DOĞRU BORSA

NO: 1

BORSA YATIRIMCISININ EL KİTABI

Soner Gökten - Metin Yüksel - Burak Özdoğan - Harun Aktaş

ParaMedya

SCALA YAYINCILIK



ParaMedya

DOĞRU BORSA

ParaMedya

SCALA® YAYINCILIK

DOĞRU BORSA
BORSA YATIRIMCISININ EL KİTABI NO:1

SONER GÖKTEN - METİN YÜKSEL - BURAK ÖZDOĞAN - HARUN AKTAŞ

© Scala Yayıncılık
Sertifika No: 44921

ISBN: 978-625-6478-16-9

Tanıtım için yapılacak kısa alıntılar dışında
yayıncının izni olmaksızın hiçbir yolla çoğaltılamaz.

Ekim 2023

Dizi Editörü
Hakan FEYYAT

Editör
Tuğba ATAMTÜRK

Kapak & Sayfa Tasarımı
Scala Tasarım Ekibi

Okuma
Müge OKUR

Katkıda Bulunan(lar)
Dr. Elvan ATAMTÜRK

Kapak Görseli: Freepik.com

Ofset Hazırlık: Scala Yayıncılık

Baskı: Egem Basım Yayın Sanayi ve Tic Ltd.
Maltepe Mah. Gümüşsuyu Cad. Odin İş Merkezi
B Blok Kat:2 No: 436 Topkapı-İst
Serfika No: 43624

Scala Yayıncılık
İstiklal Caddesi Han Geçidi Sokak No: 116 3B
Galatasaray - Beyoğlu - 34430 - İstanbul
Tel: (0212) 251 5126
Faks: (0212) 245 2843
E-Mail: scala@scalakitapci.com

İnternet satış:
scalakitapci.com

DOĞRU BORSA

NO: 1

BORSA YATIRIMCISININ EL KİTABI

Soner Gökten - Metin Yüksel - Burak Özdoğan - Harun Aktaş

ParaMedya

SCALA YAYINCILIK

ÖNSÖZ

Geçen kısa süre zarfında adeta bir aile olduk...

İki akademisyen ve iki profesyonel bir araya geldik, yetmedi! Kitap serisi amacıyla çıktığımız bu yolda sermaye piyasalarının duayeni Sn. Remzi Özdemir ile kollarımızı kanatlarımızı birleştirdik, yazdık doymadık, çizdik yetinmedik, video çektik usanmadık... Devam ediyoruz.

Paramedya'da Türkiye'nin en renkli finansal okuryazarlık sözlüğünü; "Karınca HapFinansı" geliştirmek için uğraşıyoruz. Karınca demişken. Ah o karıncalar... Karıncalar birleşirse filleri yutar! "Var mı itirazı olan" dedik!

Ve bugün;

Her geçen gün hem niteliği hem de niceliği artan bu hareketin, topluluğun içinde olmaktan mutluluk duyuyoruz. Hedefi sermaye piyasalarının gelişmesi için yüksek ses çıkarabilmek ve finansal okuryazarlığı geliştirmek olan karıncalar platformunun yolculuğu bizleri heyecanlandırıyor.

Sohbetler düzenledik; yedik, içtik, eğlendik.... Youtube, Instagram, TikTok ve Twitter üzerinden çok kişiye ulaştık; anlarımızı, toplantılarımızı paylaştık. Ve devam ediyoruz...

Dolayısıyla,

Bu kitapta çok insanların emekleri var. Hepsinin soruları, öğrenmek istedikleri var. Bir kitaba sığdırılabilir mi! Tabii ki hayır. İşte, sermaye piyasalarına ışık tutması için kaleme aldığımızı bu ilk kitap bir yolculuğun, bir serinin başlangıcı. Ve bu başlangıcın önsözü "Remzi Üstadımızın" kaleminden olsun istedik. Kırmadı yazdı. Mahcup etti, onur, şeref verdi.

Haydi başlayalım...

Soner Gökten
Metin Yüksel
Burak Özdoğan
Harun Aktaş

REMZİ ÖZDEMİR'DEN ÖNSÖZ

İstanbul borsasının kurulduğu ilk günden buyana yatırımcı davranışını incelediğimizde kazancın iki yolla elde edildiğini görüyoruz. Ya sabredip alıp unutmak ya da iyi bir "tüyo" bulmak.

Biz buna tüyo kültürü diyoruz. İstanbul borsasında tüyo kültürü çok özel bir yer tutar, yıllar önce çıkarttığımız dergilerde yayınlanan tüyolar bu kültürün en önemli ürünüydü.

Bu tüyolarla kazanan var mıydı?

Evet vardı! O hisse senedini önce toplayan ile o tüyoyu yayanlar!

Bunlar hep kazandı. Tıpkı bir kumarhanenin "Kasa hep kazanır" felsefesi gibi.

Aradan yıllar geçti. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Borsa İstanbul oldu ama tüyo kültürü tam gaz devam etti. Dergilerin yerini bu kez Telegram ve sosyal medya aldı.

Yatırımcının canını en çok yakan işte bu tüyo kültürüdür. Peki küçük yatırımcı tüyo olmadan alım/satım yapabilir mi? Elbette yapabilir ancak doğru hisse hangisi? İşte o doğru hisseye ulaşabilmesi için finansal okuryazarlık gerekiyor. Dahası, bir borsa alt kültürü gerekiyor. Bu kitap, iyi bir borsacı olmanın yollarını değil iyi bir yatı-

rımcı olmanın teknik bilgilerini sunuyor. Tabiri caizse balık vermek değil, balık tutmayı öğretmek.

Eğer borsa yatırımcısı finansal okuryazarlığını geliştirirse, bilinçli bir yatırımcı olursa ne bir spekülatörün sattığı büyük hayallere ne de Telegram gruplarında bire beş yapacak senet hikâyelerine inanmaz.

İşte bu kitap bu anlamda çok önemli.

Bugüne kadar çok sayıda borsa kitabı yazıldı çizildi. Ancak o borsa kitaplarını da okuyup anlamak ve uygulamak için ayrı bir kitap okumak gerekiyor. Ağır ekonomi terimlerinden uzak, formüllerle kafa karıştırmadan sade bir anlatım dili çok önemli.

Bu kitap bunu başarmış. Bu nedenle küçük yatırımcı için hem koruyucu hem öğretici bir eser niteliğinde. Koruyucu derken borsada para kazanmak kadar paranızı korumak da önemli. Borsada fırsatlar bitmez ama para biter. Bu nedenle önce parayı koruyacaksın, sonra doğru yatırıma, doğru bilgiyle ulaşacaksın.

Bu kitap, yatırımcıyı doğru bilgiye ulaştıracaktır.

YAZARLAR HAKKINDA

SONER GÖKTEN

Soner Gökten, 2000 yılında TED Ankara Koleji Lisesinden, 2005 yılında Başkent Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden mezun oldu. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Yüksek Lisans Programını 2007 yılında, Muhasebe ve Finansman Doktora Programını 2014 yılında tamamladı. 2006-2015 yılları arasında Gazi Üniversitesi'nde araştırma görevlisi olarak görev yapan Soner Gökten, 2015 yılından bu yana Başkent Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünde öğretim üyesidir. Halen muhasebe-finansman bilim dalında Doçent Dr. unvanıyla akademik çalışmalarını yürütmektedir. Yapılandırılmış finans, değerleme, entelektüel sermaye ve marka değerlemesi, sürdürülebilirlik muhasebesi, entegre raporlama ve bölgesel kalkınma konularında yayınları bulunan Soner Gökten 17 yılı aşkın süredir sermaye piyasaları özelinde çalışmaktadır. Makale, kitap, kitap bölümü ve bildiri olmak üzere çok sayıda ulusal ve uluslararası yayını vardır. Birçok ulusal ve uluslararası projede araştırmacı ve yönetici olarak yer almıştır. Kurumsal finans, raporlama, değerleme ve stratejik yönetim alanlarında çok sayıda kamu ve özel sektör kuruluşuna danışmanlık yapmış ve yapmaktadır.

METİN YÜKSEL

Metin Yüksel. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesinden mezun olduktan sonra 1988 -1994 yılları arasında Sermaye Piyasaları Kurumunda Uzman Denetçi olarak çalıştı. Borsaya olan ilgisi, yolunun aracı kurumlarla kesişmesini sağladı ve 1994-1998 yılları arasında çeşitli aracı kurumlarda üst düzey yöneticilik görevlerinde bulundu. 1999'da finansal danışmanlık macerasını bağımsız olarak yürütme kararı aldı ve 2001'de İyi Şirket Danışmanlık A.Ş'yi kurdu. Alanında dünyaca tanınan bir danışmanlık şirketi olan, Belçika merkezli Deminor A.Ş ile ortaklık anlaşması imzalayarak faaliyet alanını genişletti. Gerek bireysel gerekse firma bazında, kurumsal yönetim ve finansman danışmanlığı, aile şirketlerinin kurumsallaşması, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirilmesine hazırlık, halka arzı ve finansal/stratejik ortaklıklar konularında hizmetler vermiştir. Türkiye'nin en büyük şirketleri arasında yer alan Bosch Profilo, Tamek Gıda, Ẓorlu Grubu, Doğan Grubu, Ciner Grubu, Siemens, Ataç İnşaat, Uyum Gıda ve birçok büyük ve orta ölçekli şirkete danışmanlık yapmıştır. 2010-2011 yılları arasında TAMEK Gıda'da Genel Müdür (CEO) görevini yürütmüştür. Halen önemli şirketlere danışmanlık hizmeti vermeye devam eden Yüksel, finansal okuryazarlık, araştırma yöntemleri, temel analiz, finansal analiz, finansal model hazırlama, risk yönetimi, portföy yönetimi ve borsada yatırım stratejileri dâhil olmak üzere birçok alanda yatırımcılara destek vermektedir.

BURAK ÖZDOĞAN

Burak Özdoğan. 2003 yılında Antalya Kültür Eğitim Vakfı Koleji Lisesinden, 2008 yılında Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden mezun oldu. Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe Finansman Yüksek Lisans Programını 2010 yılında, İşletme Doktora Programını ise bir yılını University of Arizona'da misafir araştırmacı olmak üzere 2014 yılında tamamladı. 2009 -2016 yılları arasında Manisa Celal Bayar Üniversitesi'nde Araştırma Görevlisi, 2016 yılından bu yana ise Öğretim Üyesi (Doç. Dr.) olarak çalışmaktadır. Başkent Üniversitesi'nde ise Misafir Öğretim Üyesi olarak lisans ve lisans üstü seviyede dersler vermektedir. Çeşitli şirketlerde üstlendiği danışmanlık görevlerinin yanı sıra blokzinciri, dijital varlıklar ve girişimcilik alanlarında konuşmalar yapmakta, eğitimler vermektedir. Aralarında Harvard Business Türkiye'nin de olduğu çeşitli mecralarda yazıları bulunmaktadır. 2008'de AVEA Genç Girişimci ve 2021 yılında Türk Ekonomi Bankası En Yenilikçi Bankacılık Fikri ödüllerini almıştır. Muhasebe, denetim, blokzincir ve girişimcilik alanlarında birçok ulusal ve uluslararası akademik yayını bulunmaktadır.

HARUN AKTAŞ

Harun Aktaş. 2000 yılında Anadolu İletişim Meslek Lisesinden mezun oldu. 2000-2003 yıllarında lisans eğitimini tamamladı. 2010 yılında Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Programında tezli yüksek lisans derecesini aldı. 2004 yılından bu yana Denetçi Yardımcısı, Denetçi, Kıdemli Denetçi, Baş Denetçi ve Sorumlu Denetçi pozisyonlarında denetim kariyerinde ilerleyen Aktaş, 2018 yılında Yeminli Mali Müşavir unvanını almıştır. SPK Bağımsız Denetim Lisansı, SPK İleri Düzey Lisansı ve KGK Denetçi Lisansı bulunmaktadır. Mesleki kariyeri boyunca birçok sektörde faaliyet gösteren çok sayıda şirketin denetimini gerçekleştirmiş ve halka açılma süreçlerini yürütmüştür. 2020 yılından bu yana Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. çatısı altında kurucu ortak olarak çalışmalarını sürdürmektedir. Şirketi, 2022 yılında uluslararası denetim ağı Nexia ile iş birliğine gitmiştir. Halen bağımsız denetim, halka arz süreç danışmanlığı, vergi, teşvik ve kurumsal finansman alanlarında hizmet sunmaktadır.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....i
REMZİ ÖZDEMİR'DEN ÖNSÖZ iii
YAZARLAR HAKKINDA v
Soner GÖKTEN vi
Metin YÜKSEL.....vii
Burak ÖZDOĞAN.....viii
Harun AKTAŞ.....ix
Başlarken... 1
Her Şeyin Başlangıç Noktası - 1: PARA 5
Parayla Ne Yapılmaz?.....9
Her şeyin Başlangıç Noktası- 2: DEĞER 15
Değerlemede Kârlılığa Dair Bir Tespit: ABD'li Tesla ve Snap Vakaları Işığında Türkiye'de Halka Arz Kriterleri 21
Finans Nedir?.....29
Muhasebe Nedir?.....33
Küçük Yatırımcı İçin Kurumsallaşma Neden Önemlidir? 39
Hisse Geri Alım Programları Ne İşe Yarar? 47
Değer Artış Fonları Bedelsiz Sermaye Artırımında Kullanılabilir mi? 55
Öz Kaynaklar Yatırımcıya Ne Söyler? 59
İşletmenin "Esas" Faaliyet Kazancı Diye Bir Husus Var Mı?.. 65

Ekonomi Bakış Açısı ile Borsa Yatırımları Anlaşılabilir Mi? Ekonomi ve Finans Bakış Açısı Farkı 71

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranın Yatırım Kararlarındaki Gücü! 79

Marka Değeri ve Entelektüel Sermaye Neden Önemlidir? Hisse Fiyatına Nasıl Etki Etmesi Beklenir? 87

Etkin Piyasa Nedir? Neden Önemlidir? 93

Borsada son sözü kim söyler? BİST mi SPK mı? 99

Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımı 103

Adım Adım Halka Arz Süreci 111

Etik, Manipülasyon ve Sermaye Piyasaları 121

Halka Arzda Dağıtım Esasları Tartışmasında Kim Haklı? Patron mu Küçük Yatırımcı mı? 131

Halka Arz Dağıtımlarında Dolaylı Yollara Örnek bir Vaka: Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş (Akfye) Halka Arzı 137

Halka Açık Şirket Yavrular mı? 143

Vahşi Asimetri: Balinalara Karşı Hamsiler 149

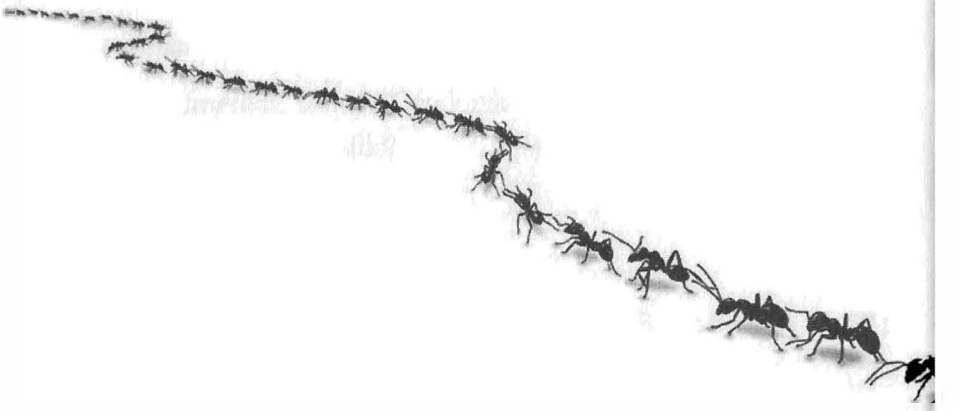
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Neden Var? Bu şirketler Nasıl Analiz Edilir? 155

Masada Bırakılan Para 159

Orta ve Uzun Vadeli Yatırım Nedir? 165

HABKOB'lar: Halka Açık ve Borsaya Kote Borsacılar? 171

KAYNAKLAR 179





Başlarken...

Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun Veri Analiz Platformu'nda yer alan tabloya göre 19 Mayıs 2023 itibariyle Türkiye'de hisse senedi piyasalarındaki toplam yatırımcı sayısı 5,02 milyon kişi, toplam portföy büyüklüğü ise 5,16 trilyon Türk lirası boyutunda. Çok değil, sadece bir yıl geriye gidersek 2022 yılının aynı döneminde yatırımcı sayısının 2,46 milyon olduğunu görüyoruz. Hisse senedi piyasaları son yıllarda birçok nedenle giderek daha fazla yatırımcıya ev sahipliği yapmaya başladı. Kuşkusuz bu nedenlerin arasında enflasyon gibi görece daha kısa vadeli ve dönemsel nedenler olduğu gibi ülkemizde yeni nesil yatırımcı profilinin bir dönüşüm içerisinde olduğu gerçeğini de dikkate almak gerekiyor. Bu dönüşüm, "bize özgü" dolar veya gayrimenkul gibi yatırım araçlarının yanına sermaye piyasalarındaki varlıkları da eklemeye başlayan bir profili ortaya çıkarıyor. Diğer yandan Türkiye'nin en fazla kripto varlığa sahip ülkeler listesinde zirvede olduğunu da unutmayalım.

Peki bu kadar rekor seviyede yatırımcı, üstelik yine istatistiklere göre çoğu da oldukça düşük tutarlarda portföylere sahip bireysel yatırımcı, yatırım kararlarını ne kadar bilgiyle alıyordur?

Malum çağ, bilgi çağı, veri akış hızı insanın herhangi bir yardım almadan işleyebileceği, değerlendirerek analiz edebileceği seviyenin çok üzerinde. Bu durumun ortaya çıkardığı gerçekliklerden biri de hepimizin mümkünse hazır, işlenmiş ve karar almaya müsait veriye erişme arayışında teknolojinin ve iletişim araçlarının nimetlerinden yararlanma arzusu. Sanırım anlamışsınızdır; sosyal medyadan bahsediyoruz...

"Arkadaşlar yeni Bitcoin bu coin'dir! Almayan üzülür!"

"Kaç x getirecek?"

"Hangi hisseyi alalım?"

"Pozisyonumuzu koruyoruz, bir değişiklik olursa size söyleyeceğim!"

"Ben size düşüş sinyali geldiğini daha önce söylemiştim, takip edenler bilir!"

Herkes sosyal medyada doğrudan kazandıracak bilginin peşinde kuşkusuz. Ancak bir gerçek daha var. Çağ, aynı zamanda "post-truth" çağı. Yani neyin doğru, neyin yanlış olduğunun bulanıklaştığı, en doğru kararı almaya yarayacak bilginin yığınlar içerisinde bir yerde kaybolduğu, o bilgiye erişimin önünün parazitlerle dolu olduğu çağ. İşte bu çağda "faydalı bilgiye" erişme mücadelesinde yalnızız. Sermaye piyasaları, çok fazla değişkenin bir araya gelerek neticede "azalış" ya da "artış" gibi iki temel dinamik ortaya çıkaran kompleks yapılardır. Bu yapıların kompleks olmasının temelinde de çok fazla çıkar grubunun yer alması yatar. İşte bu yapı içerisinde doğru kararları alabilmenin en kolay yolu neyin neden olduğuna dair çıkarımlar yapmanızı kolaylaştıracak "temel unsurları" öğrenmektir.

Bu kitap, "doğru bilinen yanlışları" anlatmak, işin doğrusunu açıklamak ve sermaye piyasalarının en hareketli ve ilgi çeken parçası olan hisse senedi piyasalarında doğru kararlar almanıza imkân tanıyacak bir rehber olması amacıyla yazıldı. Kitap içerisinde, az önce sözünü ettiğimiz parazitlerle dolu bilgi akışının temel kaynağı olan sosyal medyada yanlış anlaşılan ve yorumlanan birçok kavramın ve yaklaşımın doğrusunu bulacaksınız.

Serinin ilk kitabıyla amacımız, finansal okuryazarlığın temeli olduğuna inandığımız "doğru yatırım" yapabilme yetkinliğinin tüm yatırımcılara kazandırılabilmesi adına ilk ışığı yakmak ve okuyuculara yani sizlere parazitlerden arındırılmış, doğru bilgi elde edebilmek için bilmeniz gereken hususları en yalın biçimde aktarmak. Bu bakımdan konuları bölümlere ayırmak yerine, ihtiyaç duyduğunuz anda istediğiniz bölümü okuyabileceğiniz bir kaynak ortaya çıkarmaya çalıştık.

Keyifli okumalar dileriz...

Hüsnüniyet varsa ne önemi var kimdir, nedir?
Riya yoksa kelam yeterlidir…



Her Şeyin Başlangıç Noktası - 1: PARA

Bir sabah uyanıp işe gittiğinizde şirketiniz bundan sonra ücretleri deniz kabuklarıyla ödeyeceğini söylese ne yaparsınız? Hemen cevap vermeyin! Çünkü daha bitmedi, her gün alışveriş yaptığınız market de artık deniz kabuğu istiyor ekmek karşılığında, hep gittiğiniz kafe de uzun isimli sütlü k[redacted]hveniz için deniz kabuğu istedi. Vale kâğıt parayı aldı evet ama biraz bozuldu sanki... "Keşke deniz kabuğu olsaydı" dedi...

Varmak istediğim nokta aslında şu; neyin para olarak kullanılacağına nasıl karar veriyoruz? Bu soruya kolaycı bakış açısıyla cevap vermek istersek "devlet" deyip geçebiliriz. Ancak bu çoğunlukla işe yarasa da her zaman ve her koşulda doğru kabul edebileceğimiz bir yanıt değil. 90'lı yıllarda Irak halkı bunu yaşayarak öğrenmişti. Ambargo nedeniyle İngiltere me[redacted]ezli matbaadan (De La Rue) banknot kâğıdı tedarik edemeyen hükûmet rotayı Çin'e çevirmiş ancak iki farklı matbaanın bastığı banknotlarda kalite farkı olunca ortaya bir anda iki paralı bir ülke çıkmıştı. İlerleyen yıllarda bizzat devlet "ar-

tık eski parayı tanımayacağım" demesine rağmen beklenen olmadı... Eski para daha da değerli bir şekilde Iraklıların ceplerinde durmaya devam etti...

Para, her gün elimizden geçen toplumsal yaşantımızın temel dinamiklerinden biri. Olmazsa olmayacak kadar önemli! Peki onu ne kadar yakından tanıyoruz? Öyle ya, hayatınızda bu kadar önem taşıyan bir varlık varsa onu iyi tanıyor olmalısınız... Ancak konu paraya geldiğinde o kadar fazla eksik ve hatalı bilgiyle karşılaşıyoruz ki size biraz ondan bahsetmesek olmazdı. Şu an Türkiye'nin herhangi bir yerinde hararetli bir ekonomi tartışması içerisinde "bankamatikten gıcır gıcır paralar aldım, demek ki merkez bankası para basıyor!" denildiğinden eminiz! Ben de belirli aralıklarla bu cümleyi duyuyorum. Peki bu gerçekten doğru mu? Para piyasaya gıcır gıcır banknotlar yoluyla mı sürülüyor? Merkez bankaları dolaşımdaki para miktarını arttırmak istediğinde matbaaya fazla mesai mi yaptırıyor?

Elbette hayır. Öyleyse gelin ne oluyor hızlıca ve basitçe açıklayalım.

Değerli dostlar, bugün kullandığımız parasal sistemde para matbaada kâğıtlara değil, "kredi" olarak bankalarca basılıyor. Evet, parasal hacmi değiştiren husus dolaşımdaki kâğıt miktarından ziyade yeni verilen borç miktarıyla alakalıdır. Burada teknik detaylarına girip sizleri akademik bir metinle baş başa bırakmak istemeyiz ancak şu kadarını bilmemiz lazım; içinde yaşadığımız, çalıştığımız, harcama hakkını kazandığımız paranın dağılımı pek de adaletli değil. Bunu en basitiyle ekonomik hayata katılan insanları bir piramit düzeninde üçe ayırarak açıklayabiliriz. En alt kademedekiler, orta kademedekiler ve piramidin tepesi.

En alt kademedeki para kullanıcılarının finansal kurum ve hizmetlere erişimi çok kısıtlı, neredeyse hiç yoktur. Birçok Afrika ülke-

sinde bugün nüfusların büyük çoğunluğunun bir banka hesabı yok. Bu da demek oluyor ki alt ekonomik kademedeki insanların erişebileceği tek para, fiziksel olan! Yani kâğıt para. Ufacık bir kredibilitesi varsa mahallesindeki esnafa olan borçlarını ödeyecek kadar bir miktar dışında bu kişinin bir bankadan borçlanabilme yani "gelecekteki paradan pay alabilme" hakkı yoktur. Haliyle bakiyesi de hep pozitiftir. Yani parası varsa harcar, yoksa yoktur!

Piramidin ortasındakiler hem fiziksel paraya hem de belirli bir miktar "gelecekteki paraya" erişebilme hakkına sahipler. Bankalar bu kişilerin finansal geçmişlerine duydukları belirli bir güven sebebiyle bu kişilere ev, araba ya da çeşitli ihtiyaçlar için kredi vermeyi kabul eder. İşte tam da yukarıda sözünü ettiğimiz, paranın basıldığı nokta burasıdır. Kişi, sahip olmadığı bir miktar paraya gelecekte ödemek koşuluyla erişim hakkı kazanır. Kazandığı bu hakkı "bugün" harcar ve sonuçta dolaşıma para sokulmuş olur. O yüzden enflasyon dönemlerinde yani varlıkların değerinin gelecekte artması beklenen zamanlarda kredi yoluyla gelecekteki paraya erişme hakkı olanlar oldukça avantajlıdır.

