,1	709.767	52,9
2017	473.099	33,6	936.215	66,4	659.698	46,8	749.616	53,2
2018	276.820	20,1	1.098.578	79,9	651.572	47,4	723.826	52,6
2019	332.508	24,7	1.016.221	75,3	511.682	37,9	837.047	62,1
2020	573.337	38,2	925.979	61,8	469.740	31,3	1.029.576	68,7
2021	294.530	19,7	1.197.326	80,3	461.523	30,9	1.030.333	69,1
2022	280.320	18,9	1.205.302	81,1	460.079	31,0	1.025.543	69,0

**Kaynak:** TÜİK

Yukarıda yer alan tablo 13’de ikinci el konut satışlarının yıllar içerisinde arttığı bunun yanı sıra ipotekli satışların ise azaldığı görülmektedir. Bunun nedeni ise son yıllarda hızla artan konut fiyat endeksi ve konut kredisi faiz oranlarıdır. Konut kredi kampanyalarının kamu bankaları ile sınırlı kalması, faiz oranlarında düşüşün bir süreklilik yerine dönemsel kampanyalar şeklinde gerçekleşmesi ipotekli satışların toplam içindeki payının stabil olmamasına neden olmuştur. Konut kredisi kampanyaları ile doğrudan ilişkili olan sıfır konut satışları da buna paralel olarak yıllar içerisinde azalmıştır. Ayrıca konut fiyat endeksinin son yıllardaki hızlı artışı yatırım amaçlı konut alımlarını arttırmış. Bu oluşan yeni talep ise konut kredi kampanyalarından doğrudan etkilenmeyen ve yatırımcıların banka kredisinden ziyade nakit para ile taleplerini gerçekleştirdiği ikinci el konut piyasasına olmuştur. Aşağıda yer alan grafikte konut fiyat ve inşaat maliyetleri endekslerinde yıllar içerisinde gerçekleşen değişim gösterilmiştir.

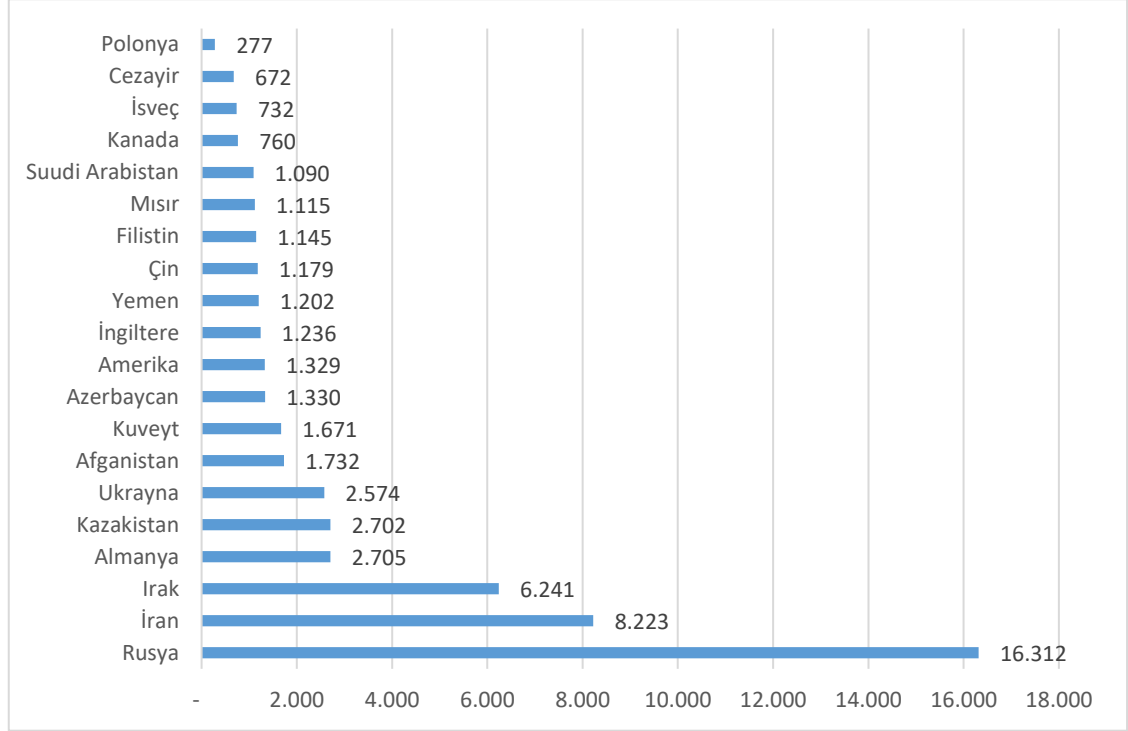


**Grafik 13: Konut Fiyat ve İnşaat Maliyet Endeksi**

**Kaynak:** TCMB, TÜİK

Yukarıda yer alan grafik 13'te görüldüğü üzere inşaat maliyet endeksi son yıllarda önemli ölçüde artmıştır. Bu artışta döviz kurlarındaki yükseliş, enerji ve demir-çelik maliyetlerindeki artış etkili olmuştur. 2022 yılı kasım ayında konut fiyat endeksindeki değişim bir önceki yılın aynı ayına göre %174,3 seviyelerinde gerçekleşmiştir. TCMB'nin yayınlamış olduğu 2022 kasım ayı konut fiyat endeksi raporuna göre en yüksek yıllık değişim gösteren iller Akdeniz bölgesinde yer almaktadır. Öyle ki Antalya, Burdur, Isparta illerinin yıllık değişimi %214,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu illerdeki konut fiyat endeksinin ortalamasının ciddi oranda üzerinde artmasında 2022 yılı başında Rusya'nın Ukrayna'ya karşı başlatmış olduğu askeri operasyonların önemli ölçüde etkisi olmuştur. Yaşanan döviz kurlarındaki artışın yanı sıra Rusya ile Ukrayna arasında yaşanan askeri operasyonlar 2022 yılında yabancıya konut satışlarını etkilemiştir. TÜİK verilerine göre 2022 yılında yabancıya satılan konutların %28'i Ukrayna ve Rusya vatandaşlarına olmuştur. Rusya vatandaşlarının 2021 yılında ülkemizde aldıkları konut sayısı 5.379 iken bu sayı 2022 yılında Ukrayna'ya başlatılan askeri operasyonun etkisi ile 16.312'ye yükselmiştir. Buradaki artışa paralel olarak yabancılar tarafından satılan konut satış

adeti 2021 yılında 59.282 iken bu sayı 2022 yılında 68.210'a yükselmiştir. Aşağıda yer alan grafikte 2022 yılında yabancıya satılan konut sayısında ilk 20 ülke özetlenmiştir.



**Grafik 14: Yabancılar Yapılan Konut Satış Sayısı**

**Kaynak:** TÜİK

Konut arzı tarafı incelendiğinde 2021 yılında Covid-19'un etkilerinin gayrimenkul sektöründe azaldığı ve 2020 yılına kıyasla yeni yapı ruhsatlarında bina sayısı açısından %43,9, daire sayısı açısından %30,2 ve yüz ölçümü açısından ise %34,1'lik bir artış gözlemlenmiştir. 2022 yılı üçüncü çeyrek itibariyle yeni yapı ruhsat sayılarında ise bir önceki yılın aynı çeyreğine göre bir düşüş görülmüştür. 2021 yılının ilk üç çeyreğinde 94.603 binaya yeni yapı ruhsatı verilirken bu sayı 2022 yılının aynı döneminde 83.109 olarak gerçekleşmiştir.<sup>195</sup> Yeni bina yapımındaki bu düşüşte bir önceki yıla kıyasla artan yapı kullanım izinlerinin de etkili olduğu söylenebilir.