Gelelim piramidin tepesine. Yani dünya servetinin büyük bir kısmına sahip azınlığa! Sandığınızın aksine bu kesimin bakiyesi hep pozitif değildir! Nasıl yani paraları yok mu yahu! Elbette paraları var, ancak fiziksel yani hali hazırda basılmış şekilde bir kasada duran veya bir banka hesabında duran paradan çok daha değerli bir paraya, "gelecekteki paraya" herkesten daha fazla erişim imkânları var.

Bugün içinde yaşadığımız, çalıştığımız ve bir yer edinmeye gayret ettiğimiz ekonomik modelde zenginlik banka hesabınızdaki parayla değil kredibilitenizle ölçülmektedir. 100 milyon dolar bakiyeniz olduğunda değil, bir telefonla 100 milyon dolar borçlanma hakkınız olduğunda gerçekten zenginsinizdir. Ancak bugün yukarıda anlat-

tıklarımızla varmak istediğimiz başka bir nokta var. O nokta, paranın güvenle olan ilişkisi elbette. Çünkü o gelecekteki paraya erişim hakkını size sağlayan da bir toplumun neyi para olarak kullanacağının altında yatan da güvendir. Güven olmasa ekonomik hayatımız çıkmaza girerdi. Öyleyse mesele para olunca arkasında bir yerlerde güven de olmak zorunda değil mi?



Parayla Ne Yapılmaz?

Başlıktaki sorunun epey çok yanıtı olduğunun farkındayız. Ama biz biraz daha finansal okuryazarlık çerçevesinden ilerlemek istiyoruz.

Kendi finansal özgürlüğümüzü kazanmanın en temel yollarından biri düzenli gelir akışı sağlayan ancak fazlaca emek/zaman ayırmamızı gerektirmeyen yatırımlar yapmaktır. Buna pasif gelir deniliyor. Türkiye'de ise "üç dükkânı var her ay tıkır tıkır kirası yatıyor!" cümlesiyle sanırım daha açıklayıcı bir tanım yapmış oluruz. Eminim içimizde pasif gelir alternatiflerinden yararlanmak istemeyen yoktur. Kim düzenli ek gelire hayır diyebilir ki!

Peki Mısır'daki dedelerden kalan bir miras da yoksa bu pasif gelire nasıl erişebiliriz?

Bir önceki başlıkta çok kısa da olsa nasıl bir para kullandığımızı ve o paraya herkesin aynı koşullarda erişim imkânı olmadığını açıklamıştık. İşte paranın o özellikleri, yatırım ve tasarruf planlarımızı

şekillendirirken de dikkate almamız gereken özelliklerdir. Yani eğer birilerinin gelecekteki paraya diğerlerinden önce erişim hakkı/imkânı varsa (kredi yoluyla) bu onları yatırımlar açısından da diğerlerinden avantajlı konuma getirecektir.

Öyleyse bireysel bir yatırımcı olarak yapmamız gereken şey bize tanınan imkân kadar borçlanmaktır. Hayır, niyetimiz durduk yere sizi dünyanın borcuna sokup iflasa sürüklemek değil. Ancak şunu unutmamalıyız; mevcut parasal sistemde "para" biriktirerek yaptığınız tasarrufların geri dönüşü sizi hiçbir zaman mutlu etmeyecektir.

Bunu somutlaştırmak adına şu örneği verelim; 2019 yılında eğer birikimlerinizi dolarda değerlendirenlerden biriydiyseniz, 2020 yılında o birikimleriniz 2019'dan çok daha düşük bir alım gücüne sahip hale gelmişti. Çünkü pandemi sürecinde Amerikan Merkez Bankası ve o dönemdeki yönetimin dolaşımdaki para miktarını arttırıcı politikaları sizin bir kenarda tuttuğunuz paradan daha fazla sayıda olması anlamına geldi. Yani biriktirdiğinizi düşündüğünüz "şey" eridi gitti...

Öyleyse "para" ile uzun vadeli birikim yapmak, hangi ülkenin para birimi olursa olsun doğru bir finansal karar değildir. Yapılması gereken ise mümkün olduğu kadar fazla "yeni piyasaya sürülen paraya" erişmek yani borç almak ve bu parayı gelecekte değer yaratacak "gerçek varlıklara" yatırmaktır. Peki nedir o gerçek varlıklar? Para olmadığı kesin!

Bir örnek olarak hisse senetlerini verebiliriz. Yani bir şirkete; üreten, yatırım yapan, para kazanan bir şirkete ortak olmak ve gelecekteki değerinden pay almak. Buradaki yol haritamız aslında çok basit.

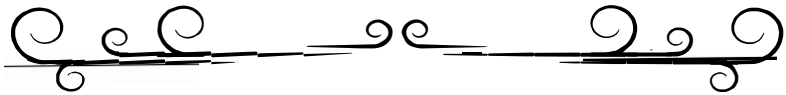
- Bugün kredibilitenin imkân verdiği kadar gelecekteki paraya eriş,
- Bu parayla gelecekte değer yaratacak araçlara yatırım yap,
- Bugünkü harcamalarını ertele/kıs ve aldığın borcun taksitlerini öde.

Şirketler için söylenen çok doğru bir söz vardır;

"Şirketi borç değil nakit akışı batırır".

Bu söz bireyler için de geçerlidir. O yüzden az önce verdiğimiz yol haritasının en kritik kısmı "taksitleri öde" kısmıdır. Finansal özgürlüğe giden yol ancak kendi nakit akışınızı doğru yönetebildiğiniz bir harcama/tasarruf dengesiyle mümkündür.

Yani özetle; parayla ne yapılmaz sorusunun cevabı, ***birikim yapılmaz!***



İki Borsacının Konuşmaları

Bir kâğıt var ama nasıl güzel!

bir süre sonra

Ne dedim sana. Dur izle sen izle!

bir süre sonra

Biliyoruz da konuşuyoruz...

bir süre sonra

Yırttık oğlum!

bir süre sonra

Moral bozma, GAP dolduruyorlar!

bir süre sonra

Yok yok. Sabırlı olan kazanır. Malı vermem buradan!

bir süre sonra

BATTIK!

bir süre sonra

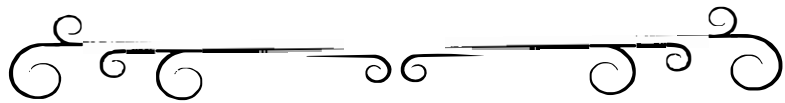
Nerde bu SPK! Hırsız varrrrr!

bir süre sonra

Verdim, çıktım. Benim için borsa bitmiştir!

sessizlikle geçen birkaç süre sonra.

Şef, var mı girilecek kâğıt?



Bilgi dağarcığı genişledikçe yargı dağılamaz, ahkam kesemezsin...
Boynun eğilir ve hiçbirşey bilmiyormuş gibi hissetmeye başlarsın.
Nezaketin artar, konuşmaktan ziyade dinlemeye çalışırsın...



Her şeyin Başlangıç Noktası- 2: DEĞER

Değer, bir mal veya hizmetin sağladığı ya da sağlayacağı *faydaların ölçümüdür*. Bu tanımda iki unsur dikkatimizi çekmeli; fayda unsuru ve ölçüm unsuru.

Fayda, bireylerin mal veya hizmet kullanımı (tüketimi) karşılığında elde ettikleri haz, doyum, mutluluk ve memnuniyet gibi etkilere yol açan sonuçtur.

Ölçüm ise, bir olgunun kıyaslanabilir yani herkes tarafından anlaşılabilir şekilde belirli ve standardize edilmiş bir birim cinsinden ifade edilmesidir.

İşte bu iki unsur perspektifinden değer, beklenen faydaların kıyaslanabilir şekilde, anlaşılır bir izahıdır. Kuşkusuz hem fayda hem de ölçüm değer üzerinde önemli etkilere sahiptir. Örneğin fayda, sübjektif bir olgudur. Yani kişiden kişiye değişir. Annemin amatörce yaptığı resimler bana göre paha biçilmez olabilir ancak satışa çıkarılırsa o resimlere atfettiğim değer aynı karşılığı bulmayabilir. İşte fay-

danın bu yönü, değerin de sübjektif hale gelmesine yol açmaktadır. Öte yandan ölçüm açısından değeri anlaşılır şekilde açıklayabilmek için standardize bir ifade gerektirdiğinden genellikle para birimi kullanılır. Ancak her değer unsuru para ile ölçülemeyebilir. Mesela bir köyün yanında yer alan ve hayati risk oluşturan bir derenin ıslah çalışmasının değerini para birimiyle ifade etmek mümkün değildir. Taşkın ihtimalinin yol açacağı can ve mal kaybının önlenmesi (riskten bertaraf edilmiş hane halkı sayısı gibi) dere ıslahı projesinin değerini ifade eder.

İşte yukarıdaki etkiler nedeniyle değer ölçümünde iki ana ayrım söz konusudur;

- Değerin finansal ölçümü
- Değerin finansal olmayan ölçümü.

Finansal bilgi, parasal ölçümü ifade eder. Yani parayla ölçebildiğimiz fayda unsurları finansal bilgiyi oluşturur. Parayla ölçemediğimiz hiçbir şey finansal bilgi yaratmaz. Finansal olmayan bilgi ise parayla ölçemediğimiz unsurlardır. Bazı durumlarda değer hem finansal hem de finansal olmayan bilgilerle beraber ifade edilir. Örneğin geçiş garantili bir otoyola sahip olmanın değeri, finansal olarak elde edilecek ücret gelirlerinden hareketle hesaplanıp sunulurken diğer taraftan kaza sayısındaki düşüş, ulaşım süresinin kısalması ve diğer faydalar gibi otoyolun sağladığı finansal olmayan faydalar da belirtilir.

Kitabımızın çerçevesi sermaye piyasaları olduğu için finansal olmayan değer oluşumunun detaylarını bir kenara bırakarak ilerlemek istiyoruz. Ancak lütfen aklımızın bir kenarında finansal tablolara değer atfetme çabasının, değerleme işinin günümüzde sadece bir kısmını oluşturduğunu da tutalım. Yani finansal olmayan değerleme

olmadan değer kavramının teorik çerçevesi oturmaz. Artık parayla ölçülemeyen değer oluşumları da raporlanmaktadır ki biz bunu "sürdürülebilirlik muhasebesi" dâhilinde "entegre raporlarda" gözlemlemekteyiz. Kısaca, **içinde bulunduğumuz** konjonktürde hem finansal hem de finansal olmayan raporlar değer izahı için birlikte ele alınıyor. Literatürde geçmişten günümüze değer çeşitlerini ifade eden fazlaca tanım geliştirilmiştir. Her biri teorik arka planıyla çok geniş anlamlar ifade etmektedir. Ancak biz sizi akademik ve teorik tanım havuzunda yormadan iki temel değer kavramıyla buluşturmak istiyoruz;

- Gerçeğe uygun değer
- Olması gereken değer

Gerçeğe Uygun Değer kavramı Uluslararası Değerleme Standartları'nda ve 13 nolu Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda (UFRS) yer bulmuştur. Hemen belirtelim, gerçeğe uygun değer kavramının İngilizce orijinali "*fair value*" olarak anılır. Bu kavramı tam Türkçeleştirdiğimizde "makul değer" kavramına ulaşırız. Ancak düzenleyici kurumlar standartların çevirisini yaparken bu kavramı gerçeğe uygun değer olarak Türkçeye çevirdiler ve literatürde genel kabul yarattılar. Bu görüşe katılmadığımızı belirtelim ve hızlıca sebebini de açıklayalım.

UFRS 13-9 paragrafı der ki; "Gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyattır.". Yani standart diyor ki; yeterli sayıda alıcı ve satıcının olduğu bir piyasada ilgili malın alım satımında oluşan fiyat gerçeğe uygun değerdir. Buna göre, örneğin Borsa İstanbul'da A hisse senedinin bugünkü kapanış fiyatı o hisse senedinin gerçeğe uygun değeridir.

Peki biz bunu nasıl anlamalıyız?

Standartlar, piyasada oluşan fiyatın "gerçek" değil "makul" olduğunu söylüyor. Yani bu fiyata (Seviye 1 kotasyon durumu) kimsenin itiraz edemeyeceğini, karar alıcıları yanıltmayacağını belirtiyor. Örneğin, bilançoda finansal yatırımlar altında 1000 adet A hisse senedi ve o hissenin 31.12.2022 kapanış fiyatı 100 TL olsun. Bilançoda finansal yatırım toplamına 100.000 TL yazabilirsiniz ve buna itiraz edilemez yani makuldür deniliyor. İşte bu yüzden söz konusu çevirinin hatalı olduğunu düşünüyoruz. Çünkü finansal okuryazar olmayan bir kişi, kavramın Türkçe çevirisinden hareketle bilançoda yazan tutarı "gerçek değer" gibi yanlış bir algıyla benimseyebilir. Oysaki tekrar etmek gerekirse piyasada belirlenen fiyat "gerçek" değil ancak "makul" yani ***raporlanmasına itiraz edilemeyecek, karar almak için kullanılabilecek değer ölçümüdür.***

Şimdi izninizle gelelim olması gereken değer tanımına;

Olması gereken değer (intrinsic value), bir varlığın mümkün olduğunca subjektiflikten arındırılmış objektif yöntemlerle hesaplanan değeridir. Yani bir hisse senedinin piyasadaki cari fiyatına bakılmaksızın yapılan değerleme çalışması sonucunda hesaplanan parasal tutar, o varlığın gerçek değeridir. Örneğin, 31.12.2022'de Borsa İstanbul'daki kapanış fiyatı 100 TL olan hisse senedinin olması gereken değeri 80 TL veya 120 TL olarak hesaplanabilir. 80 TL hesaplanmış ise hisse yüksek değerlenmiş (overvalued) anlamına gelir ve satılması gerekir. 120 TL hesaplanmış ise hisse düşük değerlenmiştir (undervalued) ve tutulması veya alınması gerekir.

Yani özetle;

- Olması gereken değer > gerçeğe uygun değer ise; TUT ve/veya AL,
- Olması gereken değer < gerçeğe uygun değer ise; SAT tercihi yapılmalıdır ki temel analizin varoluş amacı da bu mukayesedir.

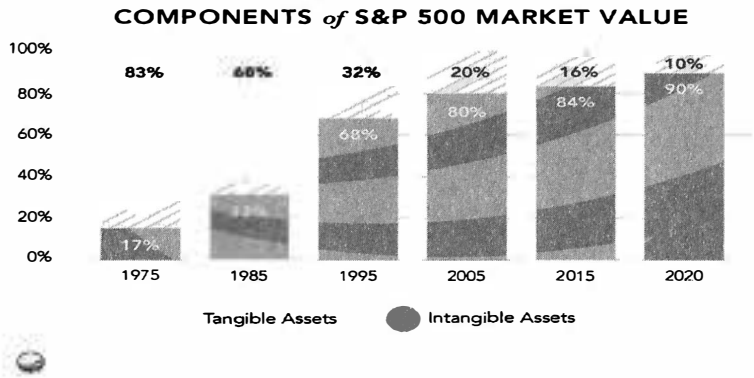
Öyleyse gerçeğe uygun değer[1] (doğru çevirisiyle makul değer) kavramı, piyasada oluşan fiyatı ifade eder ve gayesi raporlamada itiraz edilemez bir ölçümün yazılmasıdır. Bu bahisle, etkinliği düşük piyasalara ve sığ tahtalara sahip hisse senetlerine da[redacted]finansal raporlama sonuçlarında fiyatlama hatası yani finansal büyüklükler gerçeklikten uzaktır. Olması gereken değer analizi sermaye piyasalarının en önemli işlevidir ve ciddi finansal okuryazarlık gerektirir. Ancak değer sübjektif olduğu için değerleme çalışmalarının hiçbirinde tam objektiflik yakalanması söz konusu değildir. Değerlemenin iyisi; yapanın uzmanlığı, kullandığı göstergelerin yerindeliği gibi objektifliği arttıran unsurların varlığına bağlıdır. Buradan hareketle fiyat tespit raporlarından tutun da açıklanan hedef portföy göstergelerinin hiçbiri değerleme çalışmalarının analizi yapılmadan yorumlanmamalıdır.

Değer dediğimiz şey sadece finansal tablolarda raporlanan aktif büyüklüğü müdür?

Yanıt aslında çok kısa; hayır! Paragraftan sonraki grafik yıllar itibariyle ABD S&P 500 endeksindeki işletmelerin varlıklarına ilişkin (aktiflerine) değer oluşumlarını analiz eden bir araştırmanın sonuçlarını barındırıyor. "tangible assets" denilen olgu işletmelerin bina, arsa, demirbaş gibi "maddi duran varlıklarını" ifade ederken "intangible assets" ise işletmelerin marka değerleri gibi "maddi olmayan duran varlıklarını" ifade ediyor.

1 Gerçeğe uygun değer ve olması gereken değer ilişkisinde piyasanın rolü için lü[redacted]n okuyunuz; Gökten, S. (2018). UFRS 13 Seviye 1 ve 2 Girdilerinin Gerçeğe Uygunluğu: Etkin Piyasalar Hipotezi Çerçevesinde Kuramsal Bir Tartışma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20(4), 785-809.

S&P 500 Onar Yıllık Varlık Dağılımı



Kaynak: https://oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/

Grafikle anlatmaya çalıştığımız husus 2020 yılı itibariyle S&P 500 endeksindeki işletmelerin toplam varlık değerlerinin yüzde 90'ının "intangible asset" yani "maddi olmayan duran varlıklardan" oluştuğu gerçeğidir. Üstelik piyasa değeri ve defter değeri ilişkisini tartıştığımız bölümde de detaylıca okuyacağınız üzere Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, işletme içi yaratılan maddi olmayan duran varlık değerlerinin yani; marka değeri, insan sermayesi (çalışanların yetenekleri) değeri, ilişkisel sermaye (mevcut müşteri havuzu) değeri, yapısal sermaye (o işletmenin teşkil edilmesi için harcanan emek) değeri gibi unsurların finansal tablolarda raporlanmasına izin vermemektedir.

Kısaca değer, finansal tablolarda raporlanandan çok daha fazlasıdır...

Değerlemede Kârlılığa Dair Bir Tespit: ABD'li Tesla ve Snap Vakaları Işığında Türkiye'de Halka Arz Kriterleri

Türkiye'de halka arz edilecek her firma için öncesinde bir fiyat tespit raporu hazırlanır ve şirketin halka arz fiyatı bu rapor eliyle ve SPK onayıyla ortaya çıkmış olur. Daha sonra yatırımcılar bu fiyat üzerinden kendi değerlendirmelerini yaparak hisse fiyatı ucuz mu pahalı mı daha doğrusu firmanın değeri doğru tespit edilmiş mi edilmemiş mi bunu anlamaya çalışır. Bu fiyat tespit çalışması süresince ve firmanın halka arzı sonrasında her çeyrekte açıklanan finansal tablolarda en fazla merak edilen kalemlerden biri kâr kalemidir.

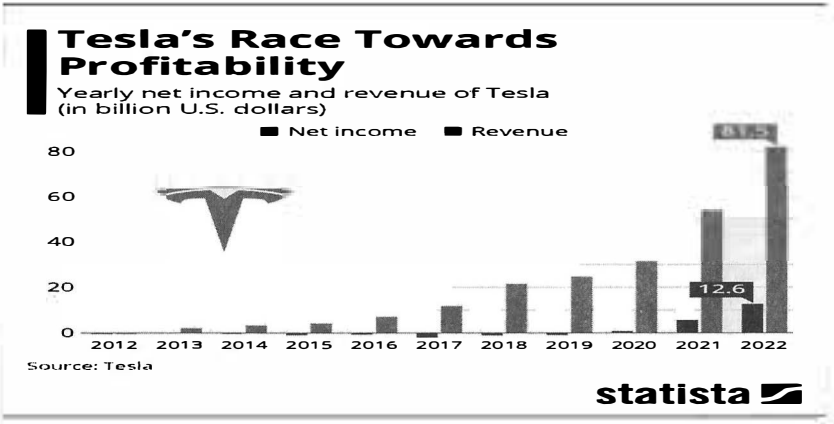
Kuşkusuz kâr bir işletmenin finansal performansına dair çok değerli bir gösterge. Hatta öyle ki SPK'nın halka arz kriterleri içerisinde de kârlılık yer alır. Bir şirket son 2 yılında kâr elde edememişse (yıldız pazar için 1 yıl) halka arz için başvuramıyor. Yani Türkiye'de halka arz olmak isteyen girişimler için de o girişimlerin yatırımcısı olmak isteyenler için de kâr kâr kâr!

Ama zaman zaman bu göstergeye olması gerekenden fazla "değer" atfederek adeta kutsallaştırabiliyoruz. Peki dünyada bu durum nasıl? Mesela teknoloji şirketlerine gıpta ettiğimiz ABD'de vaziyet nasıl acaba? Yani bir an için Tesla'nın, Snapchat'in Türkiye'de olduğunu ve ABD'de halka arz oldukları koşullarda Türkiye'de halka arz için SPK'ya başvurduklarını varsayalım, sonuç ne olurdu acaba? Ama durun, gelin öncesinde bu şirketlerin kârlılıklarına bir göz atalım.

Aşağıdaki grafik Tesla'nın 2012 yılından itibaren hasılat (revenue) ve kâr/zararını (net income) gösteriyor. 2010 yılında halka arz olan Tesla, 2009-2019 yıllarında süreklilik gösterir şekilde zarar etmiştir. İlk kez 2020 yılında kâr açıklamıştır. Takiben de finansal

performans olarak hızlı büyüme dönemine girmiştir. Yani şirket halka arz öncesinde de halka arz sonrasında da hep zarar etmiş, halka arzın üzerinden ancak 10 yıl geçtikten sonra kârlılığa ulaşabilmiştir.

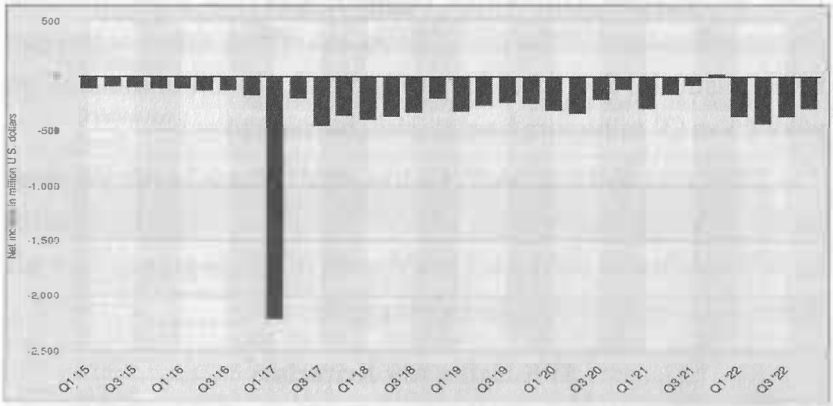
Tesla Net Kâr/Hasılat 2012-2022



Kaynak: www.statista.com/chart/26705/yearly-net-income-and-revenue-of-tesla/

Şimdi yukarıdaki soruya cevap verecek olursak sonuç aslında çok açık. Tesla Türkiye'de bir şirket olsa halka arz olamazdı! Çünkü halka arz kriterlerini karşılamıyordu! Peki diğer örneğimiz Snapchat'te durum nasıl diye bakacak olursak kâr sevenler için Snap'in hali Tesla'dan da beter vaziyette. 2011 yılında Snapchat adıyla kurulan daha sonra çatı şirket Snap ile yola devam eden girişim, Mart 2017'de New York borsasında işlem görmeye başladı. Ancak Snap, aşağıdaki 2015 yılından itibaren çeyreklik bazda görülen kâr/zarar grafiğinden de anlaşılacağı üzere ne halka arz öncesinde ne de halka arz sonrasında kârlılığı yakalayamadı.

Snap Net Kâr/Zarar 2015-2022



Kaynak:https://www.statista.com/statistics/668096/snapchat-quarterly-net-income-loss/

Türkiye'de olsalar halka arz dahi olamayacak şirketlerin bu kitap yazılırken ki hisse fiyatları dikkate alındığında Tesla yaklaşık 510 milyar dolar, Snap ise yaklaşık 16 milyar dolar değere sahip şirketlerdir. Yani işletmenin değeri kârlılıktan bağımsız olmasa da diğer değişkenlerle de önemli ölçüde ilişki içerisindedir. Neyi kastediyoruz? Unutulmamalıdır ki yatırım, geleceğe yönelik beklentilerle şekillenir. Ve her defasında ifade ettiğimiz gibi şirketler için esas olan kısa dönemli kâr maksimizasyonu değil, uzun dönemli değer maksimizasyonudur. Şayet böyle olmasaydı bugün Elon Musk'ın başarısından söz etmek mümkün olmayacaktı.

Öyleyse Türkiye'de de çok daha zengin bir yatırım iklimi oluşturmak, gelecek değerine odaklı yüksek katma değerli teknoloji startup'larını ihtiyaç duydukları finansmanla buluşturmak ve çok daha gelişmiş bir sermaye piyasaları yapısına sahip olmak için halka arz kriterlerinde belirli tutarlara bağlı, mekanik koşullar değil değer yönetimine dayalı bir takım oransal koşullar aramak gerekir.

Çünkü sadece "2 yıl kâr koşulu" değil, diğer halka arz koşullarımız da ne yazık ki mekanik birtakım kriterlere dayanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), halka arz için üç temel asgari şart belirlemiştir: (1) Son iki yıl kâr etmiş olmak, (2) minimum aktif büyüklüğü ve (3) minimum hasılat (ciro) büyüklüğü.

Şirketlerin halka açılabilmesi için asgari olarak belirlenen tutarlar her yıl kanun kapsamında yeniden değerleme oranına göre artırılır. SPK tarafından ilan edilen son durum itibariyle geçmiş dört yıla ilişkin asgari büyüklükler aşağıdaki gibidir.

SPK Halka Arz Kriterleri

	2019	2020	2021(1)	2021(2)	2022
Minimum hasılat büyüklüğü	9.750.000	10.638.225	60.000.000	180.000.000	270.000.000
Minimum aktif büyüklüğü	19.500.000	21.276.450	100.000.000	300.000.000	450.000.000
Yeniden değerleme oranı	22,58%	9,11%	36,20%		122,93%
Gerçekleşen artış oranı	22,58%	9,11%	**464,00%**		**350,00%**

2022 yılında, 20212 yılı için belirlenmiş olan tutarlar yenilenerek minimum hasılat büyüklüğü 180 milyon TL'ye ve minimum aktif büyüklüğü 300 milyon TL'ye çıkarılmıştır.

Nihayetinde görülebileceği gibi özellikle 2021 ve 2022 itibariyle halka arz şartlarına ilişkin asgari büyüklüklerde yeniden değerleme oranının çok üzerinde "artışlar" yapıldığı görülmektedir. Dolayısıyla mevcut koşullar altında halka arza başvurabilmek için Şirketin 2022 ve 2021 itibariyle sırasıyla aktif büyüklükleri minimum 450 milyon TL ve 300 milyon TL; hasılat büyüklükleri ise minimum 270 milyon TL ve 180 milyon TL olmak zorundadır.

Basitçe 2022 yılında halka arz olan işletmelerin bir an için halka arz olmadıklarını ve cari koşullar altında bugün halka arz başvurusu yaptıklarını düşünelim. Şayet öyle olsaydı, aşağıdaki tabloda renklendirilmiş işletmeler halka arz olamazlardı!

2022 Yılında Halka Arz Olan Şirketler

(TL)	Aktif Büyüklüğü		Hasılat Büyüklüğü	
	2022	2021	2022	2021
Minimum Tutarlar (Halka Arz Şartı)	**450.000.000**	**300.000.000**	**270.000.000**	**180.000.000**
SDTTR	631.343.830	376.279.551	502.774.735	260.706.839
ONCSM	167.375.496	129.551.193	140.534.556	127.988.678
EYGYO	1.698.487.016	768.554.836	75.157.762	12.364.403
TERA	1.097.917.606	323.767.140	1.366.939.959	1.443.817.682
AHGAZ	17.364.655.979	3.548.863.943	12.105.547.615	3.700.025.016
PLTUR	2.296.361.128	1.617.789.170	1.578.028.874	835.212.076
OZSUB	836.719.832	398.788.548	834.918.134	185.275.725
SNICA	2.178.757.602	968.526.927	1.325.110.542	713.027.375
ALFAS	1.970.722.031	440.607.278	2.297.365.521	438.553.686
AZTEK	1.303.571.440	556.494.062	2.552.562.044	1.081.557.080
HKTM	490.608.806	239.774.411	282.159.287	181.765.004
BARMA	1.367.295.190	641.234.915	1.469.595.897	771.092.293
OBASE	334.572.390	152.903.525	172.083.254	104.770.642
KRPLS	555.735.023	405.999.940	633.530.024	407.340.211
KLRHO	13.106.648.000	4.988.009.000	2.272.399.000	993.752.000
RUBNS	1.530.515.656	687.189.718	742.489.969	355.104.494
KCAER	7.301.477.194	3.460.850.875	9.418.465.603	4.216.306.544
PRDGS	702.935.772	354.285.848	230.962.512	177.148.328
MAKIM	284.491.070	139.216.553	291.551.864	144.829.731
EUREN	2.879.846.890	977.325.277	2.367.740.741	1.047.573.833
SEGYO	2.904.382.591	1.603.391.131	106.873.233	53.020.072
SUNTK	2.698.652.087	1.823.997.242	3.974.507.185	2.226.130.217
YYLGD	6.555.669.079	2.825.336.799	11.703.562.712	4.481.737.404
BMSTL	1.048.739.000	604.434.233	1.112.868.185	555.273.247
IMASM	1.396.047.542	661.577.214	617.166.592	272.797.110
KMPUR	4.578.912.163	2.208.353.772	4.890.048.530	2.172.688.464
CONSE	1.892.235.901	1.279.066.366	559.873.121	371.893.186
SUWEN	716.494.505	263.759.020	940.027.301	359.858.381
LIDER	1.742.968.408	994.122.960	713.222.285	476.301.309
SMRTG	2.595.668.269	818.331.763	2.199.508.538	846.114.782
ENSRI	449.024.885	288.264.510	189.386.442	95.834.051
GRSEL	2.615.582.934	802.797.448	1.704.888.168	633.490.056
GZNMI	873.138.925	151.020.619	516.586.057	169.382.442
KLSYN	1.289.380.038	982.039.066	526.605.371	278.567.717
HTTBT	1.017.188.699	371.194.109	311.102.695	128.265.259
INVES	8.295.501.713	2.599.204.562	4.431.273.932	1.678.938.196
DAPGM	7.279.092.280	2.633.607.623	4.341.132.623	912.400.097
HUNER	4.201.259.787	2.793.034.015	459.535.535	163.533.863
PNLSN	1.209.250.350	559.381.884	1.176.616.894	605.449.972

Bu işletmelerin "şansı" yeni şartlar açıklanmadan başvuru yapmış olmak! Net olan ise bu durumun mevcut şartlara takılmış olanlar için adaletsizlik yarattığıdır. Elbette sermaye piyasalarında finansman arayışı şansa tabi olmamalıdır. Kaldı ki, bu işletmeler "mekanik şartları" yerine getirenlerden belki de daha iyi performans sergileyecek faaliyet konularına, gelecek perspektifine veya kabiliyetlere sahipler. Bu da tamamen yatırımcıların kararında olmalıdır.

Aynısından Kaynımda da Var!

Kulak kesilmiştir karşı masadaki muhabbete.
Gitmeli midir?
Utanmaktadır da...
Cesaretini toplar.
"Ağalar merhaba" der.
Masadakiler biraz sinirli ve biraz da tedirgin,
Hayırdır? Der gibilerinden bakar...
Derin bir sessizlik sürer on saniye.
Tedirginliğini saklar şekilde,
Kısmen hazır ola yakın bir duruşta,
Çıkar ağzından kelimeler.
"Duydum da konuştuğunuzu,
Ya aynısı benim kaynımda da var,
O da merak ediyor!
Ne yapsa ki?
Masadan ses gelir: Tutsun aman haaaaa!
Düşeni kırdı...



Finans Nedir?

Finans, servet maksimizasyonu amacına yönelik olarak paranın ve parayla ölçülebilir unsurların yönetilmesi ve yaratılması üzerine yapılan faaliyetleri içeren bir disiplindir.

Ekonomik olaylar sonucunda ortaya çıkan bilgi parayla ölçülebiliyor ise bu bir finansal bilgidir. Dolayısıyla finans disiplini, para veya parayla ölçülebilir unsurları yani finansal varlıkları ve kaynakları konu edinir.



> Ekonominin amacı yaşam kalitesi optimizasyonu iken finansın amacı servet maksimizasyonudur. Yani ekonomi ile finans eşanlamlı değildir.

Servet ise, sahip olunan varlıkların parasal değeri yani finansman, yatırım ve kâr dağıtımı politikalarının bir sonucudur. Finansal

yönetimde kaynak bulunmasına yönelik faaliyetler (finansman politikası), kaynakların hangi alanlarda kullanılacağına ilişkin kararlar (yatırım politikası) ve elde edilen getirilerin yeniden kullanılıp (otofinansman) kullanılmaması seçimleri (kâr dağıtımı politikası) servet maksimizasyonu amacı doğrultusunda gerçekleştirilir.



Finansman politikasında hedef kaynak maliyeti minimizasyonu,

Yatırım politikasında hedef getiri maksimizasyonu ve

Kâr dağıtımı politikasında hedef öz kaynak üzerindeki talep hakkı sahiplerinin beklentilerinin optimizasyonudur.

Buradan yola çıkarak servet (S) yani sahip olunan varlıkların parasal değeri finansman politikasının (FP), yatırım politikasının (YP) ve kâr dağıtımı politikasının (KP) bir fonksiyonudur;

S=f (FP, YP, KP).

Finans disiplini üç temel başlık altında sınıflandırılmakta ve ele alınmaktadır: Bunlar kamu finansı (maliye), kurumsal finans ve kişisel finanstır. Her üç alan itibariyle servet maksimizasyonu amacının nitelik ve nicelik olarak teşkili ve uygulanması farklılıklar içerir. Örneğin kamu finansı itibariyle toplanan vergilerin harcanması salt parasal getiri maksimizasyonu ile izah edilemeyecek yatırım politikası kararları içerir. Veya ortaya çıkan bütçe fazlasının vergi veren vatandaşlara (öz kaynak üzerindeki talep hakkı sahipleri) dağıtılması kararı kamu maliyesi çerçevesinde kâr dağıtımı politikasının uygulanma şeklidir.

Finans disiplini geleneksel yöntem ve araçların yetersiz kaldığı finansal konuları çözmek için parayla ölçülebilen yeni araçlar tasarlayabilir, yaratabilir ve bunların işleme konu edildiği yeni sistemler oluşturabilir. Örneğin finansal mühendislik çerçevesinde değerlendirilen yapılandırılmış finans, ana kuruluştaki varlıkların kredi riskini transfer eden, menkul kıymetleştirme ve kredi türevlerini beraberce kullanarak fon temini için hibrit finansal araçlar (nakit teminatlandırılmış borç yükümlülükleri gibi) oluşturan bir sistemdir.

Tecrübe edince bilgilenmiş olmazsın...

Bilgin var lakin tecrübe etmemişsen uygulayamazsın!



Muhasebe Nedir?

Şu anda, hayatınızın muhasebesini yapın diye sorulsa, nasıl cevap verirdiniz?

Pek de kolay olmasa gerek değil mi? Hayatı demiyoruz, cevabı diyoruz! Yani "iyi" veya "kötü" diyerek geçiştirilebilecek bir soru değil. İyi tarafları da olmuştur, hatırlamak istemeyeceğiniz yönleri de. Tabii sınıflandırmak da gerekli. Hangi yönüyle iyi ya da kötü: Para, aşk, kariyer? Düşünün, bu soruya nasıl cevap verirdiniz. Öyle bir cevap olmalı ki saatlerce sürmemeli. Çok kısa da olmamalı. Hayatınızdaki önemli tüm yönleri ifade etmeli. Geçmişin aynası, geleceğin dürbünü görevi görmeli ve her kim olursa olsun cevabınızdan aynı şeyleri anlamalı, kısacası cevabınız her şeyi tam açıklamalı.

Anlayacağınız hayat muhasebesi biraz çetrefilli. Gelin biz muhasebenin ne olduğuna sosyal medya üzerinden yanıt arayalım.

Sosyal medya hayatımızın olmazsa olmazı haline geldi. İletişim kurmanın ötesinde bizlerin birer yansıması adeta. Karşımızdakine

artık sosyal medyada olup olmadığını dahi sormuyoruz, doğrudan dijital dünyada onun izlerini arıyoruz. Ne düşünür, ne giyer, ne yer, ne içer, nerelere gider... Merakımızı gideriyor, örnek alıyor veya eleştiri bombardımanına tutuyoruz. Nereden bakarsak bakalım, eskiye kıyasla her şey daha şeffaf.

Biraz latife olsun. Elektrik alma işine biz de girelim. Evlenmek isteyen ve kısmet arayanları tanıştırmak muhakkak daha kolay artık. Göster birbirlerinin sosyal medya hesaplarını, olsun bitsin. Şayet öncelikle dijital dünyadaki hallerinden elektrik alıyorlarsa buluşup bir latte içsinler. Nasıl olacak bu? Erkek bakacak; nereye gidiyor, nasıl giyiniyor, tipi mi? Kız bakacak; hali vakti yerinde mi, efendi mi, aile bağları nasıl? Farz edelim hem erkek hem de kız adayımızın fotoğrafları birbirleri açısından son derece olumlu. Üzerinde jilet gibi bir takımla güzel bir arabadan inerken, bilgisayarın başında iş yoğunluğunu vurgulayan fotoğrafları elektrik alması için yetiyor kız adayımıza. Kızın ince beli, uzun boyu tam da tipim dedirtiyor erkek adaya. İkisi de tamam diyor, buluşalım. Şu ana kadar sosyal medya hesapları üzerinden randevu kararı verme sürecine ilişkin ortaya koyduğumuz mizansen tamamıyla muhasebeyle ilişkili.

Nasıl mı? Açıklamadan önce örneğimize devam edelim.

Adaylarımız bir kafede buluşuyorlar. O da ne! Kız fotoğraftaki gibi incecik belli değil. Boyu da normal. Ama nasıl olur? Ya erkeğe ne demeli? Meğerse buluşmaya gelirken toplu taşıma kullanmış. Güzel bir arabası da plaza da kıyak bir işi de yok. Kızın fotoğraf uygulamasıyla belini incelttiği ve boyunu uzattığı; erkeğin ise arkadaşının arabasıyla ve ofisinde fotoğraf çektirdiği anlaşılıyor kısa zaman içerisinde. Moraller birden bozuluyor ve sosyal medya hesaplarından alınan elektrik anında yok oluyor. İkisi de buluşma kararlarını sorgulayarak ne denli yanlış tespitte bulunduklarını düşünüyorlar ve birbirlerini

suçluyorlar... Suçlamanın temelinde ise niye şeffaf olmadıkları yatıyor.

Halbuki her iki taraf da buluşma kararı verebilmek için birbirlerini sosyal medya hesapları üzerinden araştırdı. Diğer bir ifadeyle, birbirleriyle ilgili sosyal bilgilere ulaşmaya çalıştılar ve iletişim aracı olarak da birbirlerinin sosyal medya hesaplarını kullandılar.

Örneğimizdeki sosyal medya hesapları esasen adayların karşı tarafa sundukları raporları temsil etmektedir. Bu raporlar geçmişten günümüze kişinin sosyoekonomik durumundaki değişimlere, kişinin tercihlerine ve sosyal çevresine ilişkin bilgi sunmaktadır.

Sosyal medya hesaplarının yani raporların ortaya çıkması için veri girişi gerekir. Kişiler bizzat kendileri bu veri girişlerini yapmakta ve şahsi raporlarını oluşturmaktalar. Bu bağlamda sosyal medya hesapları bir bakıma kişilerin sosyoekonomik raporlarıdır. Adaylarımız buluşma kararı verirken birbirlerinin raporlarından faydalanmış; kısaca birbirlerine raporlarını sunmuş ve analiz etmişlerdir. Yani doğrudan muhasebeden faydalanmışlardır.

Muhasebe, karar süreçlerinin yürütülebilmesi için oluşturulmuş bilgi sistemidir. Etimolojik olarak muhasebe, hesaplamak fiilini ifade etmektedir. Buradan hareketle, muhasebenin ortaya çıkışında matematiğin yadsınamaz bir yeri olduğu kolayca anlaşılabilir. Bunun en önemli kanıtı, 1494 yılında yayınlanan ve basılan ilk matematik kitaplarından biri olan "Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalita" eserinin 36 konu başlığı altında çift taraflı kayıt sistemine değinilmiş olmasıdır. "Summa de arithmetica", bu özelliğiyle, modern muhasebenin yazılı olarak yer aldığı ilk bilimsel kaynaktır. Kitabın yazarı Luca Pacioli, Leonardo da Vinci'nin de "maestro" olarak adlandırdığı bir rahip (Fransiskan mezhebi keşişlerinden) ve matematikçidir. Günümüzde Pacioli, muhasebenin babası

olarak kabul edilir. Muhasebe tarihi alanında yayınlanan çalışmalar, yazılı muhasebe kaynaklarının geçmişinin M.Ö. 5000'li yıllara, Mezapotamya Medeniyetlerine kadar uzandığını ortaya koymaktadır.

Kısaca ifade ettiğimiz tarihsel süreçte muhasebe her zaman tek bir amaca yönelik olarak uygulanmıştır: Bilgi sunmak! Karar vericiler bilgiye ihtiyaç duyarlar. Muhasebe, verileri anlamlı bilgilere dönüştürerek karar süreçlerinin işletilmesini temin eder. Bunun için muhasebe verileri kaydeder, sınıflandırır ve özetleyerek raporlar.

İletişim ve bilgi teknolojilerinin gelişmesine paralel olarak toplanan verilerin büyüklüğü her geçen gün artış göstermektedir. Bu durum yığın verilerin analizini gerekli hale getirir. Sonuçta büyük veri analizi günümüzde muhasebenin öncül konu başlıklarından biri haline gelmiştir.

Raporlar ise muhasebenin çıktılarıdır ve kuruluşların paydaşlarına bilgi ilettiği iletişim araçlarıdır. Parayla ölçülebilir veri ve bilgiler finansal muhasebenin, parayla ölçülemeyen veri ve bilgiler finansal olmayan muhasebenin konu alanı içerisinde ve raporlarında yer alır.

Genel muhasebe, maliyet muhasebesi ve yönetim muhasebesi finansal muhasebe alanlarıyken sürdürülebilirlik muhasebesi ve çevre muhasebesi finansal olmayan muhasebe alanlarıdır.

Finansal muhasebenin çıktıları olan finansal tablolar (raporlar) genel amaçlı veya özel amaçlı olabilir. Genel amaçlı finansal tablolar seti finansal durum tablosundan (bilanço), kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosundan (gelir tablosu), nakit akışı tablosundan, öz kaynak değişim tablosundan ve bunların ayrılmaz parçası durumundaki dipnotlardan oluşur.

Genel amaçlı finansal tablolar esas olarak dış paydaşlar için hazırlanır. Kreditörler, yatırımcılar ve devlet, temel dış paydaş gruplarıdır. Kreditörler borç verip vermeme kararı için, yatırımcılar al-

sat-tut kararları için ve devlet vergi tahsilatı amacıyla genel amaçlı finansal tablolardan faydalanır. Dış paydaş gruplarının sayı ve finansal hacim itibariyle vereceği yanlış kararlar yaygın negatif ekonomik etkiler yaratabilir. Bu nedenle genel amaçlı finansal tabloların hazırlanışı ve sunumuna dair unsurlar yasal çerçevede düzenlenmiş, standardize edilmiş, denetim altına alınmış ve profesyonel meslekler (SMM, YMM, Bağımsız Denetçi) tanımlanmıştır.

Özel amaçlı finansal tablolar ise kuruluşun iç paydaşları (örneğin yöneticiler) için hazırlanan ve standardize edilmemiş finansal raporlardan oluşur. Dış paydaşlara sunumu zorunlu değildir. Birim maliyet hesabı ve gider dağıtım tabloları özel amaçlı finansal raporlama örnekleridir.

Öte yandan finansal olmayan muhasebenin çıktıları sürdürülebilirlik raporlarıdır (kısmen entegre rapor). Sürdürülebilirlik muhasebesi kuruluş faaliyetlerinin ekonomik, sosyal ve çevresel etkilerini bilgi kullanıcılarına iletir. Karbon salınımı, su kullanımı, tedarik ve pazarlama faaliyetleri, yerel halkla sosyal ilişkiler gibi hususlar finansal olmayan raporların konusu dâhilindedir.

Zamanı var, bekle dedikçe bir bakmışsın günler ziyan olup gitmiş. Anın kıymetini bil ki pişman olmayasın.



Küçük Yatırımcı İçin Kurumsallaşma Neden Önemlidir?

Nobel ödüllü ekonomist Douglass North, adına "kurumsallaşma" denilen ve emin olun sorulunca çoğu kişinin net olarak yanıt veremediği olgunun mimarıdır. Kurumsallaşmanın ne olduğunu gerçekten ne kadar az kişinin bildiğini basit bir şekilde test ederek görebilirsiniz.

Nasıl mı?

Kendinize ve etrafınıza kurumsallaşma nedir diye sorun ve şu örnek birkaç unsura dikkat edin;

- Cevaplarda departmanları olan bir şirket mi ifade ediliyor?
- Yoksa yazılı kuralların olmasından mı bahsediliyor?
- Şirket sözleşmesinden bahsedip aile şirketlerinin tersidir mi diyor?
- Örgüt şeması vs mi anlatıyor?

Bu tür cevaplarla karşılaşıyorsanız doğru kitabı okuyorsunuz demektir.

Çünkü kurumsallaşmanın tanımı bunlar değildir!

Ne yazık ki halen kurumsallaşmayı anlatamayan akademisyenler dahi var. "Şirket patronu işin başında değilken faaliyetler yürüyorsa bu kurumsallaşmadır" diyerek, yüzeysel cevap veren ve işin temelini anlamayanların olduğu gerçeği çok üzücü! Gelin doğrusunu ifade edelim.

Konunun başında andığımız Douglass North, 1980'lerde "kurum" kavramını tanımlamıştır.

> *"Kurum, insanlar tarafından icat edilmiş ve idare gücünü elinde bulunduran bireylerin kendi refahlarını veya elde edecekleri faydaları maksimize etmelerini sınırlayan kurallar, süreçler ve normlardır."*

Kısacası kurum, "yönetme gücüne haizlerin" çıkarlarını diledikleri şekilde maksimize etmelerini önleyen her şeydir. Örneğin işyeri sahibi işçilerin haklarını görmezden gelerek onları dilediği gibi çalıştırıyor ve kovuyorsa "kurum" devreye girer. En basit haliyle "iş mahkemeleri" veya "sendikalaşma hakkına dayalı toplu sözleşme" bu örnekteki kurumlardır. Yahut halka açık bir işletmenin hâkim ortakları yatırımcılardan bilgi saklamaya çalışıyorsa burada da "KAP açıklaması zorunluluğu" ve "denetimden geçmiş finansal tablo yayınlama zorunluluğu" birer kurum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yani, idare gücünü elinde bulunduranların sınırsız otoriteye ve hakimiyete kavuşmalarının önüne geçmenin yolunun "tesis edilen, edilecek ve geliştirilecek kurumlar" olduğunu anlıyoruz. İşte kurumlar geliştikçe ve tesis edildikçe karşımıza "kurumsallaşma" olgusu çıkar. Dolayısıyla "sermaye piyasalarının kurumsallaşması" ifadesi,

bu çerçevede yer alan idare gücüne vakıf olanların çıkarları uğruna dilediklerini yapabilmelerini önleyen kurumların varlığına işaret eder. Kurumlar ne kadar kaliteliyse ve ihtiyaçları ne denli karşılıyorsa, idare gücüne sahip olanların çıkarlarına dayalı keyfiyetleri de o denli sınırlandırılmıştır.

Bu sebeple kurumsallaşma başlar, gelişir ancak son bulmaz. Kendini sürekli yenilemelidir. Örneğin büyük bir yatırım fonu, hisse fiyatlarını alım ya da satım yönlü etkileyebilir. Bir şirketin hâkim ortağı ise yine aynı şekilde elindeki hisse sayısının gücüyle pay tahtasını etkileyebilir. Eğer "kurumlar" etkin değil ve/veya yeterli kalitede değilse, şirket patro[redacted]la fon, iş birliği içinde hareket ederek kendi çıkarlarını yani servetlerini kolaylıkla maksimize ederek küçük yatırımcıyı oyun dışı bırakabilir ve onların haksız yere zarar etmesine sebebiyet verebilir.

Ekonomide sıklıkla duyduğumuz "yapısal reform" ifadesi, kurumların kalitesinin artırılması gerektiğine işaret eden akademik bir söylemdir. İnsan hakları, demokrasi, denge ve kontrol, bağımsız yargı vb. unsurların her biri "kurumlar topluluğu" olarak akademik sınıflandırmada yer bulur. Bilim insanları Douglass C. North ve Robert P. Thomas, 1970'li yıllardan itibaren "kurumların" kalitesini arttırdıkça ekonomik kalkınmanın arttığı tezini ortaya koymuş ve bu ilişkiyi incelemişlerdir.2 Günümüzde bu alan "kurumsal iktisat" başlığıyla akademik yazında yer buluyor. Bu alanın günümüzdeki popüler bayrakçısı ise Prof. Dr. Daron Acemoğlu'dur.

Tam bu noktada, kitabımızın teması bakımından bizim bakış açımız[redacted]kroekonomik açıdan ülkelerin kurumsallaşması olmadı-

2 North ve Thomas'ın 1973 tarihli "The Rise of the Western World" kitabı için bknz. https://www.cambridge.org/core/books/rise-of-the-western-world/5F1DE6B987979B86D94DCA2C1C4FFE31

ğını, sermaye piyasalarının kurumsallaşması olduğunu hatırlatalım. Ancak şu gerçeği de belirtmeden geçemiyoruz; kurumsal kalite arttıkça ekonomik kalkınma da artar. Tüm akademik çalışmalar buna işaret etmektedir.

Burada önemli olan kalkınma ile büyüme kavramları arasındaki farktır. Büyüyen her ekonomi kalkınmış değildir. Uzatmadan arasındaki farkı şu şekilde açıklayalım: Para kazanıp kendine lüks bir araba alan kişi ekonomik olarak "büyümüştür". Ancak o lüks arabanın camını açıp çöpünü yere atıyorsa kalkınmadan bahsedilemez. Gelin kurumsal iktisat kısmını burada noktalayarak konumuza geri dönelim.

Sermaye piyasaları geliştikçe[3] "kurumsallaşma" artar. Yani artık sizin de hemen anladığınız gibi, "kurum" kalitesinin artırılması önemli bir ihtiyaç halini alır. Sermaye piyasası mevzuatı dâhilindeki düzenlemeler, sermaye piyasası tarafları (Portföy yönetim şirketleri, aracı kurumlar, şirketler, yatırımcılar, denetçiler vd.), Borsa İstanbul ve bağımsız otorite konumundaki SPK dâhil olmak üzere tamamı, sermaye piyasası "kurumlarının" birer parçasıdır ve sermaye piyasalarının "kurumsallaşması" sürecinin asilleridir.