<sup>195</sup> Türkiye İstatistik Kurumu, Haber Bülteni, 12 Mayıs 2022, Sayı: 45831

### 3.4 Şirketin Finansal Yapısı

Şirket'in finansal durumu incelenirken karşılaştırılabilir olması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınlamış olduğu izahname ve ihraç belgesi tebliğine uygun olması amacıyla 2020, 2021, 2022 yıl sonu finansal tabloları birlikte verilmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31 Aralık itibariyle sona eren mali yıllarına ilişkin konsolide finansal durum tabloları ve kar veya zarar tabloları yer almaktadır.

**Tablo 14: Mistral GYO Dönem Sonu Finansal Durum Tabloları**

<b>Bilanço (TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.037.997	52.389.159	94.216.074
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Ticari Alacaklar	999.952	985.921	34.434.131
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	36.701	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	963.251	985.921	34.434.131
Diğer Alacaklar	159.906	159.906	-
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	159.906	159.906	-
Stoklar	61.369.974	49.904.586	36.913.825
Peşin Ödenmiş Giderler	20.374	89.631	121.774
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	36.138	216.396	317.732
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	1.250.000	-	-
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>67.874.341</b>	<b>103.745.599</b>	<b>166.003.536</b>
Ticari Alacaklar	1.394.016	1.034.137	1.535.620
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.394.016	1.034.137	1.535.620
Diğer Alacaklar	-	1.578	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	1.578	-
Stoklar	-	88.570.000	88.570.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	194.670.000	295.939.000	959.032.431
Maddi Duran Varlıklar	743.777	712.564	706.243
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.562	318	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>196.810.355</b>	<b>386.257.597</b>	<b>1.049.844.294</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>264.684.696</b>	<b>490.003.196</b>	<b>1.215.847.830</b>
Ticari Borçlar	203.176	105.418	130.366
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	151.176	-	86.200
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	52.000	105.418	44.166
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	23.849	30.620	58.463
Diğer Borçlar	279.084	646.814	5.760.024
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	279.084	646.814	5.760.024
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	4.037.275	-	-
Ertelenmiş Gelirler	286.468	18.388.514	11.476.870
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.449.333	2.255.109	113.758

<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7.279.185</b>	<b>21.426.475</b>	<b>17.539.481</b>
Diğer Borçlar	336.817	496.024	624.911
- İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	336.817	496.024	624.911
Ertelenmiş Gelirler	120.000	80.000	40.000
Uzun Vadeli Karşılıklar	128.717	232.840	546.570
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	128.717	232.840	546.570
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>585.534</b>	<b>808.864</b>	<b>1.211.481</b>
Ödenmiş Sermaye	134.219.462	134.219.462	134.219.462
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	2.410	-4.060	-229.445
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)	2.410	-4.060	-229.445
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7.572.969	7.804.177	9.302.078
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	102.425.194	110.400.980	310.020.315
Net Dönem Karı / (Zararı)	12.599.942	215.347.298	743.784.458
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>256.819.977</b>	<b>467.767.857</b>	<b>1.197.096.868</b>
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>256.819.977</b>	<b>467.767.857</b>	<b>1.197.096.868</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>264.684.696</b>	<b>490.003.196</b>	<b>1.215.847.830</b>

**Kaynak:** KAP, Mistral GYO Bağımsız Denetim Raporları

Şirketin toplam varlıkları 2020, 2021, 2022 yıl sonları itibariyle sırasıyla 264.684.696 TL, 490.003.196 TL ve 1.215.847.830 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde şirketin toplam varlıkları 2021 yılında bir önceki yıla kıyasla %85 ve 2022 yılında ise bir önceki yıla göre %148 seviyesinde artış göstermiştir. Varlıkların artışında, şirketin nakit ve nakit benzerlerinde 2021 yılında bir önceki yıla kıyasla %1.197 ve 2022 yılında bir önceki yıla göre %80 seviyesindeki artış etkili olmuştur. Bu artışın büyük bir çoğunluğu şirketin bankalarda tutmuş olduğu vadeli mevduatlardan kaynaklanmıştır. Varlıkların artışındaki bir diğer önemli sebep ise şirketin Miaport projesi kapsamında şirketin çınarlı arsası üzerine kat karşılığı inşaat sözleşmesi imzalaması ile söz konusu projenin yatırım amaçlı gayrimenkullerden çıkartılıp uzun vadeli stoklar altına transfer edilmesidir. Varlıklardaki diğer bir önemli artış ise yatırım amaçlı gayrimenkuller kaleminde gerçekleşen gerçeğe uygun değer değişiminden kaynaklanmıştır. Öyle ki bu dönemde şirketin portföyünde yer alan gayrimenkul ve arsaların değeri 2022 yılında bir önceki yıla göre %224 seviyesinde artış göstermiştir.

**Tablo 15: Mistral GYO Dönem Sonu Kar veya Zarar Tabloları**

<b>Gelir Tablosu (TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Hasılat	11.895.515	39.961.815	88.867.335
Satışların Maliyeti	(1.784.378)	(6.780.429)	(11.555.272)
<b>Brüt Kar</b>	<b>10.111.137</b>	<b>33.181.386</b>	<b>77.312.063</b>
Pazarlama Giderleri	(120.591)	(92.189)	(109.246)
Genel Yönetim Giderleri	(4.299.578)	(4.649.025)	(8.061.309)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.065.387	187.556.117	663.751.837
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(493.246)	(3.910.778)	(4.734.247)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>13.263.109</b>	<b>212.085.511</b>	<b>728.159.098</b>
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>13.263.109</b>	<b>212.085.511</b>	<b>728.159.098</b>
Finansman Gelirleri	413867	3.675.449	16.290.454
Finansman Giderleri	(1.077.034)	(413.662)	(665.094)
<b>Sürdür. Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>12.599.942</b>	<b>215.347.298</b>	<b>743.784.458</b>
Dönem Vergi (Gideri) Gelir	-	-	-
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-	-	-
<b>Dönem Karı</b>	<b>12.599.942</b>	<b>215.347.298</b>	<b>743.784.458</b>
Ana Ortaklık Payları	12.599.942	215.347.298	743.784.458
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-
<b>Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç</b>	<b>0,0939</b>	<b>1,6044</b>	<b>5,5416</b>

**Kaynak:** KAP, Mistral GYO Bağımsız Denetim Raporları

Şirketin satış gelirleri 2020, 2021 ve 2022 yıl sonları itibariyle sırasıyla 11.895.515 TL, 39.961.815 TL ve 88.867.335 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde satış gelirlerindeki yüzdesel değişim 2021 yıl sonu için %236 ve 2022 yıl sonu için bir önceki yıla oranla %122 seviyesinde artış gerçekleşmiştir. Şirketin ilgili dönemlerde elde etmiş olduğu net dönem karı sırasıyla 12.599.942 TL, 215.347.298 TL ve 743.784.458 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin gayrimenkul satış gelirlerinde ve kira gelirlerinde bir artış olmakla birlikte dönem karındaki artış bunun çok üzerinde gerçekleşmiştir. Öyle ki 2021 yıl sonu itibariyle dönem karı bir önceki yıla göre %1.609 ve 2022 yıl sonunda bir önceki yıla göre %245 seviyesinde bir artış göstermiştir. Şirketin net dönem karındaki artışın brüt karının bu kadar üzerinde olmasının sebebi ise yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışlarından kaynaklanmaktadır. Şirketin yatırım amaçlı

gayrimenkullerin gerçeğe uygun değeri ile farkından gelen bu artış ile esas faaliyetlerinden diğer gelirler 2021 yıl sonunda 187.556.117 TL olarak gerçekleşmiş ve bir önceki yıla göre %2.225 seviyesinde bir artış göstermiştir. Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin 2022 yılında artan inşaat maliyetleri ile birlikte gerçeğe uygun değerleri bir önceki yıla göre %254 seviyesinde artış göstererek 663.751.827 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 16: Mistral GYO Önemli Rasyolar (2020-2022)**