Sıklıkla dile getirilen küçük yatırımcının korunması ise kurumsallaşma sürecinin unsurlarından sadece biri ancak etkisi açısından en yüksek öneme sahip kısmıdır. Örneğin genel kurul, şirketin hâkim ortaklarının keyfiyetini kısıtlamak için başvurulan bir "kurumdur". Ama elbette liberal kapitalizmin doğası gereği genel kurulsa herkes konuşma ve söz söyleme hakkına sahip olsa da son sözü hisse sayısı çok olan söyler. Bu da küçük yatırımcının sesinin kısılmasına neden olur. O halde görünürde var olan "kurumun" gerçekte amaca hizmet etmediği bir durumla karşı karşıyayız demektir.

3 Sermaye piyasalarının gelişmesinden ne kastettiğimizi daha iyi anlamak için sermaye piyasalarının etkinliğini açıkladığımız sayfa 93'e gidiniz.

Peki buna karşı bir çözüm var mı?

Bir fikir olarak; şayet [redacted]tiye'de fon kurma limitleri aşağı çekilir ve portföy yönetim şirket[redacted]rma zorunluluğu gibi bürokratik sınırlamalar ortadan kaldırılırsa, yani tıpkı ABD'de olduğu gibi "denetime tabi", küçük yatırımcıların performans göstergelerine göre seçtikleri fona yatırım yapabildiği, o fonların da yatırımcı havuzlarından aldıkları güçle genel kurullarda ve diğer mercilerde küçük yatırımcıların haklarını yüksek sesle savunabildiği yapılar ortaya çıkabilecektir.

Öyleyse sermaye piyasalarının gelişmesi ve küçük yatırımcıların haklarının korunması için gereken; "kurumsallaşmanın" unsuru olan "kurumların" kalitesinin arttırılmasıdır.

Zombi Şirketler

Yaşayan ölülerdir bunlar.

Borsada var mı? Var.

İflas bile edemezler bazıları.

Batmışlardır ama bir bakarsın hisseleri tavan olmuş.

İki ya da üç kişinin bir masada oturarak yönettiği borsada işlem gören şirketleri bir düşünsenize...

Olmaz demeyin,

Olabiliyor.

Zamanında açılmış ve bugüne kadar gelmişler.

Mevcut durumda hedefleri yok,

Hayalleri yok,

Hikâyeleri yok.

Hissesini alan var mı, var.

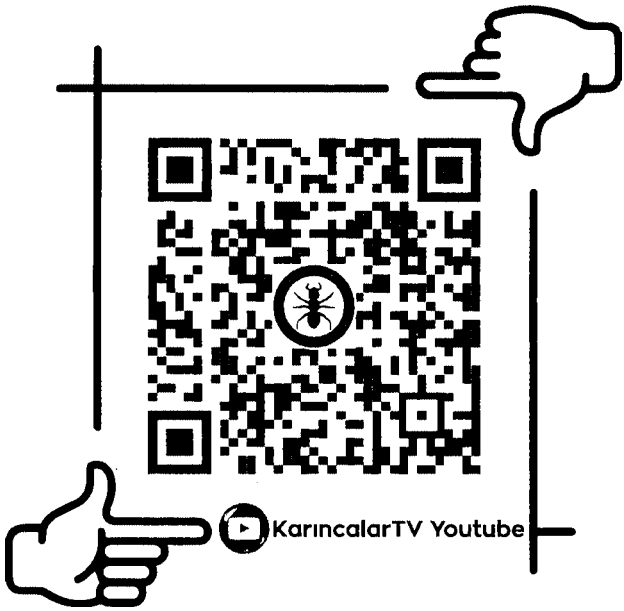
Aman diyelim!

Siz siz olun,

Şirketi bilmeden hissesini almayın!

Zira takasınızda taşıdığınız

Bir ZOMBİ olabilir!


KarıncalarTV Youtube





Hisse Geri Alım Programları Ne İşe Yarar?

2007-2016 yılları arasında S&P 500 şirketleri hissedarlarına 4,2 trilyon doları hisse geri alım programları eliyle, 2,8 trilyon doları ise kâr payı dağıtımı eliyle olmak üzere toplamda 7 trilyon dolar dağıtmıştır. Sadece 2021 yılında, S&P 500 listesinde yer alan halka açık şirketlerin geri alım programları toplamı 880 milyar dolardı. 2022 yılında rakam 1 trilyon doları geçti. Türkiye'de de Şişe Cam, Koç Holding, Doğan Holding, Sabancı Holding, Arçelik, Türk Hava Yolları ve Ereğli Demir Çelik gibi büyük işletmeler 2021 ve 2022'de hisse (pay) geri alım programları (share buyback) başlattılar ve yürüttüler. Yatırımcılar açısından hisse geri alım programlarının nasıl okunması gerektiği ve ne gibi sonuçlara yol açabileceğini anlamanın en temel yolu bu operasyonun işletmenin finansal tablolarına etkisini anlamaya çalışmaktır.

Hisse Geri Alımı Nedir? Halka açık bir şirketin kendi hisse senetlerini geri satın almasıdır.

Kavramı tanımlaması basit olsa da şirketlerin kendi hisselerini piyasadan geri almak için sahip oldukları motivasyonu anlamak daha karmaşık olabiliyor.

Şirketler Neden Hisselerini Geri Alır?

- **Hisse değerinin düşük olması:** 200 liralık banknotu 50 liraya alma imkânınız olsa ne yapardınız? Şirketlerin hisselerini geri almasının en güçlü ve temel nedeni, hisse fiyatının düşük değerlendiğine ilişkin kanaattir. Bu durumda şirket yönetimi hisse geri alım programı için genel kuruldan yetki isteyerek piyasalara bir "sinyal" vermek ister.
- **"Neredeyse" vergisiz şekilde sermayeyi alma imkânı:** Bir şirket temettü dağıtım kararı aldığında farklı ülkelerde farklı düzenlemeler olmakla birlikte çoğunlukla elde edilen temettü vergiye tabiidir. Bu vergi, Türkiye'de brüt temettü üzerinden yüzde 10 olarak alınmaktadır (ABD borsalarında oran yüzde 20'dir). Üstelik yüksek temettü getirilerinde bu oranların haricinde gelir vergisi gibi farklı vergiler de devreye girebiliyor. İşte şirket, elde ettiği kârları hissedarlarına dağıtmak yerine hisselerini geri alım için kullandığında ortaya hissedarlar açısından vergilendirilebilir bir kazanç çıkmamaktadır.
- **Hisse başı kâr arttırma imkânı:** Her ne kadar şirketlerin geri alım programı ile doğrudan böyle bir hedefi olmasa da günün sonunda ortaya daha yüksek hisse başı kâr oranları çıkabilmektedir. Dolaşımdaki hisse miktarı şirketin geri alım programı sonrasında azalacağı için dolaşımdaki hisselerin

kârlılık oranı da izleyen yılda "eğer şirket aynı veya daha yüksek bir kâr açıklarsa" artacaktır.

Türkiye'de "Hisse geri alım programları", "Geri Alınan Paylar Tebliği" uyarınca yürütülür. Kesin olan bir husus varsa o da şirketlerin bu imkânı hisse alım-satım (trade) kazançları veya manipülatif amaçlar doğrultusunda kullanmaması gerektiğidir. Bununla birlikte finansın "servet maksimizasyonu" amacına dayalı olarak şayet şirket ortakları hisse fiyatının olması gerekenden düşük olduğuna inanıyorsa, doğal olarak bir tüzel kişilik olan şirketin de "servet maksimizasyonu" amacıyla sermaye kazancı fırsatından faydalanmaya hakkı vardır. Elbette bu kararı şirket genel kurulunun alması gerekir.

Ayrıca TTK madde 612 uyarınca bir şirket, kendi paylarını esas sermayenin yüzde 10'unu aşmayacak miktarda alabilir. Bazı istisna hallerde bu oran yüzde 20'ye çıkabilir ancak bu durumlarda da yüzde 10'u aşan kısım 2 yıl içinde ya elden çıkarılacak ya da sermaye azaltımı yoluyla itfa edilecektir.

Peki şirket, geri alım programında hangi kaynaklarını kullanabilir?

Tebliğde de belirtildiği üzere (md.9-3), geri alım programında kullanılacak fon ancak "dağıtılabilir dönem kârı" ve/veya "geçmiş yıl kârı" kullanılarak ve bunların tutarıyla sınırlanarak yapılabilir. Bu durumda genel kurulda hissedarların takdir yetkisine bırakılan husus özünde kârların nasıl değerlendirileceğine yöneliktir. Bildiğiniz gibi kârlar; (a) temettü olarak dağıtılabilir (b) oto finansman yani şirketin faaliyetleri için kaynak olarak kullanılabilir veya (c) şirketin düşük değerlenmiş kendi hisse senetleri üzerinden sermaye kazancı elde etmesi için kullanılabilir (Örneğin analistler, Apple şirketinin hisse geri alım programına ayırdığı kârlarını yatırıma yönlendirmiş

olsa, mevcut tüm tesislerinin 6,5 katı büyüklüğünde bir kapasiteye ulaşabileceğini hesaplamıştır).

Peki neden geri alım tutarı dönem ve geçmiş yıl kârları ile sınırlıdır?

Muhasebe standartlarında yer aldığı üzere "sermayenin korunması" ilkesi esastır. Türk Ticaret Kanunu Madde 376'da da belirtildiği üzere "sermaye erimesi" iflasla neticelenebilir ve paydaşların (borç verenler + ortaklar) ekonomik zarar görmesine neden olabilir. Dolayısıyla bir şirketin herhangi bir limit/sınırlama olmaksızın geri aldığı payların fiyatlarındaki değer kaybı, şirketleri negatif öz kaynak durumuna sokarak iflasa götürebilecektir.

Bu sebeple hisse geri alımları şirketin dağıtılabilir kâr tutarıyla sınırlanmıştır ve esasen geri alım programında kullanılan kârlar **ilkesel olarak** kâr yedekleri olarak değerlendirilmelidir. Yani örneğin Şişe Cam 4,2 milyar TL'lik hisse geri alım programında tüm hisse alımlarını tamamladığında 4,2 milyar TL kâr yedeği ayırmış olacaktır. Ters bir durumda hisse fiyatları düşerse gerekli fon, ayrılan kâr yedeklerinden karşılanacaktır.

Görüldüğü üzere bu teorik çerçevede bir şirketin uyguladığı hisse geri alım programını bir "finansal araç yatırımı" işlemi olarak değerlendirmek hatalıdır. Çünkü finansal yatırımın tanımı gereği bu yatırımlar "bir işletmenin aktifini arttırırken başka bir işletmenin de pasifini arttırmalıdır". Hisse geri alımında ise şirketin kendi aktifi ve öz kaynakları etkilenmektedir. Dolayısıyla geri alınan paylar, şirketin aktifinde "finansal yatırımlar" içerisinde takip edilemez.

Peki bu işlem bir finansal yatırım işlemi de değilse nedir?

Teknik olarak hisse geri alımları bir "öz kaynak yapılandırması" işlemidir. Bu yüzden de geri alınan payların satılmasından son-

ra elde edilen kazanç "kârda" veya kayıp "zararda" raporlanmaz. Öz kaynak yapılandırması yani ortakların servetlerinin dağılımının değiştirilmesi işlemi sonucunda yapılması gereken öz kaynak dağılımının nasıl farklılaştığını belirtecek şekilde muhasebeleştirmek ve raporlamaktır.

Basit bir örnekle konuyu netleştirelim;

Dönem kârı 2 bin TL olan bir şirket, genel kurul sonrası 100 adet hisseyi 5 TL'den geri almış olsun. Öncelikle öz kaynaklar içerisinde "geri alınan paylar hesabına" 500 TL kaydedilecek ve karşılığında "nakit ve nakit benzerleri" hesabı 500 TL azalacaktır.

Geri alınan paylar hesabı (-) negatif yani öz kaynak tutarını azaltıcı bir hesaptır. Muhasebe eşitliği çerçevesinde şirketin aktifi (nakit ve nakit benzerleri) 500 TL ve öz kaynakları (geri alınan paylar) 500 TL azalmıştır.

Bu işlemi öz kaynak perspektifinden değerlendirirsek, şirket ortakları bu işlemde aslında kârın bir kısmını şirketin bir tüzel kişilik olarak servetini maksimize etmek için genel kurul kararına dayalı olarak kullanmışlar yani öz kaynak içerisinde "riske maruz değer"4 yaratmışlardır. Bu nedenle aslında pozisyon kapanana yani geri alınan paylar satılana kadar işletmenin defter değerindeki maksimum kayıp ihtimalinin (ihtiyatlılık ve sermayenin korunması ilkesi) finansal bilgi kullanıcılarına raporlanması amacıyla öz kaynak defter değeri geri alım tutarı kadar düşük raporlanmaktadır.

Geri alım işleminin neticesinde yaratılan "riske maruz değer" için ilgili tutar "kâr" hesabından "yedek" hesabına aktarılarak raporlanır. Bir yıl sonra şirketin geri aldığı 100 adet hisseyi 10 TL fiyatla

4 Riske Maruz Değer: Belli bir süre için, belli bir güven aralığında ortaya çıkabilecek en yüksek zarar, diğer bir deyişle belli bir parasal tutardır.

sattığını varsayalım. 500 TL'lik "geri alınan paylar hesabı" kapatılacak, "nakit ve nakit benzerleri hesabı" 1000 TL artırılacak, "Yedek" hesabı 500 TL kapatılarak tekrar "kâr" hesabına yazılacaktır.

Peki hisse alım-satımından sağlanan 500 TL'lik sermaye kazancı nerede raporlanır?

Tüm bu işlemler sonucunda elde edilen 500 TL'lik sermaye kazancı, öz kaynaklar içerisinde yer alan "Pay ihraç primi hesabı" altında raporlanacaktır. Dolayısıyla işlemin sonunda öz kaynaklar yani ortakların sahip olduğu değer artmıştır.

İşte hisse geri alım programları neticesinde elde edilmesi beklenen nihai kazanım, program tamamlandığında öz kaynakların yani ortakların sahip olduğu değerin arttırılmasıdır. Başarıyla sonuçlanan hisse geri alım programlarında şirketlerin finansal durum tablosunda yüksek tutarlı "Pay ihraç primi hesabı" ile karşılaşılır ve bu programı uygulayan şirketler için ilerleyen dönemde "bedelsiz sermaye artırım" programı uygulanması ihtimali/potansiyeli de yüksek olur.

Hisse geri alım programlarının genel kurul kararıyla uygulamaya konulduğunu bu noktada bir defa daha hatırlatmak isteriz. Zira hiçbir şirket ortağı, günün sonunda kendi aleyhine sonuçlanma ihtimali yüksek olan bir karar için oyunu kullanmayacaktır!

Denemezsen hata yapmazsın,
Hata yapmazsan tecrübe edinemezsin,
Tecrüben yoksa başaramazsın,
İşte o yüzden DENEMEKTEN çekinme!



Değer Artış Fonları Bedelsiz Sermaye Artırımında Kullanılabilir mi?

Günümüzde sosyal medyada yanlış bilginin yayılma hızı doğru bilginin yayılma hızının kat be kat üzerinde!

Son dönemlerde özellikle yüksek enflasyon sebebiyle bazı sektörlerde yer alan işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemlerde pozitif yönde etkiler ortaya çıkmakta veya çıkması beklenmektedir. Bu noktada en sık dillendirilen görüşlerden biri de enflasyon etkisi nedeniyle bilançolarda oluşacak yeniden değerleme farklarının bedelsiz sermaye artırımı furyası yaratacağı ve kullanılacağı yönündedir.

Sonda söyleyeceğimizi başta söyleyelim; Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 "Pay Tebliği" uyarınca "değer artış fonları" bedelsiz sermaye artırımında kullanılamaz!

Kuşkusuz halka açık ve borsada işlem gören işletmeler için esas olan öz kaynağın piyasa değeridir. Ve haliyle yatırımcılar, bu değeri

etkileyebilecek durum ve gelişmeleri tahmin etmeye çalışır. Ancak değer artış hususu, sıklıkla karşılaştığımız önemli ancak hatalı bir çıkarım yani doğru olarak bilinen yanlışlardan biridir. Gelin basit bir örnek üzerinden değer artışlarının neden bedelsiz sermaye artırımında kullanılamayacağını açıklayalım.

Bir işletmenin gayrimenkulleri olduğunu düşünelim. Bizler, işletmenin hissedarları olarak zaten hali hazırda bu gayrimenkullerin ortaklığından sermayemiz oranında payımızı alırız. Eğer söz konusu yılda gayrimenkullerin değeri artmışsa bizler de bu gayrimenkullere sahip işletmenin ortakları olarak zaten bu artıştan doğal biçimde etkileniriz.

Ancak işletme bu değer artışını yeniden sermayesine eklerse bu durumda hisse sayısı artacak ve biz mevcut yatırımcılar **herhangi bir faaliyete dayanmaksızın** sadece mevcut enflasyonun farkını nakde döndürme imkânı yakalamış olacağız. Kabul edersiniz ki bu, işin kitabına aykırıdır.

Peki yatırım amaçlı gayrimenkullerde neden gerçeğe uygun değerindeki artış kâr olarak raporlanıyor? Tam da bu yüzden, yani onların değer artışının yatırım faaliyetinin neticesi olması sebebiyle. Kısacası Vergi Usul Kanunu bakış açısı ile sermaye piyasalarına özgü finansal raporlama bakış açısı birbirinden çok farklıdır.

Öte yandan eğer kastımız enflasyon muhasebesi uygulamasına dayalı olarak oluşacak yedekler ve/veya farklar ise bu uygulamaya karar verilmesi durumunda söz konusu enflasyon düzeltme farkları 2023 yılı için (31.12.2023 finansallarına uygulanarak) oluşacak ve etkisi 2024'te görülebilecektir.

Bill Ackman Yatırım İlkeleri

Amerikalı bir milyarder yatırımcı ve hedge fon yöneticisidir. Bir hedge fon yönetim şirketi olan Pershing Square Capital Management'ın kurucusu ve CEO'sudur.

- Yatırım yapacağınız iş basit ve öngörülebilir olmalıdır.
- İşletme mutlaka serbest nakit akımı yaratabilmelidir.
- Pazarda hâkim konumda olmalıdır.
- Rakipler için pazara girişte yüksek engeller olmalıdır.
- Sermaye geri dönüş oranı yüksek olmalıdır.
- İşletmenin kontrol edemediği dışsal risklere maruziyeti sınırlı olmalıdır.
- İşletmenin güçlü bilançosu olmalı ve dışarıdan hayatta kalmak için sermaye ihtiyacı olmamalıdır.
- İşletmenin mükemmel bir yönetim ekibi ve yönetişim yapısı olmalıdır.



Öz Kaynaklar Yatırımcıya Ne Söyler?

Şirketlerin finansal raporlarını açıklama sürecinde, açıklanan finansalların doğru şekilde yorumlanabilmesi son derece önemlidir. Neticede bu yorumlar yatırım kararlarımızın temelini oluşturacak, kısa ve uzun vadeli pozisyonlarımıza etki edecek.

Finansal okuryazarlık çerçevesinden de değerlendirdiğimizde finansal tablolar içerisindeki en önemli kalemlerden biri öz kaynaklar kalemidir.

Genel itibariyle öz kaynaklar toplamı, bir işletmenin değerini ifade eder. Öz kaynaklar iki farklı türde değere sahiptir;

- Bilançoda (finansal durum tablosunda) yazan işletmenin (öz kaynağın) defter değeridir.
- Öte yandan hisse senedinin piyasa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımının neticesi ise işletmenin (öz kaynağın) piyasa değeridir.

Öz kaynak değeri arttıkça işletmenin de değeri artar, tersi durumda ise azalır. İşte öz kaynağa dair değişimler, artış veya azalışın neden kaynaklandığı gibi hususlar "Öz kaynak Değişim Tablosunda" raporlanır. Yatırımcıların da dikkatle takip etmesi gereken tablolardan biri budur.

Peki öz kaynak değişimi neden olur?

Öz kaynak değişimi temel olarak dört unsura dayanır;

- **Gelir:** Öz kaynak arttırıcı unsur olarak tanımlanır. İki tür gelir vardır; gerçekleşmiş gelir ve gerçekleşmemiş gelir. Gerçekleşmiş gelir öz kaynağı arttırırken aynı zamanda "nakit ve nakit benzerlerinde" ve/veya "alacaklarda" artış yaratır. Örneğin "Hasılat" bir gerçekleşmiş gelirdir. Gerçekleşmemiş gelir, öz kaynağı arttırırken nakit benzerlerinde ve/veya alacaklarda bir artış yaratmaz. Örneğin yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artış farkları gerçekleşmemiş gelirlerdir.

- **Gider:** Öz kaynak azaltıcı unsur olarak tanımlanır. İki tür gider vardır; gerçekleşmiş gider ve gerçekleşmemiş gider. Gerçekleşmiş gider, öz kaynağı azaltırken "nakit ve nakit benzerlerinde" veya "stoklarda" veya "ödeneceklerde (satıcılar, borç senetleri vb.)" artış yaratır. Örnek olarak "satışların maliyeti" verilebilir. Gerçekleşmemiş giderler ise öz kaynağı azaltırken "nakit ve nakit benzerlerinde" veya "stoklarda" azalış veya "ödeneceklerde (satıcılar vb.)" artış yaratmaz. Gerçekleşmemiş gidere örnek olarak finansal yatırım değer azalış farkları verilebilir.

- **Sermaye:** Bedelli olarak hisse senedi ihracı oldukça öz kaynağı arttırır. Sermaye azaltımı ise öz kaynağı azaltır. Bedelsiz sermaye artırımı öz kaynağı değiştirmez.

• **Kâr payı:** Kâr payı ödemesi öz kaynağı azaltacaktır.

Yukarıda sıraladığımız bilgiler çerçevesinde öz kaynak hesaplaması şu şekilde gerçekleşmektedir;



Öz kaynak = Gerçekleşmiş Gelir + Gerçekleşmemiş Gelir - Gerçekleşmiş Gider - Gerçekleşmemiş Gider + Bedelli Sermaye Artışı - Sermaye Azaltımı - Kâr Payı (Temettü) Ödemesi

Peki tüm bu açıklamalardan ve kendisini daha yakından tanıdıktan sonra, öz kaynaklar yatırımcılar açısından neden önemlidir?

Değer ilgililiği teorisine göre öz kaynak defter değerindeki değişime hisse fiyatları doğru orantılı tepki verir! Örneğin "gelir-gider" yani "kâr" ne kadar yüksekse hisse fiyatı o denli artacaktır.

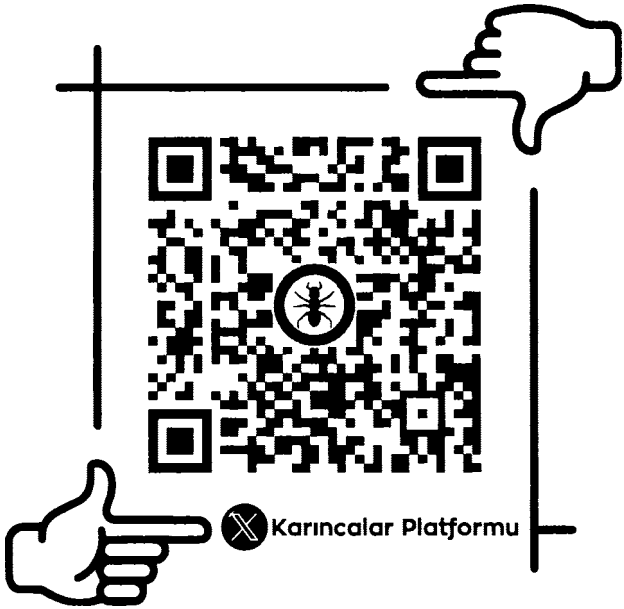
Öz kaynak defter değeri ile hisse fiyatı arasındaki ilişkinin detayına yani hangi unsurdan kaynaklandığına en hızlı şekilde "Öz Kaynak değişim Tablosu" ile ulaşabiliriz. Öz kaynak defter değerindeki artış, "Piyasa Değeri/Defter Değeri" (PD/DD) oranını düşürerek genellikle hisseyi (önceden fiyatlanmamış ise) ucuz hale getirir. PD/DD tahmini, gelecekteki hisse fiyatı tahmini için çok önemlidir ve bu yüzden öz kaynak değişim tahmini "Temel Analizin" öncül işlerinden biridir.

İşte bu sebeple analistler tarafından "kâr", "temettü" ve "değerleme farkları" tahmin edilmeye çalışılır. Hedeflenen ana unsur, potansiyel öz kaynak değişimini belirlemeye çalışmaktır. Dolayısıyla bir yatırımcı olarak öz kaynak defter değerini ve onu etkileyen/oluşturan unsurları bilmeden finansal analiz yapmak mümkün değildir.

Warren Buffet Yatırım İlkeleri

Amerikalı bir iş adamı, yatırımcı ve hayırseverdir. Berkshire Hathaway yatırım şirketinin CEO'su ve en büyük hissedarıdır.

- Daima bir güvenlik payı arayın. Yani piyasadaki hisse fiyatı ile olması gereken değer arasındaki farka yatırım yapın.
- Kaliteye odaklanın. Harika bir şirket hissesini makul bir fiyattan satın almak, harika bir fiyata makul bir şirket hissesi almaktan çok daha iyidir.
- Kalabalığı izlemeyin.
- Piyasaların çökmesinden ya da düzeltmelerden korkmayın.
- Yatırımlarınıza uzun vadeli bir zihin yapısıyla yaklaşın.
- Eğer şartlar değişirse satmaktan korkmayın.
- Değer yatırımcılığının temellerini öğrenin.
- Bileşik faizi anlayın.
- Araştırın ve araştırmanızı yatırımlarınıza yansıtın.


Karıncalar Platformu



İşletmenin "Esas" Faaliyet Kazancı Diye Bir Husus Var Mı?

Finansal tabloları yorumlarken özellikle de analiz konusu kazanç ve kayıplar olduğunda en sık karşılaştığımız doğru bilinen yanlış işletmenin kazançları [redacted]iyet içi veya dışı diye ayrılmasıdır.

O yüzden hemen söyleyelim, işletmecilikte ve finansal raporlamada "faaliyet içi" ve "faaliyet dışı" kazanç veya kayıp ayrımı yoktur. Bu ne yazık ki tek düzen muhasebe sistemi yoluyla hatalı olarak öğretilmiş ve kabullenilmiş bir yanlıştır.

Neden mi? Gelin bir örnekle açıklayalım;

Apple, Amazon, IBM, Google gibi teknoloji şirketleri son dönemlerde odağını sağlık sektörüne çevirmiş vaziyette. Öyle ki 10 ABD teknoloji şirketinin son beş yılda sağlık sektöründe yaptığı anlaşma sayısı 209'u geçmiş vaziyette. Aynı şekilde aldıkları patentler de bu yönde ciddi artış gösteriyor. Peki bu şirketler yazılım ağırlıklı teknoloji şirketleri değil miydi? Sağlık da nereden çıktı?

Devam edelim,

Çinli mobil teknoloji şirketi Huawei otomotiv endüstrisine yönelik yaptığı yatırımların meyvesini 2021 yılında Şangay Otomobil Fuarı'nda sergilediği ilk modeli ile almaya başladı. Biz markayı akıllı telefon üreticisi olarak biliyorduk, otomotiv nereden çıktı?

Havayolu şirketlerinin operasyonlarını salt ulaştırma faaliyeti olarak değerlendirmek mümkün mü? Bu faaliyetleri turizm sektöründen ayırmak mümkün mü? Elektrikli otomobil üreticileri Tesla ve TOGG kendileri veya bağlı ortaklıkları aracılığıyla kurdukları ve/veya kuracakları şarj istasyonlarıyla birer otomobil üreticisi mi yoksa aynı zamanda birer enerji şirketi mi?

Örneklerin sayısını artırmak mümkün ve varmak istediğimiz sonuç açık; bir işletmenin gelirlerini anlamaya çalışırken ana faaliyet konusu gibi bir kısıtlama yanlıştır. Gelin şimdi işin doğrusunu açıklayalım;

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (Türkiye'deki eşleniği Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları) gereğince esas olan faaliyetin belirli dönemlerde ***tekrarlanıp tekrarlanmadığıdır***. Yani bu faaliyet sürekli mi, yineleniyor mu sorusuna yanıt aranır. Standardın anlatmak istediğini yine bir örnekle ifade edelim;

Varsayalım bir yumurta işletmesinin o yıl içerisinde işletme ortakları kelepir bir arazi bulmuş ve satın almış olsunlar. Takip eden sene arazideki imar değişikliği sebebiyle de araziyi üç misli bir bedelle satsınlar. Arazi satışının yapıldığı dönem itibariyle yumurta satışları "hasılat" içerisinde raporlanacaktır. Peki arazi satışından elde edilen tutar ne olacak? İşte o tutar, hasılat hesabında değil "diğer gelir ve kazançlar" içerisinde raporlanacaktır. Bu farklı raporlamanın

işletmenin "ana faaliyet" unsuruyla bir ***ilişkisi yoktur.*** Bu şekilde raporlamanın sebebi, finansal tablolardan yararlanan bilgi kullanıcılarına "tam açıklayıcı bilgi" verebilmektir.

Hasılat hesabı, işletmenin sürekli olarak dönemler itibariyle ***tekrarladığı*** yani ***yinelediği*** faaliyetlerden elde ettiği kazançları içerir. Şayet o döneme ait kazanç, sadece o dönemlik olarak ortaya çıkan bir faaliyetten oluşuyorsa bu kazanç hasılat hesabından ayrı raporlanır. Bu sayede finansal tablolardan yararlanan karar vericiler söz konusu arazi satışından elde edilen kazancın ilerleyen yıllarda da aynı şekilde oluşmayacağından hareketle geleceğe yönelik beklentilerinde söz konusu kazancı analizlerine dâhil etmezler.

Gelin örneğimizi bir adım ileriye taşıyalım; yumurta işletmesinin ortakları bu arazi işini benimsemiş ve işletmede bir birimi arazi alım satımına ayırarak bu işi sürekli hale getirmiş olsun. Artık bu aşamadan sonra arazi alım-satım kazancı "hasılat" içerisinde raporlanacaktır. Çünkü arazi alım-satım kazançları, işletme için ***tekrarlanan*** yani ***yinelenen*** hale gelmiştir.

Bu durum yabancı şirketlerin finansal tablolarında da benzer şekilde görülebilir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları çerçeveleri ortaya koyar ve işletmelerden bu ilkeleri dikkate alarak finansal raporlarını hazırlamalarını talep eder. Dolayısıyla yabancı şirketlerin finansal tablolarında tekrarlanmayan kazançları "Non-recurring items", "non-recurring gains" veya "other income" başlıkları altında görürüz. Yani yine "faaliyet dışı" diye bir hesap yoktur. Bizde ise, her ne kadar uluslararası finansal raporlama standartları tek düze bir hesap planına karşı olsa da KGK tarafından yayınlanan hesap planı taslağında[5] bu tür tekrarlanmayan kazanç ve kayıpların

5 Bknz: https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/Hesap_Plani_Taslagi_Gorusler_Sonrasi_21_07.pdf

"Esas faaliyetlerden" ve/veya "diğer faaliyetlerden gelir ve kazançlar" başlıkları altında raporlanması öngörülmüştür. Bu hesap taslağında da görüldüğü üzere faaliyetler "ana" ve "faaliyet dışı" olarak ayrılmamıştır. ***Zira tüm faaliyetler esastır.***

Mehmet Akde[redacted]tırım İlkeleri

Türk yatırımcı ve iş insanı.

- Hırslarınızdan uzak durun
- Kredili işlemlerden kesinlikle uzak durun
- Değer yatırımcısı olun
- Tüyo ile yatırım yapmayın
- Sabırlı olun
- Sahibinin sahtekâr olduğu bir şirkete ortak olmayın
- Yatırım yapma kriterlerinizi tek bir noktada toplamayın
- Borsada fırsat bitmez
- Para kazanmayı uzun vadeli bir oyun gibi düşünün
- Yatırımlarınızı değerli, varlıklardan oluşan bir sepet yapın



Ekonomi Bakış Açısı ile Borsa Yatırımları Anlaşılabilir Mi? Ekonomi ve Finans Bakış Açısı Farkı

Türkiye'de sermaye piyasalarında sert hareketlerin yaşandığı dönemlerde küçük yatırımcılar meseleleri daha iyi anlayabilmek adına özellikle de televizyonlara çıkan ekonomi uzmanlarının yorum ve analizlerine dikkat kesilir. Ancak birçok ekonomi uzmanı ne yazık ki istemeden de olsa özellikle borsa yorumu yaptıklarında ciddi varsayım hataları yapar ve dolayısıyla en hafif tabiriyle yatırımcıları eksik yönlendirmiş olurlar.

Neden ekonomistler borsayı doğru yorumlayamaz?

Ekonomiye dair hepimizin duyduğu ya da aşina olduğu "kıt kaynaklarla sınırsız ihtiyaçların karşılanması amacıyla politika ve uygulama oluşturma ve yönetme" şeklinde yapılan tanım bugün itibariyle teorik olarak yetersiz kalmaktadır (Ne yazık ki hala ekonomiyi bu şekilde tanımlayanlar da var). Yansımalarını 1966'da Kenneth

Boulding'in "uzay gemisi teorisi"[6] veya 1972'de Roma Kulübü'nün "ekonomik büyümenin sınırları"[7] raporuna kadar götürebileceğimiz bu tanım, bugün artık "ilkel" olarak niteleyebileceğimiz bir ekonomi açıklamasından öteye gidememektedir. Söz konusu tanım, basitçe kaynakların aşırı ve bilinçsiz üretimle bir gün biteceği iddiasını temel almaktadır. Oysaki bugün bu bakış açısının bizlere sunduğu çerçeve oldukça dardır. 90'lı yıllara gelindiğinde teknoloji ve beşerî sermayenin yani insan aklının her türlü kaynak problemine elbet bir çözüm bulabileceği fikri[8] hakimiyet kazandı. Takiben ise fikirler, insan sermayesine yatırım ve nihai olarak eğitimin ekonomi üzerindeki etkisi gibi konular popülerlik kazandı.

Günümüzde bu çerçeveden insan artık işgücü değil, fikirler üreten bir sermaye olarak karşımıza çıkıyor. Bu noktada sorulması gereken soru, insan sermayesi ve teknolojinin gerçekten kıt kaynaklara

6 Boulding 1966'da Washington'da gerçekleştirilen "6. Gelecek için Kaynaklar, Büyüyen Ekonomide Çevresel Kalite Forumunda" sunduğu bildiride dünyayı kaynakları kısıtlı ve sonlu bir varlık olarak betimlemiş ve bu sınırlı kaynaklar ile hayatta kalabilmek adına "uzay gemisi ekonomisi" olarak adlandırdığı modele geçilmesi gerektiğini savunmuştur. Detaylı bilgi için bknz: http://www.ub.edu/prometheus21/articulos/obsprometheus/BOULDING.pdf

7 1965 yılında kurulan Roma Kulübü, insanlık ve dünyanın geleceğine dair ortak kaygıları taşıyan bir grup araştırmacı önderliğinde çalışmalar gerçekleştiren, bugün hala bu çalışmalarını sürdüren bir sivil toplum kuruluşudur. Kulübün 1972 yılında yayımlanan "[redacted]nits to Growth" adlı kitabında yazarlar doğal kaynakların insanoğlunun ek[redacted]k büyümesini ve nüfus artışını karşılayamayacağı ve 2100 yılına gelindiğinde kaynakları aşan bir tüketim ihtiyacının teknolojideki ilerlemelere rağmen ortaya çıkacağını savunmuş ve küresel kaynakların sınırlılığına saygılı bir üretim ve nüfus planlaması önerisinde bulunmuşlardır. Detaylı bilgi için bknz: https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/

8 Bu konunun teorisine dair daha fazla fikir edinmek için Paul Romer'ın inovasyon ve büyümeye dair geliştirdiği "İçsel Büyüme Modeli" okunmalıdır. Zira söz konusu fikirlerin temelini bu model oluşturmaktadır. Detaylı bilgi için bknz: https://growthecon.com/StudyGuide/ideas/romer.html

çözüm üretip üretmediğidir. Cevap ise; evet, üretiyor. Güncel örnekler üzerinden konuyu değerlendirecek olursak; susuz tarım, canlı hayvansız et üretimi, füzyon enerji ve benzeri birçok proje ve fikrin somut hale geldiğini görürüz. Belki de kısa bir süre içerisinde "kıtlaşıyor" dediğimiz birçok kaynak insanlık ve onun ekonomik modeli açısından "mesele" olmaktan çıkacak ancak elbette başka problemler başlayacak ve insan sermayesi yenilikçi teknolojilerle bunların üstesinden gelmeye devam edecektir. Kuşkusuz bu görüşün tersini savunan ve kısıtlı kaynak modeli üzerinden ekonomiyi yorumlayan görüşler de bugün hala var.

Bizim perspektifimizden yola devam ettiğimizde ekonomiyi nasıl tanımlamak gerekir?



"Ekonomi, hayat kalitesi optimizasyonu temini için politika oluşturmak ve uygulamaktır."

Bu perspektiften ekonomi politikaları hayat kalitesi optimizasyonunun sağlanması için kaynak yaratma ve kaynak kullanımı kararlarını kapsar. Örneğin eğitime, araştırma ve geliştirmeye yatırım kararı bir kaynak kullanım kararı olduğu gibi sözünü ettiğimiz yeni teknolojiler sayesinde (insan sermayesi yatırımı) yeni kaynakların yaratılmasını da sağlayacaktır. Veya başka bir örnek olarak tarım teşvikleri gıda arzını artırarak insanların daha kolay daha bol gıdaya ulaşmasını temin eder. Tüm bu ve benzeri kararlar hayat kalitesi optimizasyonuna göre şekillenir ki işte bu noktada kendimize şu soruyu sormalıyız:

Sizin hayat kalitesi optimizasyonundan anladığınız nedir?

Bu sorunun herkes için cevabı farklılaşabilir. Ancak genel prensipler çerçevesinde; hiç şüphesiz ki gelir dağılımı adaleti, satın alma gücü artışı, gıda güvenliği, eğitime ve sağlık hizmetlerine ulaşım gibi çok sayıda herkesin üzerinde uzlaştığı husus hayat kalitesi optimizasyonu için olmazsa olmazdır. Bu bakımdan yoksulluk, açlık, işsizlik ve gıda gibi hususlar ekonomistlerin temel meseleleridir. Bu ve benzeri problemlerin çözülmesi, ekonomistlerin ana uğraşıdır. İşte bu bakımdan ekonomi hem sosyolojik hem de politik çerçevelerin kesişim alanında yer alır.

Şimdi ekonomi tanımını ve çerçevesini burada noktalayarak geçelim finans alanına.

1950'lerden itibaren yani kapitalizm küresel hükmünü kazanırken sermayedarlar adeta vahşi bir piyasa yarattılar. İştah sınırlarını zorlayıcı kâr hevesleri ve borç vererek sermayeden para kazanmaya dayalı olan bu sistemde özellikle 1950-70'lerde işletme ortakları için "kâr maksimizasyonuna" dayalı bir amaç söz konusu iken finans alanı ise yatırım için "para bulmak" şeklinde basit bir kurguya sahipti. Aynı zaman zarfında ise ABD'li ekonomist Harry Markowitz oluşturduğu "Modern Portföy Teorisi" ile finansı ekonomiden ayırarak bağımsız bir birim haline getirmenin adımlarını atmış oldu. Markowitz, hisse senetlerinin risk ve getiri hesaplamasına dayalı olarak minimum varyans portföyünün ne şekilde tesis edileceğini anlatıyor, etkin sınırını tanımlıyor, sistematik ve sistematik olmayan risklerden bahsederek çeşitlendirme gereksiniminden söz ediyordu. Adeta zincirleme reaksiyon gibi peşi sıra gelen "Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli", "Etkin Piyasalar Hipotezi", "Arbitraj Fiyatlama Teorisi" gibi teori ve modeller finans alanını başlı başına bir bilim haline getirdi.

Bu ilerlemenin öncüsü hiç şüphesiz ki sermaye piyasalarındaki gelişim ve artık yönetilmesi gereken ve görünür hale gelen **"değer"** kavramıydı. Diğer bir ifadeyle sermaye piyasaları yani borsalar ve değere dayalı sermaye kazancı fırsatı, işletmenin amacını ve finans tanımını değiştirmişti. Buna göre finans artık "para bulmak için" değil "**değeri yönetmek için**" oluşturulan politikalar şeklinde tanımlanıyor ve finansın da temel amacı "***servet maksimizasyonu***" olarak belirtiliyordu.

Bugün hala işletmenin amacını "kâr maksimizasyonu" olarak belirten akademisyenler, uzmanlar mevcut olsa da tekrar edelim; işletmenin amacı "değer maksimizasyonudur".

Peki değer maksimizasyonu finansta nasıl sağlanır?

Finansın amacını oluşturan değer maksimizasyonu üç politika ile sağlanır;

- Finansman Politikası
- Yatırım Politikası
- Temettü Politikası

Bu üç politikanın fnksiyonu durumundaki değer, yani hisse senedi fiyatının maksimize edilmesi işletmenin de temel amacıdır. Basitçe her üç politikadaki temel amaçları da belirtelim;

- Finansman politikasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize şekilde fon bulmak ve sermaye yapısı oluşturmak amaçlanır.
- Yatırım politikasında net bugünkü değeri ve iç getiri oranı en yüksek yatırımları tercih etmek amaçlanır.
- Temettü politikasında hisse değerini maksimize edecek kâr payı dağıtıp dağıtmama tercihinde bulunmak amaçlanır.

Yukarıdaki üç madde özünde temel finansal yönetim kararları olarak da adlandırılabilir. Bu üç politika beraberce işletmenin değerini yani hisse senedi fiyatını maksimize etmek için uygulanır ve nihayetinde hisse fiyatı arttıkça ortakların serveti artar.

Finansın tanımını da bu şekilde kısaca verdikten sonra gelin ekonomi ve finans alanlarının borsaya bakış açısını karşılaştırmaya geçelim.

Artık finansın amacının servet maksimizasyonu olduğunu biliyoruz. Bu bahisle ekonominin temeli olan yoksulluk, açlık, gıda gibi hususlar hisse değerini etkilemediği sürece finansın çekim alanında değildir. Dolayısıyla ekonomistler genellikle değer ve değerleme mantığından uzak ve finansın amacını bilmeden borsa hakkında önerme ve yorum yaparlar.

Elbette bu yorumlar hatalı olur.

Yaralı kuşlar ister kartal olsun ister güvercin, bir süre uçamaz. Lakin iyileştiklerinde bulutların dansına eşlik ederler.



Piyasa Değeri/Defter Değeri (P[redacted]DD) Oranın Yatırım Kararlarındaki Gücü!

Analizlerin ve değerlemelerin temeli olan bu oran bize neyi ifade ediyor? [redacted]eorik ve pratik k[redacted]nağı nedir? Gelin yakından bakalım. Öncelikle asla unutmamamız gereken bir hususu yineleyelim:



İşletmelerin temel amacı "değer maksimizasyonudur"[9]. İşletmenin değerini ise "öz kaynaklar" oluşturur. Dolayısıyla işletmenin amacı da "öz kaynak değerini" maksimize etmektir.

Bildiğiniz üzere bilançoda (finansal durum tablosu) raporlanan öz kaynak tutarı işletmenin defter değerini (DD) ifade eder ve mu-

9 Bu konuyu ekonomi ve finans bakış açıları başlığı altında açıkladık. İlgili başlık için sayfa 71'e gidiniz.

hasebe rakamlarının (toplam aktif - toplam yükümlülükler) bir sonucudur. Hisse fiyatının hisse senedi sa[redacted]la çarpılması ise piyasa değerini (PD) ifade eder. Olağan dışı konjonktür ve/veya beklentiler haricinde PD'nin DD'den büyük olması gerekir. Bunun nedeni iki başlıkta sınıflandırılabilir:

- Muhasebe kısıtları
- Piyasa dinamikleri

Muhasebe kısıtlarından başlayacak olursak, muhasebede varlıklar ağırlıklı olarak "maliyet değerleri" ile raporlanmaktadır. Örneğin stoklar, maliyet bedeli ve net gerçekleşebilir satış bedellerinden düşük olanıyla değerlenir. Satış bedelinde olağandışı düşüş (demode olma, resesyon vb.) olmadığı sürece maliyet bedeli, net gerçekleşebilir satış fiyatından düşük olacağı için; stoklar kalemindeki değer *öz kaynakların olandan düşük raporlanmasına* neden olur. Bir başka örnek olarak kullanım amaçlı gayrimenkulleri verebiliriz. Bunlar da maliyet değerleriyle yani edinim tutarlarıyla raporlanır. Özellikle enflasyonist ortamda şayet enflasyon muhasebesi uygulaması yoksa, çoğu şirketin finansal raporlarında bu kalemler maliyet değerleriyle yer almaya devam ederler. Halbuki örneğin şirketin 10 yıl önce satın aldığı yönetim binasının değeri bugün mislilerce fazla olabilir.

Diğer taraftan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, marka değeri gibi işletme içerisinde yaratılan değerlerin bilançonun aktifinde raporlanmasına izin vermez.[10] Bunun nedeni, [redacted]ka değerlemesinin sübjektiflik barındırmasıdır. Diğer bir ifadeyle muhasebe standartları kurulu, marka değeri gibi içsel değerlerin bilanço aktifinde raporlanması halinde manipülatif kullanım imkânı yara-

10 Detaylı bilgi için bknz. TMS 38. https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/Türkiye%20Muhasebe%20Standartları/TMSTFRS2011Seti/TMS38.pdf

tabileceğini düşünerek buna izin vermemektedir. Bu görüş haksız sayılmaz ancak haklı da diyemeyiz. Çünkü bugünün dünyasında işletme değeri içerisinde ağırlıklı bir kısım özünde marka değeri gibi raporlanmasına izin verilmeyen "maddi olmayan duran varlıklardan" oluşmaktadır.

İşte bu durum yani muhasebedeki bu kısıt, öz kaynakların olduğundan düşük tutarla raporlanmasına neden olur. Unutulmaması gereken noktalardan biri; muhasebe sisteminin temel olarak "geçmişi" esas almasıdır. Diğer bir ifadeyle gerçekleşmiş faaliyet sonuçları finansal raporlamaya dayanak oluşturur. Oysaki işletmenin çok sayıda "gerçekleşmemiş" faaliyeti söz konusudur ki bunları muhasebe literatüründe gerçekleşmemiş kazanç ve kayıplar altında izleriz. Ne zaman ki işletme bu gayrimenkulü satar, ancak o zaman değer artış farkı finansal tablolarda kâr şeklinde raporlanarak öz kaynakları artırır. Bu olgu son yıllardaki reform niteliğindeki atılımlarla düzeltilmeye çalışılmaktadır. Örneğin "kapsamlı gelir" kaleminin hayatımıza girmesi ve/veya "yatırım amaçlı gayrimenkuller" değer artışının gelir tablosunun kâr/zarar kısmında raporlanması gibi gelişmeler yaşanmıştır.

Peki yeterli olmuş mudur?

Hayır!

Öz kaynak defter değeri değişimleri ne yazık ki halen piyasa değeri değişimini yakalayamamakta ve açıklayamamaktadır.

O halde geçelim ikinci başlık olan piyasa dinamiklerine. Piyasa, olanın yani "gerçekleşenin" aksine olacağı yani "gerçekleşeceği" fiyatlar. Bu durum sermaye piyasaları fiyatlama olgusunun "beklentiler" çerçevesinde oluşmasına neden olur.



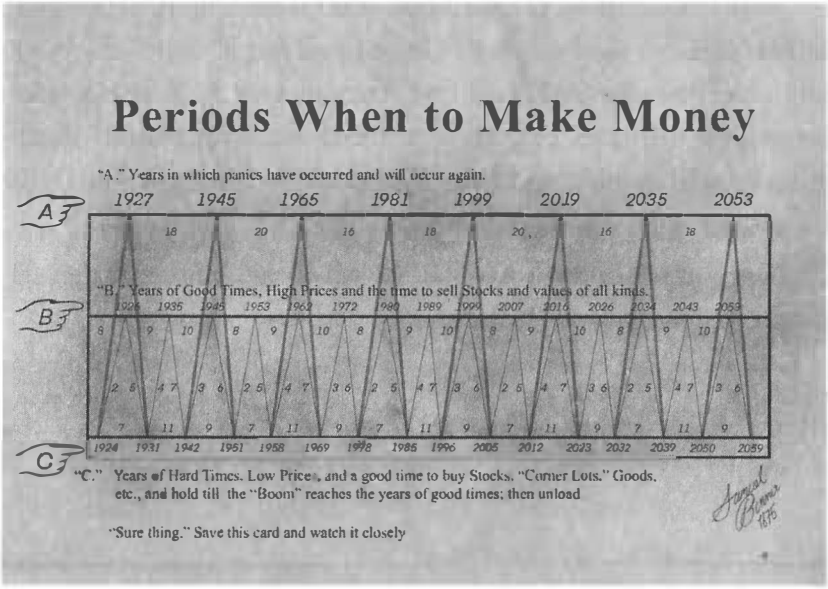
Bu nedenle değer maksimizasyonu güdüsüyle hareket eden bir işletmenin öz kaynaklarının piyasa değeri, ağırlıklı olarak geçmiş faaliyet neticelerini içeren öz kaynakların defter değerinin üzerinde oluşur.

Piyasa raporlanmasına izin verilmeyen içsel değerlerini hisse fiyatlamasına yansıtır. Bu nedenle marka değeri gibi içsel değerleri içeren piyasa değeri, içsel değerleri içermeyen öz kaynakların defter değerini aşar. Netice itibariyle tüm bu teorik ve pratik çerçeve temelinde olağan şartlarda şu bulgulara ulaşılır;

- PD en az DD kadar yani PD/DD minimum 1 olmalıdır,
- Muhasebe kısıtları ve piyasa dinamikleri çerçevesinde PD her zaman DD'den büyük olmalıdır,
- Sektörün ve şirketin PD/DD değerleri ayrı ayrı analize konu edilmelidir. Sektör PD/DD'sinin üzerinde ya da altında oluşan PD/DD değerleri detay incelemeye gerek duyar. Yani, "şirketin nasıl farklılıkları vardır ki sektörden ayrışmaktadır?" sorusu ve cevabı önem kazanır.
- PD/DD oluşumuna konu sistematik ve sistematik olmayan risk faktörleri dikkatlice değerlendirilmelidir. Örneğin enflasyonist konjonktürde muhasebe kısıtları nedeniyle "değerler" piyasa dinamiklerinin gerisinde kalacağından PD/DD'ler azalır.

İşte Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının yukarıda açıkladığımız oluşumunu anlamadan yapılacak analiz ve değerleme çalışmaları hatalı olacaktır.