Önemli Rasyo Kalemleri	2020	2021	2022
Asit-Test Oranı	0,89	2,51	7,36
Nakit Oran	0,55	2,45	5,37
Net İşletme Sermayesi	60.595.156 TL	82.319.124 TL	148.464.055 TL
Borç/Özsermaye Oranı	3,06%	4,75%	1,57%
Duran Varlık/Özkaynak Oranı	76,63%	82,57%	87,70%
Brüt Kâr Marjı Oranı	0,85	0,83	0,87
Net Kârlılık Oranı	1,06	5,39	8,37
Aktif Kârlılık Oranı	4,76%	43,95%	61,17%

**Kaynak:** Mistral GYO Bağımsız Denetim Raporları

Şirketin önemli rasyolarına bakıldığında yıllar içerisinde artan nakit ve benzerleri sayesinde likidite oranlarında iyileşme olduğu görülmektedir. Gayrimenkul faaliyeti yürüten şirketler için en önemli kalemlerden biri olan stokların toplam dönen varlıklardan çıkarılması ile elde edilen asit-test oranı 2020 yılında 0,89 seviyesindeyken 2022 yılında 7,36 seviyelerine yükselmiştir. Yıllar içerisindeki artışta şirketin nakit ve benzerlerinde görülen artışın yanı sıra stoklar altında takip edilen bazı Mistral Towers bölümlerinin yatırım amaçlı gayrimenkullere transferi etkili olmuştur. Ayrıca şirketin yıllar içerisinde artan inşaat maliyetlerine rağmen brüt kar marjını koruduğu ve aktif karlılığını artan yeniden değerlemelere paralel olarak % 4,76'lık seviyelerden % 61,67 seviyesine yükselttiği görülmektedir. Şirketin net karlılık rasyosunun 2020 yılında 1,06 seviyelerindeyken 2022 yılında 8,37 seviyelerine olan yükselişinde portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin yeniden değerlemesi sonucu elde ettiği esas faaliyetlerden diğer gelirler etkili olmuştur.

### 3.5 Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Mistral GYO'nun halka arz fiyatı belirlenirken aşağıda yer alan üç temel değerlendirme yöntemi göz önünde bulundurulmuştur:

- Maliyet Yaklaşımı
  - Net Aktif Değer Yöntemi
- Pazar Yaklaşımı
  - Çarpan Analizi Yöntemi
- Gelir Yaklaşımı
  - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Yukarıda ifade edilen değerlendirme yöntemlerinden maliyet yaklaşımı kapsamında net aktif değer yönteminin ve pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizi yönteminin birlikte kullanılması Mistral GYO'nun portföy yapısı ve esas faaliyet konusu dikkate alındığında uygun görülmüştür. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, değerlemesi yapılan şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değerinin ortaya çıkarılması esasına dayanmakta ve şirketlerin uzun vadeli potansiyelini analiz edilmesi için sıklıkla tercih edilmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi şirketin gelecekte elde edeceği satış gelirlerinin büyümesine, karlılığa, net işletme sermayesi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır. Ancak Mistral GYO gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ve diğer benzeri varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla faaliyet göstermekte ve portföyünde yer alan henüz tamamlanmamış projelere dair tutarlı nakit akımları oluşturulamadığından indirgenmiş nakit akımı yöntemi değerlendirme çalışmasında tercih edilmemiştir.

### 3.6 Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığını, benzer faaliyet yapısına sahip halka açık şirketler ile karşılaştırmasıyla özsermaye değerinin bulunması için piyasa çarpanları yaklaşımı kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yaklaşımında değerlendirme yöntemi esasen şirket ile benzer faaliyet yapısı içerisinde olan halka açık şirketlerin cari piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

Şirketin özsermaye değerini hesaplarken kullanılacak çarpanların seçiminde şirketin faaliyet ve gelirlerinin yapısı önem kazanmaktadır. Ürün veya hizmet üretimi yaparak operasyonel faaliyetler yürüten ve bunlardan sağladıkları gelirin ana faaliyetlerini devam ettirmek için esas teşkil eden şirketlerde Firma Değeri/FAVÖK ve Firma değeri/Satışlar gibi faaliyet çarpanları önem kazırken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan şirketler için sahip oldukları gayrimenkul portföyünü esas alan çarpanlar önem arz etmektedir. Bu nedenle Mistral GYO için anlamlı bir karşılaştırma ölçütü olması amacıyla Borsada işlem gören benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının defter değeri ile hesaplanan PD/DD ve benzer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının güncel portföy değeri ve borçluluk yapısını da içeren Net Aktif Değerlerin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanları tercih edilmiştir.

### 3.6.1 Benzer Şirketlerin Belirlenmesi

Benzer şirketlerin belirlenmesinde Borsa İstanbul'da işlem gören 38 gayrimenkul yatırım ortaklığının portföy yapısı incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sahip oldukları gayrimenkul yapıları ve devam etmekte olan projeleri kapsamında portföy yapıları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 17: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Özeti**

Şirket Adı	Otel-Turizm	Ofis	Alışveriş Merkezi	Konut-Rezidans	Ticari
Akfen GYO	✓				
Akis GYO			✓		
Akmerkez GYO			✓		
Alarko GYO	✓	✓			✓
Ata GYO			✓		
Atakule GYO		✓	✓		
Avrasya GYO				✓	✓
Deniz GYO	✓		✓		✓
Doğuş GYO		✓	✓		
Emlak Konut GYO				✓	
EYG GYO				✓	✓
Halk GYO		✓			
İdealist GYO					✓
Is GYO		✓			✓
Kiler GYO				✓	✓
Kızılbük GYO	✓				

Koray GYO		✓		✓	✓
Körfez GYO				✓	✓
Martı GYO	✓			✓	
Mistral GYO		✓		✓	
Nurol GYO			✓	✓	✓
Özak GYO	✓			✓	✓
Özderici GYO				✓	
Panora GYO			✓		
Pasifik GYO				✓	✓
Peker GYO				✓	✓
PERA GYO	✓	✓	✓	✓	
Reysaş GYO		✓			✓
Seker GYO		✓			✓
Servet GYO			✓		✓
Sinpaş GYO		✓		✓	✓
Torunlar GYO		✓	✓	✓	
Trend GYO				✓	✓
TSKB GYO		✓	✓		
Vakıf GYO.		✓		✓	
Yeni Gimat GYO			✓		
Yeşil GYO	✓		✓	✓	
Ziraat GYO		✓		✓	✓

**Kaynak:** Şirketlere ait yatırımcı raporları

Yukarıda yer alan tabloda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföy ve proje yapıları 5 ana başlık altında gruplandırılarak özetlenmiştir. Bu tablo içerisinde Mistral GYO’da dahil edilerek benzer portföy yapısına sahip şirketler ile karşılaştırılması amaçlanmıştır. Bu noktada Mistral GYO, Mistral İzmir Karma Gayrimenkul Projesi ile konut, otel, ofis ve çarşı olarak adlandırdıkları bir alışveriş merkezi alanına sahiptir. Bu nedenle portföyünde birçok farklı gayrimenkul ünitesi yer almaktadır. Benzer şirket seçiminde portföyünde konut ve alışveriş merkezi olan veya bu yönde proje geliştiren 28 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı seçilmiştir. Benzer şirket seçiminde portföyünde yalnızca turistik tesis veya ticari işyeri bulunan Akfen GYO, Alarko GYO, Halk GYO, İdealist GYO, İş GYO, Kızılbük GYO, Reysaş GYO ve Şeker GYO piyasa çarpanları analizi kapsamında değerlemeye dahil edilmemiştir. Ayrıca özsermayesi eksi olan Yeşil GYO ile aktif büyüklüğü sektör ortalamasının çok üzerinden bulunan Emlak Konut’ta değerlemenin dışında tutulmuştur.

### 3.6.2 PD/DD Çarpan Analizi

Piyasa değeri / Defter değeri çarpanı değerlendirilecek şirketin benzerlerinin rayiç piyasa değerlerine göre analizi ile hesaplanmaktadır. Bu yöntem sayesinde etkin işleyen bir borsada şirket paylarının rayiç değerlerinin, gelecekte beklenen kazanç artışlarını ve buna bağlı oluşan risk düzeylerini yansıttığı varsayılmaktadır.