Bir çiftçi 1800 yılında, 100 yıl sonrasının finansal piyasa olaylarını doğru tahmin etmiş olabilir mi?



Samuel Benner, 1800'lü yıllarda piyasa döngüsünün dinamiklerini anlamaya çalışan bir çiftçiydi. 1873 yılında piyasalarda yaşanan panik sırasında yatırımlarını kaybeden Benner, 1875'te emtia fiyatlarını tahmin eden bir kitap[11] yayınladı. Yukarıdaki şekilde de gördüğünüz "Benner Döngüsü", üç satırdan oluşuyor: A, B ve C. A satırı, her 18, 20 ve 16 yılda bir değişen 54 yıllık bir döngüde meydana gelen yıllarca süren piyasa paniklerini temsil ediyor. B satırı her 8, 9 ve 10 yılda bir değişen, iyi zamanları ve yüksek fiyat dönemlerini temsil ediyor. Bu dönem hisse senedi ve diğer varlıklar için doğru satış zamanını da içeriyor. Son satır yani C satırı ise piyasalar

11 Benner'ın 1875 basımlı kitabına linkten erişebilirsiniz: https://ia600904.us.archive.org/14/items/bennersprophecie00bennrich/bennersprophecie00bennrich.pdf

toparlandığında hisse senedi ve diğer varlıkları almak için en doğru zamanları ve en düşük fiyatları temsil ediyor.

Peki Benner'ın bu döngüsü ne kadar iyi bir tahmin yeteneğine sahipti derseniz eğer, yanıtımız "hiç de fena değil!" olur. Tabloya bakınca her ne kadar 2000'deki .com balonunu ve 2008 krizini görememiş diye düşünsek de 2007 için yüksek varlık fiyatlarının oluştuğunu ve satış zamanı geldiğini öngörmesi S&P fiyat grafiğine yıllık bakarsanız size bir sürpriz vadediyor.

Döngüde görüldüğü üzere 2023 yılı varlıkların ucuzladığı dönem içerisinde kalıyor. Ne dersiniz?



Marka Değeri ve Entelektüel Sermaye Neden Önemlidir? Hisse Fiyatına Nasıl Etki Etmesi Beklenir?

Piyasa Değeri / Defter Değeri konusunu açıklarken muhasebe kısıtları sebebiyle "marka değerinin" TMS 38 çerçevesinde bilançoda (finansal durum tablosunda) raporlanamadığını belirtmiştik. Ancak bu değer özünde işletmenin değeri açısından kritik öneme sahiptir. İşletme içerisinde yaratılan bir değer olan "marka", piyasada oluşan hisse fiyatının önemli bir bileşenidir. Uluslararası Finansal Raporlama Kurulu'nun bu değeri bilanço aktifine yansıtmama yönündeki kararına rağmen birçok akademisyen, uzman ve uluslararası kuruluş bu durumun bilançonun gerçeği yansıtma olgusunu bozduğunu iddia etmekte ve bu kararı eleştirmektedir.

Peki marka değeri bir işletmenin hisse değerine nasıl yansır? Nasıl analiz edilir?

Gelin bu soruya yanıtı Türkiye'nin en değerli markalarından birine sahip Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı (THYAO) üzerinden örneklendirerek açıklayalım.

Bilançoda raporlanmayan marka değeri, en basit şekliyle öz kaynağın piyasa değeri ile öz kaynağın defter değeri arasındaki fark olan ve adına "entelektüel sermaye" dediğimiz değerin içerisinde yer alarak bu değerin önemli bir kısmını oluşturur. Yani hissenin "piyasa değerinden" "defter değeri" çıkartılarak (PD-DD) hesaplanan entelektüel sermayenin önemli bir kısmı "marka değeridir".

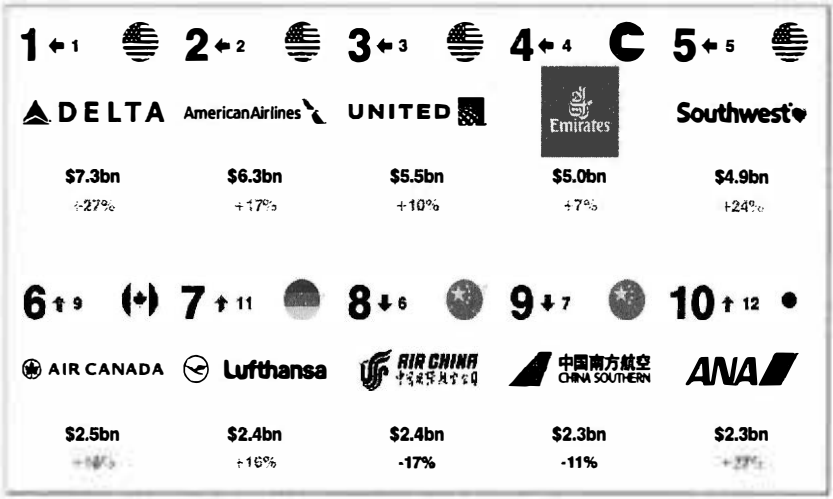
Peki THYAO'nun marka değeri hisse fiyatına yansımış mıdır?

Bu sorunun yanıtı için öncelikle THYAO'nun marka değerine bakalım. Uluslararası bir kuruluş olan Brand Finance, ülkeler ve sektörler bazında şirketlerin marka değerlerini hesaplamakta ve yayınlamaktadır. Brand Finance 2022 Türkiye Raporu'nda[12] THYAO'nun 2022 marka değeri 1,6 milyar $ yani güncel kurla yaklaşık 30 milyar TL olarak belirtilmiş ve bu tutarla THYAO 2022 yılında Türkiye'nin en değerli markası unvanını almıştır. Ayrıca yine Brand Finance tarafından küresel marka değeri en yüksek 50 havayolu işletmesi sıralamasında[13] da THYAO 2021'e göre üç sıra gerileyerek 19. en değerli havayolu işletme markası unvanını elde etmiştir.

12 Raporu incelemek için bknz: https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-turkey-100-2022-full-report-2.pdf

13 Raporu incelemek için bknz: https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-airlines-50-2022-preview.pdf

2022 En Değerli 10 Global Havayolu Markası



Kaynak: https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-airlines-50-2022-preview.pdf

17.01.2023 itibariyle THYAO'nun öz kaynak defter değeri 181,5 milyar TL ve cari piyasa değeri 199,2 milyar TL'dir. Bu durum PD/DD oranını 1,1 düzeyinde konumlandırmaktadır. Bu haliyle THYAO'nun entelektüel sermaye değeri (199,2 milyar TL - 181,5 milyar TL) 17,7 milyar TL olarak hesaplanmaktadır. Entelektüel sermaye değeri içerisinde finansal gelecek beklentileri (kârlılık, yatırım, büyüme vb.) ile marka değeri + yapısal değer + ilişkisel sermaye değeri olduğu dikkate alınacak olursa; THYAO'nun 17,7 milyar TL'lik entelektüel değeri sadece 2022 itibariyle açıklanan 30 milyar TL'lik marka değerini dahi açıklamaya yetmemektedir.

Mohnish Pabrai Yatırım İlkeleri

Hintli-Amerikalı bir iş adamı, yatırımcı ve hayırseverdir.

- Hali hazırda olan bir işi almaya odaklanın.
- Ultra yavaş değişim hızına sahip sektörlerdeki basit işletmeleri satın alın.
- Sıkıntılı/stresli sektörlerdeki sorunsuz/stressiz işletmeleri satın alın.
- Hendeği olan işletmeleri satın alın
- Oranlar ezici bir çoğunlukla sizin lehinize olduğu zaman yatırımlarınızı arttırın.
- Temel/içsel değeri üzerinden iskontolu işletmeleri satın alın.
- Düşük riskli, yüksek belirsizliğe sahip işletmeleri arayın.



Etkin Piyasa Nedir? Neden Önemlidir?

Finansal okuryazarlık çerçevesinde doğru ve iyi anlamamız gereken kavramlardan biri de piyasa etkinliğidir. Daha önce finansın ayrı bir bilim olarak ekonomiden nasıl ayrıştığını ekonomi ve finans bakış açısını tartıştığımız bölümde kısaca açıklamıştık. 1970 yılında Amerikalı iktisatçı ve modern finansın babası olarak bilinen "Eugene F. Fama" tarafından "The Journal of Finance" adlı bilimsel dergide yayımlanan "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work"[14] isimli makale finansın bir bilim haline gelmesinde kilit rol oynadı. 2013 yılında Fama'ya Nobel ödülü getiren bu çalışma, son derece kompleks bir sistemin işleyişinin basit bir yaklaşımla ortaya konulabileceğini gün yüzüne çıkardı.

Sermaye piyasası otoritesinin de görev alanını oluşturan bu teorik çerçeve bize ne anlatıyor gelin açıklayalım.

14 Makalenin aslını okumak için bknz: https://www.jstor.org/stable/2325486

Etkin piyasa, hisse senetlerinin her zaman mevcut bilgileri içerecek şekilde fiyatlandığı bir piyasadır. Yani piyasadaki tüm katılımcılar etkin bir piyasada tüm bilgilere (analiz becerisi, şirkete özel bilgiler, makro bilgiler, vb.) sahiptir. Dolayısıyla etkin bir piyasada borsada "endeksi yenmek" yani endeksin çok üzerinde anormal kazanç elde etmek mümkün değildir.

Peki her piyasa etkin midir?

Fama, piyasa etkinliğini 3 düzeyde ele almıştır ve bunun sonucunda karşımıza 4 tür piyasa çıkar;

- Etkin olmayan piyasa
- Zayıf etkin piyasa
- Orta etkin piyasa
- Güçlü etkin piyasa

Şimdi bu sınıflandırmadaki piyasalara tek tek göz atalım;

Etkin olmayan piyasa: Eğer bir piyasada geçmiş fiyat hareketlerine bakarak (analiz ederek) anormal kazanç elde etmek mümkün ise bu ***piyasa etkin değildir!*** Çünkü, etkin bir piyasada cari fiyatlar geçmişe ilişkin tüm bilgileri içerir ve böyle bir durumda geçmiş fiyatların gelecek beklentileri için "alakası" birer bilgiden ibarettir. Etkin piyasada gelecekte oluşan fiyatlar "rassal yürüyüş hipotezine" göre hareket eder. Yani tıpkı sarhoş bir insanın yürümesi gibidir, yürürken nereye yalpalayacağını kestirmek mümkün değildir.

Etkin olmayan piyasada teknik analiz çalışır mı?

Yukarıda açıkladığımız türde etkin olmayan piyasada yani tüm bilgilerin geçmiş fiyatlara yansımadığı bir piyasada "teknik analiz" kullanarak anormal kazanç elde etmek mümkündür.

Zayıf etkin piyasa: Bu tip piyasada geçmişe ait bilgiler hisse senetlerinin cari fiyatlarına yansımıştır ama geleceğe yönelik beklentiler fiyat oluşumlarında tüm piyasa katılımcıları tarafından yeterli bilgi ve beceriyle değerlemeye tabi tutulmamıştır. Yani piyasa katılımcıları arasında hala bir bilgi asimetrisi söz konusudur.

Zayıf etkin piyasada teknik analiz çalışır mı? Peki ya temel analiz?

Yukarıda açıkladığımız türde gelecek değerleme hususunda bilgi asimetrisinin olduğu bir piyasada, ***geçmiş fiyat hareketlerinden faydalanan*** teknik analizle piyasayı yenmek yani anormal kazanç elde etmek mümkün değildir. Diğer taraftan zayıf etkin piyasada gelecek beklentilerini makro ekonomik duruma, sektöre ve şirkete özgü finansal analiz bilgi ve becerisiyle oluşturabilen yatırımcılar kazançlı çıkar. Yani bu piyasada "***temel analiz***" kullanarak anormal kazanç elde etmek mümkün hale gelir.

Orta etkin piyasa: Bu piyasada hem geçmiş bilgiler hem de geleceğe yönelik beklentiler piyasa katılımcıları tarafından birbirine eş bilgi ve beceri (uzmanlık) ile fiyatlara yansımıştır. Dolayısıyla, orta etkin piyasada hem teknik analiz hem de temel analiz ile piyasayı yenmek yani anormal kazanç elde etmek mümkün değildir.

Orta etkin piyasada anormal kazanç nasıl elde edilir?

Orta etkin piyasada anormal kazanç elde etmenin tek yolu "içsel bilgi" kullanımı, yani sermaye piyasalarında suç teşkil eden "içeriden öğrenenlerin ticaretidir" (insider trading).

Güçlü etkin piyasa: Şartların tamamen eşitlendiği piyasadır. Gizli, saklı kalmış hiçbir bilgi yoktur. Haliyle orta etkin piyasa için belirttiğimiz içeriden öğrenenlerin ticareti de mümkün değildir. Pi-

yasada hiçbir şekilde anormal kazanç yani piyasanın çok üstünde kazanç elde edilemez.

Etkin piyasa hipotezinden çıkarılacak dersler;

- Manipülasyon imkânı azalır,
- Fiyatlama hatası (yüksek veya düşük değerlenme) azalır,
- Aktif portföy yönetiminden (kısa vadeli al-sata dayalı) pasif portföy yönetimine (orta-uzun vadeli pozisyon ve/veya endekse-fona yatırıma) geçilir,
- Dolaylı yatırım (yatırım fonları üzerinden sermaye piyasalarına katılım) artar,
- Çürük ve sahtekâr şirketler elenir ve arbitraj mekanizması sağlıklı çalışır.

Yukarıdaki açıklamalarımız çerçevesinden değerlendirdiğimizde sermaye piyasalarını düzenleyen (otorite) kuruluşların görevi nedir?

İşte tam bu noktada düzenleyici otoritelerin (Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurumu) görevi ve varlık nedeni borsanın etkinliğini artırmak ve sağlamaktır. Bu noktada bir soru daha aklımıza gelmiş olabilir.

Teoride yer bulan güçlü etkin piyasa reelde yani pratikte var mıdır?

Cevap hayır! ABD'de dahi içeriden öğrenenlerin ticareti engellenemiyor ancak ağır cezalarla caydırılarak en aza indirilmeye çalışılıyor. O halde eğer etkin piyasaların en güçlü formuna erişim pek mümkün değilse odaklanılması gereken taraf orta etkinliğin sağlan-

masına çalışmaktır. Bu noktada gelin aklınızdaki bir soruya daha yanıt verelim.

Borsa İstanbul etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde hangi tür etkinliğe sahiptir?

Kanaatimizce, akademik çalışmaların[15] da ışığında Borsa İstanbul maalesef zayıf etkin dahi değildir. Bu durum araştırma sonuçlarında ortaya çıkmaktadır. Borsamız, piyasa katılımcıları arasındaki bilgi asimetrisinin çok yüksek olduğu ve birilerinin çok çok yüksek kazançlar elde edebildiği ve manipülasyona açık bir platformdur. Elbette gelişeceğiz, şu an emeklesek de harika şirketlerimiz var ancak burada görevin büyük kısmı düzenleyici otoriteye düşüyor. Deprem gibi ulusal kriz dönemlerinde etkinlikten uzak, fiyatlama hatasına maruz bir borsanın işin teorisinde açıkladığımız gerekçelerle kapatılması gerekir/gerekirdi.

15 İlgili akademik çalışmalar için bknz: https://dergipark.org.tr/en/pub/jefa/article/794477 , https://www.mdpi.com/2227-7072/7/2/27

Teknik analiz maç bittikten sonraki tabeladır!

(Gökhan Bilik'ten alıntı)



Borsada son sözü kim söyler? BİST mi SPK mı?

Geçtiğimiz aylarda yaşadığımız deprem afetinde olduğu gibi kriz dönemlerinde insani değerleri en üst seviyede tutacak adımlar atmak çok önemlidir. Afet ve olağanüstü durumlarda önce sağlık başta olmak üzere toplumu her açıdan korumak, insanların maddi ve maddi olmayan varlıklarını da gözetim ve koruma altında tutmak gerekir. Son depremle birlikte bir taraftan afet bölgesinde canla başla çalışmalar giderken diğer tarafta afetten etkilenen birçok insanın da birikimlerinin yer aldığı borsaya dair önemli bir tartışma başladı. Ve elbette her alanda olduğu gibi burada da doğru bilinen bir yanlış karşımıza çıktı.

Borsayı geçici durdurma yetkisi kimdedir?

Ne yazık ki hala borsayı geçici durdurma yetkisinin sadece Borsa İstanbul'da (BİST) olduğunu, SPK'nın bu konuda yetkili olmadığını söyleyenler, yazanlar var. Gelin doğrusuna bakalım. Sermaye Piyasası Kanunu, Dördüncü Kısım, Madde 65, Paragraf 9 açıkça der ki;

"Bu kanunda yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla, borsaların kuruluşuna, sermaye yapılarına, bu Kanun kapsamında yürütecekleri borsacılık faaliyetleri ile bu faaliyetlerin denetimine, ***faaliyetlerinin geçici ve sürekli olarak durdurulmasına*** *ve piyasa işleticisine ilişkin ilke ve esaslar Kurul tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Söz konusu hususlar, ilgili borsa tarafından hazırlanarak Kurul tarafından onaylanan bir yönetmelikle de belirlenebilir."*

Görüldüğü üzere borsanın geçici durdurulmasına ilişkin yönetmelik maddesi ya SPK tarafından yazılıyor ya da BİST tarafından yazılıp SPK tarafından onaylanıyor.



Yani BİST'e hangi şartlarda borsayı geçici olarak durduracağını belirten otorite, Sermaye Piyasaları Kurulu'dur.

Bir örnekle ifade etmek gerekirse, borsa işlevi özelleşse bile, SPK rektörlükse BİST dekanlık gibidir, SPK Cumhurbaşkanlığıysa BİST bakanlık, SPK Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu ise BİST gaz dağıtım şirketi gibidir. Sonuçta SPK borsayı geçici durdur dediği zaman BİST durur. BİST en fazla yönetmelik maddesi değişene kadar direnir ki bu da son derece komik ve anlamsız olur.

Dolayısıyla kriz dönemlerinde ana karar alıcı borsanın kendisi değil düzenleyici otorite olan SPK'dır. Borsa her ne kadar Anonim Şirket şeklinde bir tüzel kişilik olarak kendi ortaklık yapısıyla faaliyet gösterse de bu durum kafanızda borsanın tamamen kendi kararlarını alan özerk bir kurum olduğu imajını uyandırmamalı. Sermaye piyasaları söz konusu olduğunda karar daima SPK'nındır.

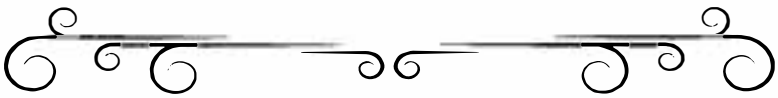


Girdik Borsaya

Portföyü katlamak için girdik borsaya,
Şahini satıp binecektik Bora'ya,
İnandık bizi borsaya yönlendiren lavuğa,
Dört ayda döndük tüyü yolunmuş tavuğa.

Satmazsan zarar yok dediler,
Bizim paraları speklerle yediler,
VİOP'ta ağalar parasına para katıyor,
KY maliyet düşürdükçe batıyor.

Burak Aksoy





Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımı

Sermaye piyasalarını ve şirketlerin finansman döngüsünü doğru anlayabilmek adına iyi bilmek gereken konulardan biri de sermaye artırımlarıdır. Kuşkusuz halka açık şirketlerin sermaye artırım kararları önemli bir haber olur ve özellikle de sosyal medyada kimi zaman bu haberlere farklı anlamlar da yüklenerek birçok yanlış bilgi, doğruymuş gibi itibar görür. Ancak bu başlıkla birlikte artık neyin doğru neyin "aşırı" haber olduğunu çok rahat ayırt edebilecek ve kritik nüansları yakalayabileceksiniz.

Sermaye artırımlarını doğru anlayabilmek için gelin finansal durum tablosunu (eski adıyla bilançoyu) tekrar hatırlayalım.



Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını anlayabilmemiz ve mukayese edebilmemiz için öncelikle bu olgunun öz kaynaklar ana hesap grubunu ilgilendirdiğini unutmamalıyız. Tam da bu sebeple kitabımızda detaylandırdığımız iki kavramın ne anlama geldiğini eksiksiz bilmeliyiz; öz kaynaklar[16] ve gerçekleşmiş gelirler.

Öz kaynaklar başlığını unutanlar ve bu başlıktan kopmamak adına dönüp okuyamayacaklar için kısaca tekrar edelim; öz kaynaklar firma değerini ifade eder. Diğer bir ifadeyle ortakların sahip olduğu hakların parasal tutarıdır.

Bu noktada unutulmaması gereken çok kritik bir husus vardır:

Öz kaynaklar ile sermaye aynı anlama gelmez. Eşit değildir!

Sermaye, ortakların şirkete koydukları fonları temsil eder. Yani fonlar bir defa sermayeye girdiğinde artık o tutar şirketindir. Karşılığında ortaklara haklarının temsilini güvence altına alan hisse senetleri verilir.

16 Öz kaynaklar başlığı için sayfa 59'a gidiniz.

Bu durumu yine bir örnekle açıklamak istersek, varsayalım ki şirket faaliyetlerini yürüttü ve 100 birim kâr elde etti. Bu kâr için şirketin önünde üç seçenek bulunur;

- Dağıtmak,
- Dağıtmamak,
- Sermayeye eklemek.

Eğer söz konusu kâr dağıtılırsa buna temettü diyoruz. Yani ortaklar "kârı" payları oranında ceplerine koyar. Dağıtılmazsa "Geçmiş Yıllar Kârlarını" oluşturur. Şirket faaliyetleri kapsamında bu tutarı kullanabilir. Üçüncü seçenek gerçekleşir yani tutar sermayeye eklenirse karşılığında ortaklara payları oranında hisse senedi verilir. İşin öz kaynak boyutu bu şekildeydi, peki gerçekleşmiş gelir tarafı neydi? Hatırlayacağınız üzere gerçekleşmiş gelir, öz kaynağı artırırken aynı zamanda "nakit ve nakit benzerlerinde" ve/veya "alacaklarda" artış yaratan her şeydir. En basit örneği de hasılattır.

Her iki kavramı da kısaca yeniden hatırladığımıza göre bu iki kavramı harmanlayarak sermaye artırımlarını açıklayabiliriz.

Bedelli sermaye artırımı, hisse senedi sayısında artış yaratırken hem sermayeyi hem de öz kaynakları artıran ve işletmeye dışarıdan fon girişi sağlayan bir ***öz kaynak finansmanıdır.***[17]

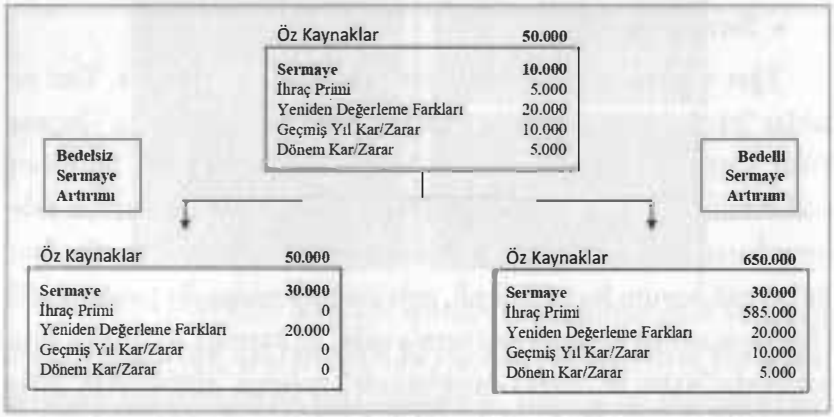
Bedelsiz sermaye artırımı, gerçekleşmiş gelirler kullanılarak hisse senedi sayısında artış yaratırken yani sermayeyi artırırken öz kaynak toplamında değişiklik yaratmayan bir öz kaynak yapılandırmasıdır.[18]

İki sermaye artırım yöntemi arasındaki farkı açıklayan basit bir örnekle matematiksel olarak da durumu ortaya koyalım; aşağıdaki

17 Bu tanımlama Doç. Dr. Soner Gökten'e aittir.

18 Bu tanımlama Doç. Dr. Soner Gökten'e aittir.

tabloda, öz kaynakları 50.000 TL, sermayesi 10.000 TL olan hali hazırda borsada hisseleri 30 TL fiyatla işlem gören bir şirketin öz kaynaklar dağılım tablosunu görmekteyiz. Şirketimiz sermayesini 20.000 TL artırmak istiyor ve önünde bedelli ya da bedelsiz sermaye artırımı olmak üzere iki yol var.



Şekil üzerinden bedelsiz sermaye artırımı okunu izlediğinizde üstte yer alan ilk durumdaki ihraç primi, geçmiş yıl kârları ve dönem kârı işletme tarafından sermayeye eklenmiş ve bu sayede "bedelsiz sermaye artırımı" gerçekleştirilmiştir. Bu yöntemde dikkat etmemiz ve unutmamamız gereken hususlar hemen gözünüze çarpmış olmalı;

1. Öz kaynaklar toplamı değişmedi, 50.000 TL olarak aynı kaldı,
2. İhraç primi ve kârlar bedelsiz sermaye artırımında kullanıldı ve sermaye hesabı 20.000 TL artarak toplamda 30.000 TL oldu,
3. Yeniden değerleme farkları ise değişmedi. Çünkü yeniden değerleme farkları, hiçbir surette bedelsiz sermaye artışında kullanılamaz. Neden mi? Çünkü yeniden değerleme farkları "gerçekleşmemiş gelirdir".



Unutmayın, bedelsiz sermaye artırımında sadece gerçekleşmiş gelirler kullanılabilir.

Sonuç itibariyle bedelsiz sermaye artırımı örneğimizde, sermaye artışı karşılığında ilave edilen 20.00 TL'ye denk gelen sayıda hisse senedi, ortaklara dağıtılacaktır. Yani bir hissenin nominal değeri 1 TL ise ortaklara 20.000 adet ek hisse dağıtılacaktır. A, B ve C olmak üzere sırasıyla yüzde 25, 25 ve 50 oranında paylara sahip üç ortak varsa; herhangi bir bedel ödemeden A ve B ayrı ayrı 5.000 adet ve C 10.000 adet hisse alacaktır. Sermayenin 3 kat artması (10.000 TL'den 30.000 TL'ye) yani mevcudun 3 katı hisse senedi sayısı olması nedeniyle eğer hisse fiyatı 30 TL ise bedelsiz sermaye artırımı gerçekleştiği anda 10 TL'ye (3'te 1'ine) inecektir. Bu örnekten de firma değeri yani öz kaynakların değişmediği rahatlıkla anlaşılabilmektedir (önceki durum: 30TL * 10.000 = 300.000TL iken bedelsiz sonrası durum: 10TL * 30.000 = 300.000TL).

Şimdi gelelim örneğimizin bedelli sermaye artırımı tarafına. Örnekte sağ tarafta yer alan tabloda da görebileceğimiz üzere şirket, yeni hisse senedi basarak işletmeye "dışarıdan fon" temin etmiştir. İç kaynaklarını kullanmamıştır. Yani sermaye artış tutarı olan 20.000 TL değerindeki hisse, bedelli olarak satılmıştır. Bu sebeple de hissenin mevcut fiyatı değişmemiştir. İşletmenin hem sermaye hesabı hem de öz kaynak hesabı artmıştır. Şirket, 1 TL nominal değerli hisselerinden 20.000 adetini 30 TL hisse fiyatından satmış ve bu satıştan 580.000 TL (600.000 TL – 20.000 TL) ihraç primi elde edilmiştir.

Peki bedelli sermaye artırımında yeni basılan hisseler kime satılmaktadır?

Yeni hisselerin satışında öncelikle A, B ve C ortaklarına pay oranları nispetinde yeni hisse satın alıp almayacakları sorulacaktır. Çünkü mevcut ortalar; ortaklık oranlarını kaybetmek istemeyebilir. Buna **"rüçhan hakkı"** denilmektedir. İstemezler ise yeni hisse senetleri talep eden yeni yatırımcılar şirkete ortak olacaklardır.

Örnekten de net bir şekilde gördüğümüz üzere bedelsiz sermaye artırımı işlemi özünde bir **"öz kaynak yapılandırması"** işlemiyken bedelli sermaye artırımı bir **"öz kaynak finansmanıdır"**.

İşletme sermaye artırım türlerinden birini seçerken neyi amaçlar?

İşletmenin amacı bakımından hangi sermaye artırım türünün nasıl etkisi olacağı sorusunun yanıtı da yukarıdaki açıklamalarımızdan sonra netleşmiştir.

Bedelsiz sermaye artırımı, mevcut hisse senedi fiyatının ucuzlamasını sağlar. Bu sayede şirkete yatırım yapmak isteyen yatırımcılar açısından hisseye erişmek kolaylaşır ve dolayısıyla hisse senedi piyasasında şirket tahtasının likiditesi artar. Kimi zaman şirketlerin hisse senedi fiyatı özellikle küçük yatırımcılar açısından önemli bir giriş bariyeri olabilmektedir. Borsa İstanbul'da birkaç TL'ye adedini alabileceğimiz şirket hisseleri olduğu gibi adedi birkaç bin TL olan hisseler de bulunmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımı sonrasında ucuzlayan hisse fiyatı, daha fazla yatırımcının hisseye ilgi göstermesini ve dolayısıyla likiditeyi sağlayacaktır.

Bedelli sermaye artırımı ise şirkete finansman sağlar. Bedelli sermaye artırımında örnekte de gördüğümüz üzere hem sermaye hem de öz kaynaklar birlikte arttığı için hisse fiyatında bir ucuzlama

söz konusu olmayacaktır. İşletmelerin bedelli sermaye artırımına gitmesinin üç temel sebebi bulunur;

1. Borç ödemek,
2. Tahsisli satış,
3. Yatırım finansmanı.

Türkiye'de ağırlıklı olarak bedelli sermaye artışının tercih edilme nedeni borç ödemek ve tahsisli satış gerçekleştirmektir. Borç ödeme amacı çerçevesinde değerlendirdiğimizde şirketin üst üste gelen zararlar sonucunda sermayesi erimiş olabilir. Bu durumda Türk Ticaret Kanunu'nun da ilgili maddelerindeki yönlendirme gereğince genel kurul toplanarak sermaye artırım kararı alınabilir.

İkinci durumda yani tahsisli satışta ise şirket, anlaştığı bir yatırımcıyı ortak olarak almak amacıyla genel kuruluna tahsisli satış yoluyla bedelli sermaye artırım kararı alabilir. Bu durumda işletmeye konulacak sermaye, tahsisli satış anlaşması yapılan yatırımcı tarafından sağlanır. Diğer yatırımcıların bedelli sermaye artırımına katılma hakkı olmaz.

Günümüzdeki mesele kılavuz gerekip gerekmediği değil! Köyün görünen mi, yoksa gösterilen mi olduğu…



Adım Adım Halka Arz Süreci

Halka arz 2022'nin en popüler konularından biriydi. Sermaye piyasalarına aşina olan ya da hiç tecrübe dahi etmemiş herkes tıpkı 2020'deki kripto para heyecanı gibi halka arzları takip etti. Bu arzların birçoğunda rekorlar üstüne rekorlar kırıldı öyle ki artık finansal okuryazarlık seviyesi ne yazık ki düşük yatırımcılar için bu süreç garanti kazanç vadeden bir yatırım gibi anlaşılmaya başlandı. Hadi gelin nedir bu halka arz detaylıca açıklayalım.

Bir defa esas soru neden halka arz sorusudur? İşletmeler neden halka açılmayı ister?

Halka arz için çok sayıda süslü gerekçe kullanılabilir. Mesela kurumsallaşma gibi. Dostlar emin olun kurumsallaşmanın kıyısında dahi olmayan çok sayıda halka açık şirket görebilirsiniz. Çoğu kişi kurumsallaşma ne demek ne yazık ki bilmiyor. Neyse ki kitabımızda onu da yalın ve net şekilde ele aldık.[19] Süslü ifadeleri bir kenara

19 Kurumsallaşma tanımı için sayfa 39'a gidiniz.

bırakırsak modern finans ekosisteminde halka arzın iki temel amacı vardır;

1. Öz kaynak ve/veya ortak finansmanı (kısaca para toplamak),
2. Değeri görünür kılmak (yani piyasa değerini yönetmek).

Para toplamak yatırım/büyüme veya eldekini paraya çevirme amaçlı olabilir. Eğer bir halka arzın temel amacı şirketin büyüme planlarını desteklemek ise bu durumda ortak satışı yani şirketin mevcut ortaklarının kendi hisselerini satması ağırlıklı olmayacaktır. Çünkü halka arz sürecinde ortakların sattıkları hisselerden elde edilen gelirler şirketin kasasına değil ortakların cebine gider. Türkiye'de yüzde yüzü ortak satışı olan halka arzlar gördüğümüzü de not edelim. Bu sebeple ortak satışına dayalı halka arzlara öz kaynak finansmanı değil ortak finansmanı demeyi daha doğru buluyoruz. Pek aklımıza yatmıyor doğrusu.

Neden mi?

Bilelim edelim ve unutmayalım, finansın amacı "servet maksimizasyonudur". Hâkim ortaklar şirketin faaliyetlerini etkinleştirip geliştirerek hisse senedi fiyatını maksimize etmeyi (piyasa değeri yönetimi) ve mümkün olan en yüksek fiyattan hisselerini satarak servetlerini maksimize etmeyi amaçlar. Bunu yapabilecekleri yer ise kote edildikleri bir pay piyasasıdır. Bu yüzden şirketlerinin geleceğine güvenen hâkim ortaklar öncelikli olarak "değeri görünür kılmak için" halka arz olurlar ve halka arzı bedelli sermaye artırımı yoğun şekilde (minimum veya sıfır ortak satışı ile) gerçekleştirirler. Kısaca ortak satışı yoğun halka arzlarda bizzat hâkim ortağın şirketin geleceğinden umudunu kestiği çıkarımını yapmak pek de yanlış olmayacaktır.

Peki bir halka arzın öz kaynak finansmanı mı yoksa ortak finansmanı mı olduğunu nereden anlarız?

Bu sorunun yanıtı, az sonra açıklayacağımız izahnamede saklı.

Şimdi gelelim halka arz sürecine. Halka arz sürecini 6 adımda toparlayabiliriz;

1. Ön hazırlık aşaması,
2. Kayıtlı sermaye sistemi başvurusu,
3. Aracı kurum seçimi,
4. İzahname hazırlanması ve halka arz başvurusu,
5. Değerleme,
6. Onay ve talep toplama.

Bir konuyu netleştirelim; her işletme halka arz olamaz. Daha doğrusu halka arza başvurmak için asgari "aktif büyüklüğü" ve "hasılat" şartları söz konusudur. Her ülkede düzenlemeler farklı olmakla birlikte Türkiye'de SPK tarafından açıklanan bu asgari şartlar her yıl yeniden değerleme oranına göre yenilenmektedir. 2022 yılı itibariyle halka arza başvurabilmek için işletmenin son iki yıldaki aktif toplamı asgari 450 milyon TL ve hasılatı (net satışlar) asgari 270 milyon TL olmak zorundadır. Bu sınırlılıkların sermaye piyasalarının iklimi açısından ortaya koyduğu olumsuzluklar da söz konusudur. Ama bunu daha sonra tartışacağız. Bir işletme yukarıda açıkladığımız ön koşulu sağlayan bir işletme için ön hazırlık aşaması başlayacaktır.

Ön hazırlık aşamasında, şirketin geçmiş iki yıla ait finansal tabloları bağımsız denetime tabi tutulur. Bu denetim sürecinde muhasebe sisteminin uluslararası finansal raporlama standartları çerçevesinde ele alınması, raporlamanın standartlara göre yenilenmesi gerekir. İlişkili taraf işlemleri, stoklar hesabı (stok affı veya gider planlaması gibi hususların gerçeğe uygunluğu bozucu etkilerinin gi-

derilmesi), kur farklarının raporlanması, zamana yayılı sözleşmeler ve hasılata etkisi, duran varlıkların değerlemesi, şirket bağlı ortaklıklarının konsolidasyonu gibi hususlar ön hazırlık sürecinde sıklıkla ele alınan konuların başında gelmektedir.

Kayıtlı sermaye sistemi (KSS) başvurusu ise SPK'ya yapılır. Bu başvuru, ön hazırlık süreci sonrası ortaya çıkan bağımsız denetimden geçmiş ve uluslararası finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış son iki yıla ait finansal tabloları, şirketin sermaye piyasası mevzuatına uygun hale getirilmiş esas sözleşme taslağını ve kayıtlı sermaye sistemine geçiş gerekçesini içerir. Bu başvurunun sebebi hem şirketin teknik olarak halka arza hazır hale gelmesini sağlamak hem de SPK'ya bir ön inceleme imkânı sunmaktır. Kayıtlı sermaye sistemi, anonim ortaklıklara esas sözleşmede belirtilmiş ve Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş azami miktara kadar (sermaye tavanı) sermaye artırımı yapabilme imkânı sağlar. Örneğin, 100 milyon TL sermayeye sahip bir şirketin sermaye tavanı 500 milyon TL ise, şirket yeni bir esas sözleşmeye, ticaret tesciline ve diğer birtakım formalitelere ihtiyaç duymadan sermayesini 500 milyon TL'ye kadar (bedelli veya bedelsiz olarak) artırabilir. Hiç şüphesiz ki konu halka arz ise, kayıtlı sermaye sistemine geçmek bir zorunluluktur. Teknik olarak her yeni esas sözleşme değişikliği başvurusunda sermaye tavanı, mevcudun maksimum 5 katı olarak belirlenebilir. Ön inceleme çerçevesinde ise SPK şirket ve şirket ortakları hakkında araştırma yapar ve şirketin mevcut durumuyla ilgili bir değerlendirme gerçekleştirir. Eğer SPK işletmenin halka arza başvurmak için bir engeli olmadığına kanaat getirirse KSS başvurusunu onaylar. SPK onayını takiben de şirket, onaylanmış esas sözleşmesini tescil ettirir ve süreçte bir sonraki aşamaya geçilmiş olur.

Aracı kurum seçimi, halka arz için olmazsa olmaz adımlardan biridir. Bu noktada hemen belirtelim; aracı kurumla anlaşma, KSS sürecinin başında veya KSS onayının ardından izahname başvurusu öncesinde yapılabilir. Aracı kurum, halka arz sürecinde talep toplanması ve takas işlemlerinin gerçekleştirilmesi hizmetlerini sunar.

İzahname yazımı son derece önemlidir ve nihai değerlendirme ve onay kriterlerinin belirleyicisidir. Çünkü izahname, şirketin kendisine ortak olacaklara adeta "neden paranızı bana yatırmalısınız?" sorusunu cevapladığı beyanlar ve iddialar bütünüdür. İşletmeler hem KSS hem de izahname başvurusu içi cari olarak 3, 6, 9 veya 12 aylık finansal tablolarını kullanılabilmektedir. Dolayısıyla izahnamenin hazırlanmasıyla halka arz başvurusunun zamanlaması, şirketin kendini en avantajlı gördüğü finansallar ile yapılmalıdır. İzahname ile halka arz başvurusu hem SPK'ya hem de Borsa İstanbul'a birlikte yapılır. Her iki kuruluş da ayrı ayrı incelemelerini gerçekleştirir ve ayrı ayrı karar verir. Elbette ki genellikle bu iki kurum birbiriyle koordine olarak kararlarını açıklarlar ancak iki kuruluş her zaman aynı kararı verecek diye bir zorunluluk yoktur.

SPK ve BİST şirketin halka arz başvurusunda farklı kararlar verirse ne olur?

Eğer iki kurumun kararlarında görüş farkı ortaya çıkarsa son söz yani nihai karar SPK'nındır.

İzahname başvurusu esnasında şirketin halka arzına konu hisse fiyatına ilişkin şirket değerleme raporu sunulmaz. Şayet süreçte halka arza engel herhangi bir durum ortaya çıkmazsa SPK tarafından bir ***değerleme raporu*** istenir. Yani aslında süreçten de anlayacağınız üzere halka arzdaki hisse senedi fiyatı, halka arz başvurusunun sonunda belirleniyor. Zaten doğrusu da budur. Çünkü değerleme

dediğimiz husus aydan aya şartlar itibariyle sürekli değişebilen bir unsurdur. Dolayısıyla değerleme raporunda yer alacak hisse fiyatı mutlak değildir. SPK, kendisine iletilen değerlemede belirtilen hisse fiyatında yatırımcıların korunması güdüsünden hareketle iskonto talep edebilir.

Onay sürecinde;

- Halka arzın hangi fiyatla,
- Hangi dağılımla (yerli kurumsal yatırımcı, yabancı kurumsal yatırımcı ve bireysel yatırımcı dağılımı),
- Ne şekilde (yüzde kaçı bedelli sermaye artırımı yüzde kaçı ortak satışı),
- Hangi kısıtlarla (ortakların belirli bir süre satmaması, şirketin belirli bir fiyatın altında geri alım taahhüdü vermesi gibi) ve
- Hangi oranda (halka açıklığın yüzdesi) olacağı bilgileri yer alır ve tek tek onaylanması gerekir.

Tüm bu onay unsurları SPK yönetim kurulu tarafından oylanır ve sonuçta kabul veya reddedilir.

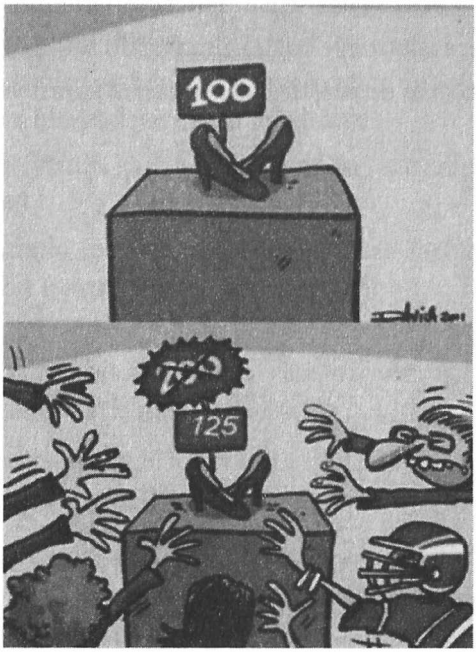
Halka arzın son aşaması talep toplama ve taleplerin belirlenmesi yani kimlere ne kadar hisse verileceğinin belirlenmesidir. Bireysel dağıtım şekline göre (eşit veya oransal) matematiksel bir hususdur ve bilgisayar üzerinden yapılır. Yerli ve yabancı kurumsal yatırımcı dağılımı ise aracı kurum ve şirketin ortak kararıyla tesis edilir ve son onay için SPK'ya gönderilir. Aracı kurum ve şirketin imzasıyla yapılan dağılım SPK tarafından ya onaylanır ya da bir revizyon istenir. Bu noktada son yıllarda SPK'nın ilke kararları üzerinden bir yönlendirme yaptığını da belirtmemiz gerekir. Örneğin 2023 yılında alınan bir ilke kararıyla[20] SPK, 750 milyon TL üzerindeki halka arz-

20 Kararı incelemek için bknz: https://spk.gov.tr/data/6425db2d8f95db1e-9c11aef6/21-2023.pdf

larda dağılımın yüzde 75'in bireysel yatırımcıya yapılmasına karar verilmiştir. Dağılımın onaylanmasını takiben şirketin hisse senetleri ilgili piyasada işlem görmeye başlar.

Anlayacağınız halka arz süreci ince elenip sık dokunan, meşakkatli bir süreçtir. Sonuçları hem işletmeler hem de piyasa açısından bağlayıcıdır. Yatırımcılar açısından izahnamenin titizlikle incelenmesi ve sadece işletmeye bağlı kalmaksızın sektör ve piyasa koşulları gibi değişkenlerin de araştırılarak ortaklık kararı verilmesi gerekir.

Borsa Tüyosu



Pahalı ya da ucuz olma durumu değişkendir!

Karikatür anonimdir.



Etik, Manipülasyon ve Sermaye Piyasaları

Sermaye piyasalarında sıklıkla dillerde gezinen kavramlardan biridir manipülasyon. Ancak çok sık kullanılan her kavram gibi manipülasyon da zaman içerisinde farklı birçok anlama gelecek şekilde kullanılır olmuş ve bir hayli hatalı biçimde dilimize yerleşmiştir.

Peki nedir bu manipülasyon?

Manipülasyon ifadesi kelime olarak "etki" fiilini içermektedir. Yani "manipüle" etmek ile "etkilemek" esasen eş anlamlıdır. Ancak farklı bir tabirle ortaya çıkmasının temel nedeni söz konusu "etkinin" etik olmayan bir davranışı tanımlamasıdır.

Öyleyse manipülasyonun etik davranışla yakın bir ilişkisi olduğunu anlıyoruz. Tam da bu noktada öncelikle "etik davranış" nedir sorusunun cevaplandırılması gerekir.

Etik Davranış Nedir?

Bir davranışın "etik" olabilmesi için üç unsura ***aynı anda*** sahip olması gerekir; hem "doğru", hem "dürüst" hem de "adaletli" olmalıdır. Bu kavramları tek tek açalım.

Doğrunun tersi yanlıştır. Yanlışlığın kaynağı ise hatadır. Hata, insana mahsustur! Yani aslında her hatanın ardında kötü niyet yoktur. Çünkü hata dediğimiz şey, herhangi bir eylemin yaratacağı olumsuz sonuçları bilmeden ve istemeden yapılan davranıştır. Yani "kasıt" yoktur. Teknik bir örnek vermek gerekirse; bir muhasebecinin takip eden dönemde sunulacak bir hizmet için alınan ön ödemeyi ertelenmiş gelirler hesabı yerine bilgi eksikliği nedeniyle hasılat şeklinde raporlaması, ilgili dönemde hasılat hesabının olması gerekenden fazla görünmesine ve yatırımcıların yanlış karar almasına neden olacaktır. Özünde hataları önlemenin hiç de sihirli olmayan basit bir formülü var. Adına "liyakat" denilen olguya tam da bu sebeple ihtiyaç duyulur. Yani uygulayıcıların sahip olduğu bilgi ve tecrübe artarsa ve/veya yetki, bilgi ve tecrübeye göre dağıtılırsa hatalar da önlenebilir veya en aza indirilebilir.

Yukarıda yanlışlığın kaynağının hata olduğunu belirtmiş olsak da unutulmaması gerekir ki her yanlış hata içermeyebilir. Eğer kişi, herhangi bir eylemin yaratacağı olumsuz sonuçları bilerek ve isteyerek o eylemi gerçekleştirecek davranışta bulunuyorsa karşılaştığımız bu durum "hiledir". Yani yanlışta kasıt unsuru varsa, dürüst olmayan bir eylemden bahsediyoruz demektir. Yine teknik bir örnek verelim; stoklar hesabının şişirilerek dönem üretim giderinin düşük gösterilmesi sıkça yapılan ve kârın fiktif olarak yüksek görünmesini sağlayan tipik bir muhasebe hilesidir. Burada amaç şirketin kârlılığını yüksek göstererek yatırımcıların hisse alımına yöneltilmesi olabilir. Bu durumda ilgililer ***kasıtlı olarak*** yanlış muhasebe uygulaması yapmış olurlar. Yani dürüst değillerdir.

Hem hata hem de hilenin önlenmesi için denetim faaliyetleri yasal esaslara dayalı bir gereklilik olarak düzenleyici otoritelerce uygulanır ve yönetilir. Hilenin varlığı ise yasal ve cezai yaptırımlara tabidir.

Diğer taraftan adaletin sağlanması, etik davranış tanımlamasının olmazsa olmaz üçüncü ayağıdır. Hemen belirtelim adalet ve eşitlik birbiri yerine kullanılamaz. Zira etik davranışta arzu edilen sonuç eşitlik değil adalettir. Felsefenin yıllardır konu başlığı ettiği bu kavramların kolay izahı açısından son söylenmesi gerekeni başta söyleyelim. Eşitlik esas olsaydı adaletten bahsedemezdik! Nasıl mı?

Örneğin hamilelere otobüste yer vermezdik. Eşitlik esas olsa, kısa boylular sınıfta önde oturmazdı. Şirketlerdeki azınlık hakları çerçevesinde mesela küçük yatırımcıların genel kurulda soru sorma hakkı söz konusu olmazdı. O halde etik davranışta aranan adalet, hak dağılımının kişiler nezdindeki imkân ve kabiliyetlere göre objektif bir şekilde paylaştırılmasıdır. Bu itibarla küçük bir şirketten faaliyet raporu düzenlemesini istemek adaletli olmayacaktır.

Manipülasyon Nedir?

Etik kavramına yönelik yukarıdaki açıklamalarımız perspektifinden şu sonuca varmak mümkündür; ***"etik olmayan etkileme davranışı, manipülasyondur".*** Yani birini veya bir şeyi kendi avantajınıza, genellikle haksız veya dürüst olmayan bir şekilde kontrol etmektir. Bir başka ifadeyle; ***çıkar sağlamak için doğru olmayan (yanlış), dürüst olmayan (hileli) ve adaletli olmayan (haksız) ve etkileme amaçlı yapılan davranışlar manipülasyon*** olarak tanımlanır.

Manipülasyon sıklıkla medyada ve sermaye piyasalarında görülmektedir. Bu sebeple manipülasyon kelimesi gerek medyayla gerekse de borsayla adeta iç içe girmiştir. Bizim konumuz sermaye piyasaları olduğundan, biz oraya odaklanacağız. Manipülasyonun yasal

çerçevede ne şekilde düzenlendiğine geçmeden önce son söylenecek bir ayrımı baştan söylemekte fayda var!



Spekülasyon ve manipülasyon aynı şey değildir!

Yukarıdaki ifadenin tam tersi ne yazık ki doğru bilinen yanlışlarda liste başında yer alır. Hatta sıkça "spek" ifadesini de duyarız ve bunu manipülasyonla karıştırırız. Ancak bizim yaptığımız manipülasyon tanımı, borsacıların tabiriyle spek'leri konunun dışına çıkarmaktadır. Nedenini hemen açıklayalım. "Spekülasyon", önemli bir getiri beklentisiyle yüksek risk içeren bir finansal aracın alım satımını ifade eder. Kısaca yatırım pozisyonu alınması anlamına gelir. Spekülasyon, etik olmayan bir şekilde bireysel çıkarların menfaatine dayalı olarak etkileme davranışı içermez. Dolayısıyla "spek" bir manipülatör değildir.

Manipülasyon suçu, Sermaye Piyasası Kanunu İkinci Bölüm 106 ve 107. Maddelerde düzenlenmiştir. 106. Madde "Bilgi Suiistimali" ve 107. Madde "Piyasa Dolandırıcılığı" başlığı altında manipülasyon suçunu ele almıştır. Gelin iki başlığı da kısaca tartışalım;

Bilgi suistimali ifadesi, "içeriden öğrenenlerin ticaretini" tanımlar. Yani henüz kamuya duyurulmamış ve hisse senedinin fiyatını etkileyecek bir bilgiye sahip olan gerçek ya da tüzel kişilerin, bu haber kamuya duyurulmadan hisse alım ya da satımı yaparak haksız kazanç sağlaması bilgi suiistimali suçunu oluşturur.