Çarpan analizinde daha önceki bölümde belirtilmiş olan benzer portföy ve proje yapısı olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları değerlendirilmiştir. Söz konusu benzer şirketlerin Mistral GYO'nun faaliyetlerine uygun olarak AVM ve konut projeleri içeren ve bu kapsamdaki faaliyetlerinden gelir eden şirketler göz önünde bulundurulmuş ve söz konusu şirketlerin ortalama değeri benzer şirket çarpanı olarak esas alınmıştır. Çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmasının esas nedeni; benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya uç değerlerin yapılan çalışmada dahil edilmemesidir.

Benzer şirketlerin Piyasa değeri/Defter değeri çarpanının hesaplanmasında S&P Capital IQ veri terminalininin 15.03.2023 tarihli kapanış verileri esas alınmıştır. Bu kapsamda oluşturulan PD/DD çarpan verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 18: Benzer Şirketlerin PD/DD Çarpan Değerleri (Milyon TL)**

Şirket Adı	Piyasa Değeri	Defter Değeri	PD/DD
Akis G.Y.O.	4.572	9.815	0,47
Akmerkez G.Y.O.	2.981	3.280	0,91
Ata G.Y.O.	240	236	1,02
Atakule G.Y.O.	1.264	1.790	0,71
Avrasya G.Y.O.	364	641	0,57
Deniz G.Y.O.	1.100	1.326	0,83
Doğuş G.Y.O.	8.752	3.070	2,85
EYG G.Y.O.	1.587	453	3,50
Kiler G.Y.O.	3.404	5.848	0,58
Koray G.Y.O.	1.834	40	45,45
Körfez G.Y.O.	894	273	3,28
Martı G.Y.O.	1.475	1.462	1,01
Nurol G.Y.O.	1.891	1.269	1,49
Özak G.Y.O.	9.480	17.063	0,56
Özderici G.Y.O.	944	2.264	0,42
Panora G.Y.O.	2.126	2.962	0,72
Pasifik G.Y.O.	6.140	4.680	1,31

Peker G.Y.O.	2.344	1.779	1,32
PERA G.Y.O.	948	567	1,67
Servet G.Y.O.	8.668	7.353	1,18
Sinpaş G.Y.O.	4.243	10.038	0,42
Torunlar G.Y.O.	15.338	33.795	0,45
Trend G.Y.O.	319	134	2,37
TSKB G.Y.O.	2.893	1.809	1,60
Vakıf G.Y.O.	4.282	4.773	0,90
Yeni Gimat G.Y.O.	8.890	5.889	1,51
Ziraat G.Y.O.	21.121	19.400	1,09
<b>Medyan</b>			<b>1,01</b>
<b>Ortalama</b>			<b>1,05</b>

**Kaynak:** S&P Capital IQ

Benzer şirketlerin PD/DD çarpan değerleri hesaplanırken 0,5x ile 2,0x aralığındaki şirketler esas alınmıştır. Benzer şirket çarpanları içerisinde yer alan uç değerlerin (outliers) hesaplama dahil edilmemesi nedeniyle medyan yerine ortalama değer olan 1,05 Mistral GYO'nun özsermaye değerinin hesaplamasında kullanılması tercih edilmiştir. Bu çarpan değeri ile Mistral GYO'nun özsermaye büyüklüğü olan 1.197.096.868 TL çarpıldığında şirketin piyasa değeri 1.260.683.990 TL olarak hesaplanmıştır.

### 3.6.3 PD/NAD Çarpan Analizi

Piyasa değeri/Net aktif değeri çarpanı duran varlık ağırlıklı portföy işleten gayrimenkul yatırım ortaklıkları için sıklıkla tercih edilen bir değerlendirme çarpanıdır. Bu nedenle yukarıda bahsedildiği şekilde benzer gayrimenkul yatırım ortaklıkları değerlendirilmiş ve söz konusu şirketlerin ortalama değeri benzer şirket çarpanı olarak esas alınmıştır.

Benzer şirketlerin Piyasa değeri/Net aktif değer çarpanının hesaplanmasında piyasa değerlerinin elde edilmesinde S&P Capital IQ veri terminalinden 15.03.2023 tarihli kapanış verileri esas alınmıştır. Benzer şirketlerin net aktif değerlerinin hesaplanmasında her bir gayrimenkul yatırım ortaklığının KAP'ta açıklamış olduğu 2022 yıl sonu gayrimenkul değerlendirme raporlarında yer alan piyasa değerleri esas alınarak portföy değerleri hesaplanmıştır. Elde edilen bu portföye değerine benzer şirket diğer varlıklarının eklenmesi ve toplam yükümlülüklerinin piyasa değerlerinin düşürülmesi ile

net aktif değerleri hesaplanmıştır. Bu kapsam ile oluşturulan PD/NAD çarpan verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 19: Benzer Şirketlerin PD/NAD Çarpan Değerleri (Milyon TL)**

Şirket Adı	Piyasa Değeri	Portföy Değeri	Net Aktif Değer	PD/NAD
Akis GYO	4.572	12.861	9.871	0,46
Akmerkez GYO	2.981	3.131	3.279	0,91
Ata GYO	240	219	236	1,02
Atakule GYO	1.264	1.736	1.783	0,71
Avrasya GYO	364	662	729	0,50
Deniz GYO	1.100	1.276	1.498	0,73
Dogus GYO	8.752	5.048	3.065	2,86
Eyg GYO	1.587	2.149	1.509	1,05
Kiler GYO	3.404	14.504	14.258	0,24
Koray GYO	1.834	1.158	623	2,94
Körfez GYO	894	552	603	1,48
Marti GYO	1.475	1.712	1.322	1,12
Nurol GYO	1.891	1.543	1.455	1,30
Ozak GYO	9.480	20.222	22.288	0,43
Ozderici GYO	944	2.083	2.276	0,41
Panora GYO	2.126	2.832	2.962	0,72
Pasifik GYO	6.140	12.592	9.842	0,62
Peker GYO	2.344	819	1.550	1,51
PERA GYO	948	625	624	1,52
Servet GYO	8.668	6.087	3.895	2,23
Sinpas GYO	4.243	19.566	13.860	0,31
Torunlar GYO	15.338	44.617	42.283	0,36
Trend GYO	319	100	181	1,76
TSKB GYO.	2.893	1.995	2.019	1,43
Vakif GYO.	4.282	6.017	5.560	0,77
Yeni Gimat GYO	8.890	4.930	5.881	1,51
Ziraat GYO	21.121	20.621	19.985	1,06
<b>Medyan</b>				<b>1,06</b>
<b>Ortalama</b>				<b>1,13</b>

**Kaynak:** S&P Capital IQ

Benzer şirketlerin PD/NAD çarpanı ortalama değeri 1,13 olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değeri ile Mistral GYO'nun net aktif değeri olan 1.806.888.612 TL çarpıldığında şirketin piyasa değeri 2.042.858.483 TL olarak hesaplanmıştır.

### 3.7 Net Aktif Değer Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı içerisinde yer alan yöntemlerden biri olan net aktif değer normalde şirketlerin Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 *Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri* standardının 70.2. ve 70.3. maddelerinde geçen ikame maliyeti tanımlarını nadiren sağlaması nedeniyle şirket paylarının değerlendirilmesinde tercih edilmemektedir. Ancak, net aktif değer yaklaşımı bazen, özellikle aşağıda belirtilen durumlarda şirket değerlemesinde kullanılmaktadır:<sup>196</sup>

- Şirketin, karlarının veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği,
- Şirketin bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması,
- İşletmenin sürekli olmaması veya varlıklarının tasfiyesinde yapılan değerlemenin şirketin işletme değerini aşması durumunda.

Mistral GYO, ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan bir yatırım şirketi olduğundan net aktif değer yöntemi pay değerinin bulunmasında en uygun yöntem olarak belirlenmiştir. Net aktif değer uygulanırken değerlendirme konusu varlığın her bir bileşeni uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi yapılır. Mistral GYO temelinde bu değerlendirme şirketin aktifinde yer alan “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” ve “Stoklar” kalemlerinde takip edilen varlıkların gerçeğe uygun değerlerinin tespiti ilgili değerlendirme raporları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Şirketin tamamlanmış tek projesi olan Mistral Tower’ın mevcut değeri, kat karşılığı inşaat sözleşmesi ile devam eden ve %45 paya sahip olduğu Miaport Projesinin mevcut durumundaki değeri ve mersinli arsasının piyasa değerleri göz önünde bulundurularak net aktif değeri hesaplanmıştır. Aşağıda yer alan tabloda şirketin net aktif değer hesaplaması özetlenmiştir.

---

<sup>196</sup> International Valuation Standards Council, Uluslararası Değerleme Standartları, 2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>, s.74

**Tablo 20: Net Aktif Değer Hesaplaması**

<b>Mistral GYO Net Aktif Değer Hesaplaması (TL)</b>	<b>Piyasa Değeri</b>
Mistral Towers	1.319.884.000
Miaport Projesi	255.680.000
Mersinli Arsa	118.744.000
<b>Toplam Gayrimenkul Portföyü</b>	<b>1.694.308.000</b>
Nakit ve Benzerleri (+)	94.216.074
Finansal Yatırımlar (+)	-
Diğer Dönen Varlıklar (+)	34.873.637
Diğer Duran Varlıklar (+)	2.241.863
Ticari Borçlar (-)	130.366
Ertelenmiş Gelirler (-)	11.516.870
Diğer Yükümlülükler (-)	7.103.726
<b>Net Aktif Değer (TL)</b>	<b>1.806.888.612</b>

**Kaynak:** Mistral GYO Gayrimenkul Değerleme Raporları, Finansal Tablolar

Şirketin 30.12.2022 yıl sonu itibariyle yaptırmış olduğu gayrimenkul değerleme raporları ve bağımsız denetimden geçen finansal tabloları dikkate alınarak hesaplanan net aktif değeri 1.806.888.612 TL olarak gerçekleşmiştir.

### **3.8 Değerleme Sonucu**

Mistral GYO'nun özsermaye değerinin hesaplanmasında net aktif değer ile PD/DD ve PD/NAD çarpan analizleri birlikte kullanılmıştır. Değerleme yöntemleri ağırlıklandırılırken şirketin mevcut varlıklarının piyasa değerinden borçlarının düşülmesi ile bulunan net aktif değerine %50 ve benzer şirketlerin çarpan analizi kapsamındaki PD/DD yöntemine %25, PD/NAD yöntemine ise %25 ağırlık verilmiştir. Nihai özsermaye değeri hesaplanırken gerçekleştirdiğimiz ağırlıklandırma tercihimizin nedeni değerlendirme metodolojimizin geneline yansıtılmış olduğumuz muhafazakâr tutum gereği, hesaplanan özsermaye değeri görece yüksek olan PD/NAD yönteminin değerlendirme sonucuna etkisinin azaltılmasıdır. Bunun yanı sıra uygulamada sıklıkla görülen farklı değerlendirme yaklaşımlarının eşit ağırlıklandırılması yönündeki Sermaye Piyasası Kurulu'nun genel teamüllerine sadık kalınarak nihai özsermaye değerinin hesaplanmasında maliyet yaklaşımına %50, pazar yaklaşımına %50 eşit ağırlık verilmesi uygun görülmüştür.

Bu yöntemlerin birlikte kullanılması ile oluşan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri (TL)
Net Aktif Değer Yöntemi	1.806.888.612	50	903.444.306
Benzer Şirketler PD/DD Yöntemi	1.260.683.990	25	315.170.998
Benzer Şirketler PD/NAD Yöntemi	2.042.858.483	25	510.714.621
<b>Halka Arz Özsermaye Değeri</b>		<b>100</b>	<b>1.729.329.924</b>

Eşit ağırlıklandırma ile Mistral GYO'nun halka arz özsermaye değeri iskontosuz olarak 1.729.329.924 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz öncesinde hesaplanan özsermaye değerleri üzerinden yatırımcıları teşvik etmek amacıyla genel kabul gören %20 iskonto oranının uygulanması ile bulunan halka arz fiyatı aşağıda yer alan tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (TL)
Nominal Sermaye Tutarı	134.219.462
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.729.329.924
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	12,88
Halka Arz İskontosu	%20
<b>Halka Arz Pay Fiyatı</b>	<b>10,31</b>

Net aktif değer ile PD/DD ve PD/NAD çarpan analizi yöntemlerinin birlikte kullanılması ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerine %20 oranının halka arz iskontosun uygulanarak bulunan halka arz pay fiyatı 10,31 TL olarak hesaplanmıştır. İskonto oranının belirlenmesinde son dönemde gerçekleşen halka arzların medyan değeri olan %20 iskonto oranları göz önünde bulundurulmuş ve bu seviyede bir iskontonun makul olacağına karar verilmiştir.

### 3.9 Genel Değerlendirme

Çalışmamızın amacı, halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin incelenerek başarılı bir halka arz için fiyat tespitinde izlenmesi gereken metodoloji üzerine örnek bir uygulama gerçekleştirmek olarak özetlenebilir. Bu bağlamda, bir halka arz süreci boyunca tüm taraflar için sürecin genel çerçevesi ele alınmış, şirketin halka arz kararını almasıyla başlayan ve Borsa İstanbul'da kotasyonu ile tamamlanan süreç için bir yol haritası çizilmeye çalışılmıştır. Ulusal literatürde, halka arz fiyat tespit çalışması

bulunmayan gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketleri sektörünün incelenmesi tercih edilmiş ve bu kapsamda Mistral GYO'nun halka arz fiyatının tespiti uygulamasında izlenen adımlar ve aşamalar açıklanmıştır. Bu adımları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Şirketin içerisinde yer aldığı sektör olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka arz yapıları incelenmiş, uygulanan metodoloji ve değerlendirme yöntemleri özetlenmiştir.
- Şirketi tanıma ve faaliyet alanlarını daha iyi anlama amacıyla araştırma yapılmış ve şirket hakkında bilgiler özetlenmiştir.
- Şirketin faaliyet gösterdiği gayrimenkul ve inşaat sektörüne dair makro ekonomik veriler derlenerek, analizi gerçekleştirilmiş ve geleceğe dair beklentiler ile birlikte sektör hakkında genel bilgiler sunulmuştur.
- Şirketin finansal yapısı incelenmiş, ilk aşamada gerçekleştirilen metodoloji ve değerlendirme yöntemi araştırmaları sonucunda Mistral GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılacak metodoloji oluşturulmuştur.
- Belirlenen metodoloji kapsamında tercih edilen değerlendirme yöntemleri nedenleri ile birlikte açıklanmış ve şirketin 2022 yıl sonu bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Mistral GYO'nun özsermaye değeri ve dolayısıyla halka arz fiyatı tespiti uygulamamızda piyasada genel kabul görmüş ve düzenleyici kurumların son yıllarda gerçekleşen halka arz değerlemelerinde uygulanmasını uygun gördüğü yöntemler bu tez kapsamındaki örnek uygulamaya esas teşkil etmiştir. Bu kapsamda değerlendirme yöntemleri olarak maliyet yaklaşımı ve pazar yaklaşımı üzerinde durulmuştur. Bu iki yaklaşımın birlikte kullanılması ile halka arz fiyatının tespit edilmesi Şirket'in faaliyetleri göz önünde bulundurulduğunda makul olduğu görülmektedir.

Bu kapsamda uygulamada sıkça karşımıza çıkan halka arz iskonto oranı kavramına değerlendirme çalışmamızda yer verilmiş ve halka arz fiyatı belirlenen iskonto oranının uygulanması ile tespit edilmiştir.

Tezimizin son bölümünde halka arz fiyatının tespitine dair uygulamamızda Borsa İstanbul'da kote olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına dair kamuya açıklanmış bilgiler ve geçmiş örnek uygulamalar esas alınmıştır. Şirket değerlememiz sırasında, Mistral GYO tarafından ayrıca bir bilgi edinimi yolu izlenmemiş olup şirketin kamuya açıklamış olduğu yatırımcı sunumları, faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporları çalışmamızda esas alınmıştır.

## SONUÇ

Ekonomik ve finansal küreselleşmenin olağan üstü arttığı ve çok uluslu şirketlerin farklı coğrafyalarda operasyonlarını yürüttüğü günümüzde artan küresel operasyonlarını finanse etmek için şirketlerin ek kaynak yaratması gerekmektedir. Bu ek kaynak ihtiyacı şirketleri geleneksel bankacılık sistemi dışında fon temini için yeni yolların arayışına iterek sermaye piyasalarının önemini hızla artmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, günümüzde sermaye piyasalarında yatırımcı tabanının genişlemesi ve adil piyasa değerlemelerinin yapılmasında hem ek kaynak ihtiyacı içerisinde olan şirketlerin hem de bu şirketlere danışmanlık sağlayan yatırım bankalarının büyük sorumluluğu bulunmaktadır.

Sermaye piyasaları sayesinde bir tarafta yatırımcılar tasarruflarını daha verimli varlıklara yönlendirebilirken; diğer taraftan da şirketlerin daha düşük maliyet ve daha esnek bir yapı ile fon temin etmesinin önü açılmaktadır. Bu açıdan şirketlerin halka açılarak borsada işlem görmeye başlamaları düşük maliyet ile özsermaye niteliğinde finansman sağlamalarına olanak verir. Ayrıca sıra halka arz sürecinde edinilen tecrübe ve geniş yatırımcı tabanı ile şirketin yurt içi ve yurt dışında bilinirliği de artmaktadır. Halka arz sürecinin sağladığı deneyim, şirketlerin kurumsallaşmasına katkı sağlamakta ve ülkemizde sıkça görülen aile şirketlerinin ömrünün aile fertleri ile sınırlı olmasının da önüne geçilmektedir.

Şirketlerin halka arz süreçleri çok ciddi anlamda mesai ve emek gerektiren bir faaliyet alanıdır. Şirketler halka açılmaya karar verdiklerinde bu süreci baştan sona kadar başara ile yürütecek bir danışman seçerek, şirket içerisinde oluşturulacak çalışma grubu ile eşgüdüm sağlamaları gerekmektedir. Bu süreçte şirketin dışarıdan alacağı danışmanlıklar en temelde yatırım bankaları, mali müşavirler, hukukçular ve reklam ajanslarından sağlanmaktadır. Halka arz; karar verme, hazırlık ve halka arz sürecinde şirket ve danışmanlarının yoğun bir çalışma dönemini kapsamakta ve tüm bu süreçlerin başarı ile yürütülmesi halka arzın başarıyla tamamlanmasını mümkün kılmaktadır. Başarıyla tamamlanan bir halka arz sürecinin sonrasında, şirket paylarının ikincil piyasada iyi bir performans göstermesi de yüksek bir olasılıktır.

Ülkemizdeki sermaye piyasaları gelişmiş ve ülkemize benzer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında henüz istenilen düzeyde olduğunu söylemek güçtür. Sermaye piyasamız, özellikle işlem gören şirket sayısı, işlem hacimleri ve piyasa değerleri açısından ülke ekonomisinin gelişmişliğini tam olarak yansıtmamaktadır. 2012 yılında çıkan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yatırımcıların korunması açısından aracı kurum ve yatırım bankalarının sorumlulukları belirlenmiş ve şirketlerin sermaye piyasalarına girmesini kolaylaştırıcı düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Ülkemizde yıllar içerisinde gerçekleştirilen yeni düzenlemeler ile hisse senetlerinin alım satıldığı ikincil piyasaların güven içinde çalışması sağlanmıştır. Sermaye piyasalarındaki bu olumlu gelişmelerin devam edebilmesi açısından piyasaya yeni katılacak olan şirketlerin halka arzlarının başarısı oldukça önem arz etmektedir. Bu noktada halka arzların başarısını etkileyen en önemli unsurlar ise yatırım bankaları ve/veya aracı kurum tercihleri, pazarlama, zamanlama ve fiyatlandırma olarak sıralanabilir.

Bu çalışmada literatürde, halk arz fiyat uygulaması bulunmayan gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörüne ait bir şirketin değerlemesine yer verilmiştir. Değerleme çalışması yapılırken uygulamada yaygın olarak kullanılan ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden yararlanılmıştır. Benimsenen bu yaklaşımla, sadece bir yöntemle bağlı kalınmamış ve farklı değerlendirme yöntemleri yoluyla halka arz fiyatına ulaşılmıştır. Çalışma da gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü içerisinde faaliyet gösteren Mistral GYO'nun değerlemesi gerçekleştirilmiştir. Söz konusu şirketin halka açık verileri kullanılmış, bu şirketle iletişime geçilerek ilave veriler temin edilmemiştir.

Şirket için değerlendirme metodoloji oluşturulurken sırasıyla şirket araştırması, sektör araştırması ve benzer şirketlerin değerlendirme çalışmaları incelemesi gerçekleştirilmiş, yapılan incelemeler sonucunda şirketin halka arz fiyatının tespitinde maliyet ve pazar yaklaşımının eşit ağırlıklandırılarak kullanılmasına karar verilmiştir. Şirket halka arz fiyatının belirlenmesinde içerisinde yer aldığı sektör ve faaliyet kolu göz önünde bulundurularak piyasa çarpanları yöntemi tercihi yapılmıştır. Bu çerçevede, şirketin gayrimenkul portföy değerinin benzer şirketler ile karşılaştırılabilmesi amacıyla PD/DD ve PD/NAD çarpanları kullanılmıştır. Maliyet yaklaşımı kapsamında ise gayrimenkul yatırım ortaklıkları için sıklıkla tercih edilen net aktif değer yöntemine yer

verilmiştir. Belirtilen değerleme yaklaşımlarının eşit ağırlıklandırılması ile hesaplanan hedef özsermaye değerine yatırımcıların halka arza katılımını sağlamak ve başarılı bir halka arz gerçekleştirmek amacıyla %20 oranın halka arz iskontosu uygulama yoluna gidilerek halka arz fiyatı tespit edilmiştir.

Şirket halka arz fiyatının tespit edilirken hesaplamalar bazı sınırlamalar çerçevesinde yapılmıştır. Bu sınırlamalar arasında, şirketin değer tespitinin gerçekleştirildiği dönem itibarıyla borsanın içerisinde bulunduğu konjonktürün fiyatlamalarının oluşturabileceği belirsizlikler ve şirkete dair incelemelerin yalnızca kamuya açıklanan kaynaklar ve meslek örgüt kuruluşlarınca yayınlanan bilgiler çerçevesinde hazırlanması yer almaktadır. Söz konusu sınırlamalar doğrultusunda şirket değeri, farklı dönem ve farklı konjonktürler altında çalışmanın sonucuna etki edebilmektedir.

Sonuç olarak, bu çalışma halka arz edilecek bir şirketin değerleme yönteminin seçimi ve halka arz fiyatının doğru bir şekilde belirlenmesi için bir çerçeve sunmayı amaçlamaktadır. Gelecekteki çalışmalarda, halka arz fiyatlandırmaları için analistlerce genel kabul görmüş birden fazla değerleme yönteminin şirketin dinamiklerine uygun metodoloji ile belirlenerek kullanılmasını önermektedir.

## KAYNAKÇA

AGGARWAL, Reena Ricardo LEAL ve Leonardo HERNANDEZ. **The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America**, Financial Management, Vol.22, No.1, 1993

AKAY, Hüseyin. **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997

AKBULAK, Sevin ve Yavuz AKBULAK. **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, Beta Yayım, İstanbul, 2004

AKTAN, Coşkun Can. **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Haziran 2013

ALTAN, Mikail ve Tefvik N. HOTAMIŞ. **Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansı Analizi**, KMU İİBF Dergisi, Yıl 10, Sayı 14, 2008

APAK, Sudi. **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1995

ATAMAN, Ümit ve Halil KİBAR. **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999

AYOĞLU, Tolga ve Zekiye Özen İNCİ. **Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2008

BARON, David. **A Model of the Demand for Investment Banking Advertising and Distribution of Services for New Issues**, The Journal of Finance, Eylül 1982

BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 9.Baskı, İstanbul, 2007

BOOTH, James R. ve Richard L.SMITH, **Capital Raising Underwriting and the Certification Hypothesis**, The Journal of Financial Economics, 1986

Borsa İstanbul, **Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme**, İstanbul, 2020

Borsa İstanbul, **Kotasyon Yönergesi**, İstanbul, 2015

BÜYÜKMİRZA, Kamil. **Maliyet ve Yönetim Muhasebesi**, Gazi Kitabevi, 9.Baskı, Ankara, 2003

CHAMBERS, Nurgül. **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, 2005

ÇAKIR, Nimet ve Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU, **Halka Arzda Aracı Kuruluş İtibarının Etkisi**, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 2018, Cilt 20(4)

ÇIRAK, Reha. **Şirket Değerleme Yöntemleri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2019

DAMODARAN, Aswath. **Anlatılar ve Sayılar-İş Hayatında Hikayelerin Değeri**, Scala Yayıncılık, 1.Basım, İstanbul, Ekim 2021

DAMODARAN, Aswath. **Değerleme İçin Küçük Kitap**, Scala Yayıncılık, İstanbul, Mart 2021

DAMODARAN, Aswath. **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, Foundations and Trends in Finance, Vol.1, No 8, 2005

DEMİRKOL, İsmet. **Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2007

DOĞUKANLI, Hatice ve Serpil CANBAŞ. **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, Karahan Kitabevi, İstanbul, 2007

DOIDGE, Craig George ANDREW ve Karalyi René M. STULZ. **The U.S. Left Behind: The Rise of IPO Activity Around the World**, Fisher College of Business Working Paper, No:2011-03-008

DRAKE, Philip D. ve Micheal R. VETSUYPENS. **IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability**, Financial Management, 1993

DURŞUN, Aydoğan ve Durmuş YILDIRIM. **Borsa İstanbul’daki İlk Halka Arzlarda İlk Gün Düşük Fiyat Anomalisi**, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 30(1), 2016

DURUKAN, M. Banu. **The Relationship Between Ipo Returns and Factors Influencing IPO Performance: Case of the Istanbul Stock Exchange**, Managerial Finance, 2020, Vol.22, No.2

ELMAS, Bekir. **İlk Halka Arz Teori ve Uygulama**, Gazi Kitabevi, 2012, Ankara

ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal BAN. **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2014

ERTAŞ, Vahdettin. **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1998-2007 Yılları Arasında Halka Açılan Şirketlerin Hisse Senedi Performansı**, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2012

ERTUNA, Bengi Metin ERCAN ve Vedat AKGİRAY. **The Effect of the Issuer-Underwriter Relationship on IPOs: The Case of an Emerging Market**, Journal of Entrepreneurial Finance, 2003, Vol.8

FABOZZI, Frank J. ve Pamela P. Peterson. **Financial Management & Analysis**, New Jersey:John Wiley & Sons Inc.,2003

FİLATOTCHEV, Igor ve Kate BİSHOP. **Board Composition Share Ownership and Underpricing of U.K. IPO Firms**, Strategic Management Journal, Vol.23,2002

GÖKALP, Namık Kemal. **Sermaye Piyasalarında Halka Arz “Yöntemler, Uygulama ve Analizi”**, Beta Yayın, İstanbul, 2014

GÜLER, Hüseyin. **Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010

GÜRBÜZ, A.Osman ve Yakup ERGİNCAN. **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayınları,2.Baskı, İstanbul, 2008

GÜZELHAN, Hayal ve Mediha AĞAR. **İlk Halka Arzlarda Hisse Senetlerinin Performansı**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:68, 1991

HEARN, Bruce. **The Impact of Institutions Ownership Structure Business Angels Venture Capital and Lead Managers on IPO Firm Underpricing across North Africa**, Journal of Multinational Financial Management, Vol.24

İMKB, **Halka Arz ve Borsada İşlem Görme**, Kasım 2012

International Valuation Standards Council, **Uluslararası Değerleme Standartları**, 2017, <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

İVGEN, Hünkar. **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, İstanbul, 2003

JAKOBSEN, Jan Bo ve Ole Vagn SORENSEN, **Decomposing and Testing Long-term Returns: An Application on Danish IPOs**, European Financial Management, Vol. 7(3), 2001

KAHRAMAN, İbrahim K. ve Ender COŞKUN. **İlk Halka Arzda Düşük Fiyatlama Seviyesi Zamanla Değişiyor Mu? Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma**, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 34(1), 2020

KARAA, Gamze. **Şirket Değerlemesi ve Start-Up Firma Uygulaması**, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Manisa, 2019

KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004

KARAPINAR, Aydın. **Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartlarının Göre Değerlendirilmesi**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Ocak 2003

KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası-Bora-Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2004

KIYMAZ, Halil. **Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB İmalat Sektörü Uygulaması**, İşletme Finans Dergisi, 1996, İşletme ve Finans Yayınları no:4

KIYMAZ, Halil. **İMKB’de Halka Arz Edilen Mali Sektör Hisse Senetlerinin Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi**, İMKB Dergisi, Nisan-Haziran 1996, Cilt 1 No:2

KONURALP, Gürel. **Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001

KOOLİ, Maher ve Jean-Marc SURET, **The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence**, Scientific Series, No:2001s-50, 2002

KOSER, Nihan. **Borsa İstanbul’da Halka Arz Süreci ve Halka Arzların Başarılarının Değerlendirilmesi**, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2019

KUNZ, Roger M. ve Reena AGGARWAL. **Why Initial Public Offerings are Underpriced: Evidence from Switzerland**, The Journal of Banking and Finance, Vol.18, 1994

KÜÇÜKARABA, Mustafa. **Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012

LEE, Jen-Sin ve Pi-Hsia YEN ve Chin-Tai KUO. **Market States and Initial Returns: Evidence from Taiwan IPOs**, Emerging Markets Finance and Trade, 47(2), 2011

MANAVGAT, Çağlar. **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara, 2016

MEMİŞ, Tekin ve Gökçen TURAN. **Sermaye Piyasası Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016

Merkezi Kayıt Kuruluşu, **Ücret Tarifesi**, 3 Ocak 2022, <https://www.mkk.com.tr/sites/default/files/2023-01/MKK-Ucret-Tarifesi-Turkce-16-01-2023.pdf>

MUTLU UŞAKLI, Senem. **Halka Arz Kavramı ve Halka Arzlarda Kullanılan Satış Yöntemleri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010

ÖZER, Bengi. **Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey**, SPK Yayınları no:128, Ankara, 1999

ÖZTÜRK, Hakkı. **Şirket Değerlemesinin Esasları-Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009

RITTER, Jay R. **The Hot Issue Market of 1980**, The Journal of Business, Vol 57, No.2, Nisan 1984

ROCK, Kevin. **Why New Issues are Underpriced**, The Journal of Financial Economics, v.15, 1986

SAĞMANLI, Metin. **Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını No:6, İstanbul, 1996

SAMARKOON, Lalith P. **The Short-run Underpricing of Initial Public Offerings in the Sri Lankan Stock Market**, Journal of Multinational Financial Management, 20(4), 2010

SANCAK, İbrahim Ethem. **Türkiye'nin Beş Yüz Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**, Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999

SARAÇ, Tahir. **Anonim Şirketlerde Şarta Bağlı Sermaye Artırımı**, Asil Yayın, Ankara, 2009

SARIKAMŞ, Cevat. **Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2023

SAYILGAN, Güven. **İşletme Finansmanı**, Siyasal Kitapevi, Ankara, 2019

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, **Sermaye Piyasası Araçları 1**, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 31 Aralık 2021

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, **Sermaye Piyasası Araçları 2**, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 31 Aralık 2021

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, **Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı**, Ankara, Haziran 2016

SEYİDOĞLU, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992

SİPAHİ, Barış, Serhat YANIK ve Yusuf AYTÜRK. **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016

ŞENEL, Kerem. **Firma ve Hisse Senedi Değerlemesi**, TSPAKB, Eğitim Notları

ŞENGÜL, Selami. **100 Soruda Halka Açılma**, Ankara Sanayi Odası Yayınları, Ankara, 1997

T.C Resmi Gazete, **Kurumsal Yönetim Tebliği**, 3 Ocak 2014, Sayı: 28871

T.C Resmi Gazete, **Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun**, 27 Kasım 2013, Sayı: 22124, Cilt:34

T.C Resmi Gazete, **Pay Tebliği (VII-128.1)**, 22 Haziran 2013, Sayı: 28685

T.C Resmi Gazete, **Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)**, 28 Haziran 2013, Sayı: 28691

T.C Resmi Gazete, **Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği**, 28 Haziran 2013

T.C Resmi Gazete, **Sermaye Piyasası Kanunu**, 30 Aralık 2012, Sayı: 28513, Kanun no.6362

T.C Resmi Gazete, **Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-37.1)**, 11 Temmuz 2013, Sayı: 28704

TEKBAŞ, Mehmet Şükrü ve diğerleri. **Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri**, SPL Sicil ve Eğitim Kuruluşu, İstanbul, 31 Aralık 2021

TEKER, Suat ve Ömer EKİT. **The Performance of IPOs in İstanbul Stock Exchange in year 2000**, Doğu Üniversitesi Dergisi, Sayı 4(1)

THOMADAKIS, Stavros. Christos P. NOUNIS ve Dimitrios GOUNOPOULOS. **Long Term Performance of Greek IPOs**, European Financial Management Journal, Vol.18, 2012

TINIÇ, Seha Mehmet. **Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock**, The Journal of Finance, Vol.43, No:4, September 1988

TURAN KURTARAN, Ayten. **Türkiye’deki İlk Halka Arzların İlk Getirileri ile Uzun Dönem Fiyat Performansları Arasındaki İlişkinin Analizi**, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Sayı.6, 2013

Türkiye İstatistik Kurumu, Haber Bülteni, 12 Mayıs 2022

UYAR, Aydın. **Temel Analiz Bilanço Okuma Teknikleri**, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2001

ÜRETEN, Aykan ve M. Kamil ERCAN. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000

WELCH, Ivo. **Seasoned Offerings Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings**, The Journal of Finance, Volume 44, No.2, 1989

WOLOSZYN, Adrian ve Dariusz ZARZECKI. **The Impact of the January Effect on the IPO Underpricing in Poland**, Folia Oeconomica Stetinensia 13(1), 2013

YAZICI, Kuddusi. **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, Ankara, DPT Uzmanlık Tezi, 1997

## EKLER

Şirket Adı	Halka Arz Yılı	Satış Yöntemi	Halka Arz Yöntemi	Aracılık Yüklenim Şekli
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Akfen Holding A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Kısmi Yüklenim
İhlas Gazetecilik A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
İdealist GYO A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Reysaş GYO A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Kısmi Yüklenim
Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Martı GYO A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Torunlar GYO A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
İhlas Yayın Holding A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Uyum Gıda İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Despec Bilgisayar Paz. ve Ticaret A.Ş.	2010	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Emlak Konut GYO A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
DO&CO Restaurants & Catering AG	2010	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2010	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2010	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık Trz. Eğt.Hiz. ve İnş. Taah. A.Ş.	2011	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Yok
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Tic. A.Ş.	2011	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	2011	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kiler GYO A.Ş.	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Bimeks Bilgi İşlem Dış Ticaret	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
Akfen GYO A.Ş.	2011	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri San. ve Tic. A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kron Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş.	2011	Fiyat Teklifi Alma Yöntemiyle Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Karkim Maden İnşaat Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Ataç İnşaat ve Sanayi A.Ş.	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Kısmi Yüklenim
Ericom Telekomünikasyon ve Enerji Teknolojileri A.Ş.	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Global Menkul Değerler A.Ş.	2011	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	2011	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş.	2011	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2011	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
İnfo Yatırım A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret A.Ş.	2011	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Gentra Lojistik A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.	2011	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Kısmi Yüklenim
Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.	2012	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Yok
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Hitit Holding A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Borsa'da Değişken Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.	2012	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2012	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
Polisan Holding A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Ar Tarım Organik Gıda A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
TGS Dış Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Denge Yatırım Holding A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Flap Kongre ve Turizm Hizmetleri A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı Ve ortak Satışı	En İyi Gayret
Karakaş Atlantis Kıymetli Madenler Kuyumculuk Telekomünikasyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Atlantik Petrol Ürünleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Taze Kuru Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.	2012	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	2013	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2013	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Bakanlar Medya A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım Ve Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Rodrigo Tekstil Turizm İnşaat Gıda Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	2013	Talep Toplamaksızın sabit fiyatla satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Yayla Enerji Turizm Ve İnşaat Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	2013	Talep Toplamaksızın sabit fiyatla satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Verusa Holding A.Ş.	2013	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Sanel Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Te-Mapol Polimer Plastik Ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	2013	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Plaspak Kimya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2013	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	2014	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Tuğçelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Lider Faktoring A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
İzmir Fırça Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	2014	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ticaret A.Ş.	2014	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2014	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2014	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2015	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş.	2015	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2015	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.	2015	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2015	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	2016	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.***	2016	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2016	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş.	2017	Borsa'da Satış Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2017	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Safkar Ege Soğutmacılık Klima Soğuk Hava Tesisleri İhracat ve İthalat A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Enerjisa Enerji A.Ş.	2018	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
MLP Sağlık Hizmetleri A.Ş.	2018	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Şok Marketler Ticaret A.Ş.	2018	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2018	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Smartiks Yazılım A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Ceo Event Medya A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Naturel Yenilenebilir Enerji A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Yükselen Çelik A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Papilon Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2019	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Yüklenim
Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Dinamik Isı Makina Yalıtım Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	Bakiyeyi Yüklenim
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş.	2020	Sabit Fiyat ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Bakiyeyi Yüklenim
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2020	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2020	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Işık Plastik Sanayi ve Dış Ticaret Pazarlama A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Tureks Turizm Taşımacılık A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Qua Granit Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Galata Wind Enerji A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	2021	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	2021	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Çan-2 Termik A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret A.Ş.	2021	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Değişken fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Ünlü Yatırım Holding A.Ş.:	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
BMS Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	Kısmi Bakiyeyi Yüklenim
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	2021	Sabit fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Meditera Tıbbi Malzeme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
E-Data Teknoloji Pazarlama A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Ortak Satışı	En İyi Gayret
VBT Yazılım A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Escar Turizm Taşımacılık Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Nasmed Özel Sağlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Orçay Ortaköy Çay San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Yeo Teknoloji Enerji ve Endüstri A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Europap Tezol Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Ersan Alışveriş Hizmetleri ve Gıda San. Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Margün Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Gelecek Varlık Yönetimi A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Hedef Holding A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji Ürünleri Ar-Ge San. ve Tic. A.Ş.	2021	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
İhlas Haber Ajansı A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret
Ulusal Faktoring A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret

<b>Şirket Adı</b>	<b>Halka Arz Yılı</b>	<b>Satış Yöntemi</b>	<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Aracılık Yüklenim Şekli</b>
Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Elite Naturel Organik Gıda San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Mia Teknoloji A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
MobilTEL İletişim Hizmetleri San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Konya Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Gimat Mağazacılık San. ve Tic. A.Ş.	2021	Borsa'da Satış Yöntemi	Ortak Satışı	En İyi Gayret
Pc İletişim ve Medya Hizmetleri San. Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Rainbow Polikarbonat San. Tic. A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	En İyi Gayret
Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2021	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Sermaye Artırımı	En İyi Gayret