Örneğin borsada işlem gören bir şirketin önemli bir yatırım anlaşması yaptığı bilgisine sahip olan biri, bu bilgi kamuya açıklanmadan söz konusu bilginin yaratacağı etkiden faydalanmak için ilgili

şirketin hisse senedini alıyor ve bilgi kamuya açıklandıktan sonra fiyat artışından kazanç elde ediyorsa bu durum içerden öğrenen ticareti olarak değerlendirilir ve suçtur.

Hatırlayın! Güçlü etkin piyasada içeriden öğrenenlerin ticareti mümkün değildi! Lakin uygulamada güçlü etkin piyasanın varlığından söz edilemeyeceğini de açıklamıştık![21]

Neden mi?

Bir defa tüm bilgilerin herkes tarafından bilinmesi son derece ütopiktir. Şirket patronları ticari sırlarını paylaşmak istemezler. Hedefleri servet maksimizasyonu yani hisselerini olabilecek en yüksek fiyattan satmaktır. Bu bahisle bilgi asimetrisi ve ahlaki çöküntü problemleri her zaman vardır ve olacaktır. İkincisi, bir alım satımın yirmi birinci yüzyıl iletişim ikliminde içeriden öğrenen ticareti kapsamına girip girmediği birçok durumda son derece muğlak olabiliyor. Yani ince bir çizgi! Bugün bir şirkette çalışan herhangi biri dahi sırf gözlemlerinden bazı çıkarımlar yapabiliyor ve eşine dostuna bilgi iletebiliyor. Hatta dedikodu mahiyetini kazanmış bilgiler medyada haber olarak kendine yer bulabiliyor. O halde burada mesele, bilgi suiistimalini yapanlar değil yapanların kim olduğudur!

Ne demiştik? Adalet!

Bugün iletişim imkânlarının yarattığı eşsiz iklimle küçük bir yatırımcı henüz kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olabilir ve hisse alımı-satımı gerçekleştirebilir. Sorulması gereken sorular şudur:

Bu bilgi küçük yatırımcıya geliyorsa şirket söz konusu bilgiyi halen neden kamuya duyurmamıştır?

İşlem yapan küçük yatırımcı, sahip olduğu parasal tutar ve işlem hacmi itibarıyla hisse fiyatlarını etkileme gücüne sahip olmuş

21 Etkin piyasa nedir? Neden önemlidir? başlığı için sayfa 93'e gidiniz.

mudur? Örneğin eğer bu bilgi sosyal medyada dahi paylaşılıyorsa artık içerden öğrenen ticareti söz konusu olabilir mi? Bu ve benzeri durumlara aşinasınız. Pek çok şirketle ilgili öncül bilgi ve haberler özellikle sosyal medyada kol gezmektedir. İşte o halde, adalet kavramından hareketle bilgi suiistimalinin kimler için ekmeğin kaymağı olduğu önemlidir. Ağırlıklı olarak bilgi suiistimalinden fayda sağlayanlar; şirket hâkim ortakları, yöneticileri, sermaye piyasası bağımsız otoritelerin[redacted]kili olarak çalışan kişiler veya büyük fonlardır. Nitekim Serm[redacted]yasası Kanununun ilgili maddesinde de bu kişilere odaklanılmıştır. Dolayısıyla bilgi suiistimalinin denetleyen tarafça adaletli şekilde yorumlanması küçük yatırımcıların haklarının korunması açısından son derece önemlidir.

Piyasa dolandırıcılığı tarafında ise unutulmaması gerekir ki borsa dediğimiz yer, alım ya da satım yönlü olarak piyasa taraflarının buluştuğu bir mecradır. Liberal kapitalizmin keşfettiği en önemli sermayedar oyuncağı olan bu mecrada yaratılan iklimde sizlerin de tabirlerinizde yer bulduğu gibi "balinalar" ve "küçük balıklar" vardır. Biz küçük balıklar yerine "hamsiler" diyoruz. "Balinalara karşı hamsiler"[22] başlıklı bölümde her iki taraf arasındaki dengesizliğin doğasından bahsettik.

Peki piyasa dolandırıcılığı işlevinde neden yatırımcıları balinalar ve hamsiler olarak ayırmak gerekir?

Temel mantık şudur: Manipülatif fiyat hareketlerini ancak bali[redacted]apabilir! Büyük olasılıkla da bu varsayım doğrudur çünkü sun[redacted]i sanal fiyat artışını oluşturmak için para gücü gereklidir. Haliyle manipülatif yükselişi başlatan her daim balinalardır. Ama takiben balinaların kazanç elde etmesi için birilerinin olağandışı yüksek fiyattan bu hisseleri alması gerekir ki; bunlar da ekseriyetle ne

22 Balinalara karşı hamsiler başlığı için sayfa 149'a gidiniz.

yazık ki hamsiler yani küçük yatırımcılardır. İşte bu aşamada kaba tabirle "gel gel" harekâtı başlar.

Nedir bu gel gel harekâtı?

Bu harekatın amacı kaba tabirle hisseyi pazarlamaktır. Nitekim Sermaye Piyasası Kanunu 107. Madde (2) bendinde etki fiiline söylenti çıkarmak, haber veya yorum yapmak veya hileli rapor hazırlamak gibi davranış unsurlarının 2015 yılında eklenmesinin sebebi de budur. Arsızca yükselişlerde henüz mevcut fiyatların ucuz olduğu izlenimi uyandırılarak hamsilerin yani küçük yatırımcıların manipülatif hissenin alıcıları olması sağlanır. Böylece balina amacına ulaşır ve suni biçimde yükselttiği hisse senedini gel gel harekâtı sonrasında küçük yatırımcıya satar.

Bugün piyasa dolandırıcılığı yoluyla manipülasyonda sürecin tersten izlediğine şahitlik ettiğimiz durumlar da oluyor. Bugün dijital iletişim araçlarının yaygınlığı ve yığın kitlelere ulaşma kabiliyeti kimi zaman manipülasyonda balinaların geri planda kalmasına ve "balinacıkların" bu fırsattan yararlanmasına yol açmıştır.

Sosyal iletişim platformlarından "hoca", "üstat" veya "bir bilen!" görünümlü zatı şahaneler, hamsileri birleştirmek suretiyle balina gücü elde edebilmekteler. Yaptıkları iş oldukça basittir; seçtikleri hisseyi önce kendileri alırlar, sonra gruplara ayırdıkları yığınlara sırayla aldırırlar. Sonuçta dar yani düşük işlem hacmine sahip tahtalarda fiyat anlamsızca yukarı gider. İlk alanlar günün sonunda kâr eder ve zatı şahanelere teşekkürlerini iletirler. Son alanlar mı? Onlar çoktan birilerinin kazanç elde etmesini sağlamıştır ve o zatı şahaneler onlara "biz size buradan alın mı" dedik der! Çok yara var... Çok insanın talihsizliği var. Ancak hep aynı sarmal ve hep aynı sonuç. Diyecek sözün kalmadığı hususlardan bir tanesi budur maalesef. Elbette bu manipülatif operasyonları giderecek bir çözüm üretmek gereki-

yor. Zaten temel mesele de temel argüman da budur. Yani sorun bir sistem sorunudur. Bizim önerdiğimiz ana çözümlerden biri, piyasa etkinliği açısından da tartıştığımız "fon kuruluşunun" düzenleyici otoritelerce kolaylaştırılmasıdır.

Bir Bilgi Suistimali Vakası: Alman WIRECARD Skandalında BaFin Yetkilileri

Wirecard, bir ödeme altyapısı kuruluşu olarak Almanya'nın son 20 yılda giderek sıra kaybettiği küresel yazılım ve teknoloji şirketleri ligine geri dönüşünün önemli bir sembolüydü. 2000'li yılların başında kurulmuştu ama büyümesini Almanya'nın Steve Jobs'ı olarak adlandırılan şirket sahibi ve CEO'su Markus Braun ile yakaladı. 2018 yılında 192 euroya ulaşan hisse fiyatıyla Almanya'nın en değerli 30 şirketinden biri halini almıştı ki; Financial Times'da yayımlanan makalelerle ayyuka çıkan muhasebe hileleri neticesinde bir anda son yılların e[redacted]k muhasebe ve finans skandallarından biri olarak batan şirketler arasındaki yerini aldı.

Kitabımızda yer almasının sebebi ise tam olarak etik ve manipülasyon başlığında açıkladığımız birkaç hususun ne yazık ki olumsuz yönde uygulamasına örnek teşkil etmesidir. Skandalın patlak vermesiyle birlikte Almanya'nın Kamu Gözetim Kurumu konumunda olan ve bağımsız denetim süreçlerinin regülasyonu ve yönetiminden sorumlu kurumun başkanı Ralf Bose, görevinden alındı. Sebebi ise Bose'nin Wirecard'a ve denetçilerine yönelik inceleme başlatıldığında şirketin hisse senetleriyle borsada işlem yapmasıydı. Her ne kadar hisseleri zarar ederek elinden çıkarttığı gibi kötü bir savunmayı Alman Parlamentosu'nda kendini aklamak için yapmış olsa da bu davranış açık biçimde kamuyla paylaşılmamış bir bilginin kötüye kullanımıdır.

Üstelik bu bilgi suistimalini gerçekleştiren sadece Bose de değil. Almanya'daki bir diğer sermaye piyasaları düzenleyici kuruluşu olan BaFin'den de 4 çalışanın Wirecard hisseleriyle 196 takas gerçekleştirdiği ortaya çıktı. Kurum, bu çalışanlarından biri hakkında suç duyurusunda bulunarak yasal işlem başlatılmasını talep etti. Bu kısa örnekten de görüldüğü üzere dünyanın en gelişmiş sermaye piyasaları ve düzenleyici yapılarında dahi bilgi sahipleri, etik davranışın gerektirdiği doğruluk, dürüstlük ve adalet anlayışına sahip olmadığında birtakım yetkileri sayesinde elde ettiği bilgiyi kendi menfaatleri için kullanmaktan çekinmemekte ve ne yazık ki manipülatif işlemlerin ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir.

Kimseyi tanımazsın aslında,
Sadece güvenirsin...



Halka Arzda Dağıtım Esasları Tartışmasında Kim Haklı? Patron mu Küçük Yatırımcı mı?

Halka arz sürecinin nasıl işlediğini daha önce tartışmıştık.[23] Şimdi her halka arz sırasında (yerli yatırımcıya ne kadar, yabancıya ne kadar, küçük yatırımcıya neden hisse düştü gibi) çokça tartışmaya konu olan dağıtım sürecinin detaylarına bakalım.

Halka arz dağıtımı, ilk kez halka arz edilecek hisse senetlerinin sürekli işleme başlamadan önce talep edenlere, tahsis edilme şekline ve oranına göre çeşitli yöntemlerle satılmasıdır. Halka arz dağıtımı, "II-5.2" nolu "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği"[24] uyarınca yapılmaktadır.

Tebliğ kapsamında tahsis üç ana gruba bölüştürülür; yabancı kurumsal yatırımcı, yerli kurumsal yatırımcı ve yerli bireysel yatırım-

23 Halka arz süreçleri başlığı için sayfa 111'e gidiniz.

24 Tebliği okumak için: https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18527&mevzuatTur=Teblig&mevzuatTertip=5

cı. Tahsis ve dağıtım "yetkili kuruluş" yani aracı kurum ve "ihraççı" yani şirketin (patronların) karşılıklı uzlaşılarıyla (imzalarıyla) yapılır. Sermaye Piyasası Kurulu, yatırımcıların hak ve yararlarını korumak adına tahsis ve dağıtımla ilgili değişiklik talebinde bulunabilir ve dağıtımda son onay merciidir. Dolayısıyla halka arzlara ilişkin her türlü tahsis ve dağıtım üç tarafın kararı ve onayıyla gerçekleşir; ihraççı, yetkili kuruluş ve SPK.

Talep toplama yoluyla, talep toplamaksızın ve borsada olmak üzere bir şirketin hisselerine dair üç tür satış yöntemi vardır. Halka arz edilecek hisse senetlerinin en az yüzde 10'unun yerli bireysel yatırımcıya ve yine en az yüzde 10'unun yerli kurumsal yatırımcıya tahsis edilmesi zorunludur. Bu noktada eğer ihraççı veya ihraççının dâhil olduğu grubun çalışanları ayrı bir yatırımcı grubu olarak belirlenirse, bu gruba tahsis edilen hisse senetlerinin dağıtımına yönelik bireysel yatırımcılarla aynı dağıtım ilkelerinin uygulanması gerekmektedir. Yine dağıtım sırasında her bir yatırımcıya, dâhil olduğu grup içerisinde eşit ve adil davranılması gerekmektedir.

Tebliğdeki hususları yukarıdaki gibi özetledikten sonra gelelim temel soruya; Halka arz dağıtımları adaletli mi? Halka arz dağıtımları etik mi?

Bu soruya söz konusu tartışmalar ve konjonktür ışığında iki pencereden bakarak ve empati kurarak yanıt vermemiz gerekir;

- Bireysel yatırımcı penceresinden,
- İhraççılar yani patronlar penceresinden.

Şimdi bu iki pencereden de meseleye yanıt arayalım. Son yıllarda günlerce tavan tavan giden halka arzlarla karşılaşıyoruz. Tabii bu durum herkesi cezbediyor, gözlerde ışıltı! yaratıyor. Düşünsenize sekizinci günde halka arza koyduğunuz paranın bir mislinden fazla kazanç (her gün yüzde 10 tavan giderse) elde edebilirsiniz.

Bu durum her ne kadar uzaktan bakıldığında güzel bir olay gibi görülse de özünde bu tür halka arz sonrası tavan serileri piyasanın halka arzlarda çok ciddi bir ***fiyatlama sorunu*** olduğuna işaret ediyor. Biz buna "Undervaluation Theory" yani "Düşük Değerleme Teorisi" diyoruz. Teori diyor ki; eğer halka arz sonrasında bir şirketin hisse senedi tavan serisi izliyorsa halka arz fiyatını ortaya çıkaran değerleme ***hatalı şekilde düşük*** yapılmıştır.



Yani halka arzda tavan serisinin nedeni yanlış ve hatalı değerlemelerdir.

İşte halka arz fiyatında yapılan düşük değerlemeler sonuçta halka arzda ciddi fiyatlama hatalarına (pricing error) neden olur ve bu da hisse senedinin olması gereken değerini görünmez hale getirerek manipülasyona uygun bir zemin oluşturur. Hisse senedi tahtası adeta yatırımcı davranışlarının yönetildiği bir mecraya dönüşür. Böyle bir yatırım ikliminde bireysel yatırımcıların çoğunun temel amacı da halka arzdan mümkün olduğunca çok yararlanarak iki, üç hafta içerisinde hisseleri satarak kazanç elde etmek haline dönüşür.

Peki ihraççı yani patronlar hisselerini kime satmak ister? Daha doğru soru, şirketlerine kimi ortak almak ister?

Yani hisseleri orta-uzun vade boyunca elde tutma niyetindeki kurumsal yatırımcılara mı yoksa kazanç elde edip satıp, satarken de tahtanın takasını bozacak olan yatırımcılara mı? Örneğin ABD'deki halka arz tahsislerinin çok büyük kısmı (neredeyse tamamı) yatırım ve emeklilik fonlarına, sigorta şirketlerine, hedge fonlara veya or-

ta-uzun vadeli yatırımcı siciline sahip nitelikli yatırımcılara yapılır. ABD'de hiçbir zaman tahsisler ve dağıtım eleştirisi konu edilmez ve/veya "nerede SPK!" denilmez.

Bu noktada amacımız elbette bireysel yatırımcıları eleştirmek ya da hatalı değerlemelerin sebebinin onlar olduğunu söylemek değil. Ancak mevcut konjonktürde Türkiye'deki patronların iki temel sorunu karşımıza çıkmaktadır;

1. İşletmelerini genellikle düşük değerle halka arz etmekteler.
2. Değeri artırmak için tahtayı derli toplu tutma çabasındalar.

Konuyu örneklendirerek açıklayalım. Diyelim ki patronlar, şirketlerinin hisselerini 33 TL fiyattan halka arz etmek istiyorlar ve ortak satışı da gerçekleştirilmeyecek. Değerleme raporu da kabul edilebilir şekilde hazırlanmış. Ancak "otoriteler" iskonto istemiş olsun ve söz konusu fiyat 10 TL'ye insin. Unutmayalım, finansın temel amacı değer maksimizasyonudur. Haliyle şirketin patronu da olması gereken fiyatın temini için hisse takasını derli toplu tutmak zorundadır. Yani kısa vadede satan değil, orta-uzun vadede tutacak yatırımcı grubunu temin etmesi gerekir. Bu durumda patronlar ne yapıyor, bir takım yan yollardan söz konusu amacı sağlamaya uğraşıyor.

Hangi yan yollar?

- İstişare içerisinde hareket edebileceği, kendi desteğinin olabileceği veya kendi adına alım yapabilecek fonlar, servet yönetim şirketleri veya yatırım kuruluşlarıyla (kurumsallarla) çalışabiliyor,
- Ya da ihraççı çalışan grubu gibi bir tahsis grubu oluşturarak hisse senetlerini doğrudan kendi adına alabiliyor.

Hemen belirtelim, yukarıdaki yan yolların ikisi de yasal. Ancak etik mi? Adaletli mi? İşte o kısım tartışmalı.

Bu noktada biz ne düşünüyoruz? Kanımızca hem kısa vadede yüksek kazanç amaçlayan bireysel yatırımcıların hem de değerleme hatasının üstesinden gelmek için dağıtımda dolambaçlı yollara giden patronların beraberce adaletsiz dağıtımlarda sorumlulukları bulunuyor. Ancak temel mesele sistemin kendisinde. Bu durumun çözümü için de;

- Serbest piyasada arz fiyatı üzerindeki baskı hafifletilmeli ve zabıtalığa son verilmeli. Aksi takdirde dağıtımlar tartışmalı bir konu olarak kalmaya devam edecektir,
- En önemli çözüm ise fon kurulumu üzerindeki bürokratik ve parasal engellerin kaldırılmasıdır. Hali hazırda fon kurabilmek için 200 milyon TL gerekmektedir. İzin süreci de cabası...

Oysaki fon kurulumu kolaylaşırsa bireysel yatırımcılar denetimden geçmiş performans göstergelerini dikkate alarak istedikleri fon üzerinden yatırım yapabilecek, dolaylı yatırım sayesinde kurumsal yatırımcı kimliği kazanarak halka arz dağıtımlarından hak ettiği payı alabilecektir. Patronlar ise orta-uzun vadeli yatırım stratejisine sahip başarılı fonları değerlendirecektir.

Özetle sistem reformu gerçekleştirilirse dağıtım tartışmaları da tarihe karışacaktır.

Her şey ortadaysa yoruma ne hacet.

Pandemiyle ağzına kadar para dolan bir dünya.

Bastılar da bastılar,

Dağıttılar da dağıttılar.

Takiben küresel enflasyon canavarı görüldü.

Bilinen para politikası küresel düzeyde sıkılaştırma hamlelerinin ayak seslerini artırdı.

Bizim para politikası gevşemeye devam dedi.

Enflasyon devam etti.

Kur artışı devam etti.

2022'de borsaya girenler,

EYVALLAH etti!

Kabaca 4 milyon olduk borsa arenasında.

Kazanmanın değil,

Kaybetmenin başarı sayıldığı bir yıldı 2022.

HÜSTADLARIN biri geldi,

Biri gitti...

Ya şimdi.

Her şey ortada değil mi?

Halka Arz Dağıtımlarında Dolaylı Yollara Örnek bir Vaka: Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş (Akfye) Halka Arzı

Daha önce halka arz dağıtımlarının neden tartışmalı hale geldiğini, hisse fiyatlarının halka arz sonrası tavan tavan gidişini ve patronların halka arz sonrasında orta-uzun vadeli istikrarlı yatırımcı arayışının ortaya çıkardığı dolaylı yolları anlatmıştık. 16 Mart 2023'te BİST'te işlem görmeye başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş (Akfye)'nin halka arzındaki dağıtım da tam olarak anlattıklarımızın canlı bir örneği olarak karşımıza çıktı.

Akfye, 8-9-10 Mart 2023 tarihlerinde 9,80 TL halka arz fiyatından talep toplayarak 340 milyon 370 bin 703 lot hisse senedini halka arz etmiştir. Şirket, dağıtım yöntemi olarak oransal dağıtımı tercih etmiştir. Şirketin Garanti Yatırım Ortaklığı tarafından hazırlanan "fiyat tespit raporu"[25] incelendiğinde çeşitli değerleme yöntemleri çerçevesinde yapılan hesaplamalar sonucunda pay başına fiyat 14,69 TL olarak tespit edilmiş ancak yüzde 33,31'lik bir iskonto sonucunda 9,80 TL olarak halka arz fiyatı oluşmuştur.

Şirketin halka arz sonrasında dağıtım durumu ise şu şekilde olmuştur;

Yatırımcı Grubu	Dağıtım		
	Kişi	Lot	Oran
Yurtiçi Bireysel	418.415	68.074.141	%20
Şirket Çalışanları	517	34.037.070	%10
Yurtiçi Kurumsal	186	68.074.141	%20
Yurtdışı Kurumsal	5	170.185.351	%50
Toplam	**419.123**	**340.370.703**	**%100**

25 Raporu incelemek için: https://gedik-cdn.foreks.com/yatirim/ass https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/5792-akfen-yenilenebilir-enerji-a-s

Yukarıda yer alan tablo uzaktan bakıldığında oldukça düzgün durmakta ve herhangi bir soru işareti yaratmamaktadır. Yapılan dağıtım ve işlemler tamamen yasaldır. Öte yandan konumuz itibariyle şirket çalışanları başlığı altında gerçekleştirilen dağıtımın kırılımı dikkat çekmektedir.

Dağıtım esaslarında dikkate alacağımız yasal çerçevenin "II-5.2 nolu Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" olduğunu daha önce belirtmiştik. Bu vaka özelinde ise tebliğde odaklanacağımız en önemli kısım Madde 19-3. İlgili madde diyor ki; İhraççı veya ihraççının dâhil olduğu grubun çalışanlarının ayrı bir yatırımcı grubu olarak belirlenmesi durumunda, bu gruba tahsis edilen hisse senetleri dağıtımının bireysel yatırımcılarla aynı dağıtım ilkelerine tabi tutulması gerekmektedir. Akfye halka arzında ise yurt içi bireysel yatırımcılara ve Akfen Grubu çalışanlarına oransal dağıtım yöntemi seçilmiştir. Yani dağıtımda, ihraççı çalışan grubu tanımlanmış ve takiben yasal mevzuatı oluşturan tebliğdeki madde 19-3 çerçevesinde, çalışan grubuna da bireysel yatırımcılara uygulanan "oransal dağıtım yöntemi" uygulanmıştır.

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.
HALKA ARZINA İLİŞKİN SONUÇLAR

İstanbul, 13 Mart 2023

Konu: Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. halka arzı ortaklıkta idari sorumluluğu bulunan ve içsel bilgiye sahip kişilerin yaptıkları pay alımları

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. paylarının halka arzında, ortaklıkta idari sorumluluğu bulunan ve/veya içsel bilgiye sahip kişiler tarafından alınan paylara ilişkin bilgi aşağıda yer sunulmaktadır.

Talep Sahibi Ad Soyad	Gerçekleşen Pay Adedi
Pelin Akın Ozalp	13.093.113
Selim Akın	13.089.485
Mert Nihat Türközü	359.114
Emre Uzer	350.511
Ahmet Özdamar	307.969
Burak Çolak	124.682
Yusuf Binici	113.797
Burak Solmaz	88.873
Fatma Gülbin Uzuner Bekit	74.653
Sedat Arslan	74.154
Ünsal Ereke	47.157
Emin Ormancı	44.618
Uğur İlhan	35.763
Handan Yaşıt	23.712
Nilüfer Taşlıca	22.491
Berivan Aydoğdu Acıoğlu	16.887
Gökçe Davran Akyüz	15.384
İbrahim Eren Yiğit	13.154
Rafet Yüksel	4.716
Halit Bebek	4.339

Saygılarımızla,

Akfye çalışan grubu tahsis dağılımına baktığımızda, koskoca AKFEN Grubu'ndan "idari sorumluluğu bulunan" sadece 20 kişinin talepte bulunduğu ve 20 kişi içerisinden 2 kişinin neredeyse tüm tahsisi aldığı görülüyor. Söz konusu 2 kişi de Akfen Holding yönetim kurulu üyeleri ve holding sermaye payının her biri yüzde 47,1 olmak üzere toplamda yüzde 94,2'sine sahipler. Yani hem çalışanlar hem de aslen "hâkim ortak" yani patronlar.

Peki bu durum yasal mı? Yani patronların çalışan grubu üzerinden kendi şirketlerinin hisse senetlerini halka arz sırasında almaları yasal mı?

Cevabı tebliğ 19-3 maddesi veriyor. Mekanik olarak bir çalışan grubu yaratılmış ve bu dar ve kontrollü olarak yaratılan suni piyasada patronlar çalışan sıfatıyla hisse almışlar (tabii ki en çok parası olanlar ve bu dar grubu kontrol edenler varken).

Kısaca yasal.

Bir tür finansal mühendislik yöntemi yani aslında "tranching", dilimleme yapılmış.

Peki etik mi?

Elbette ki hayır. Çünkü adaletli değil. Ancak ne yazık ki bazen de ilgili başlıkta da açıkladığımız[26] gibi patronlar için başka yol kalmıyor.

26 Halka arzda dağıtım esasları bölümünü okumak için sayfa 131'e gidiniz.

Borsacılar Alemi

TAVŞANLAR

Çok kısa süreli pozisyon alanlar.

BALİNALAR

Piyasaya yön verebilen ensesi kalınlar.

TAVUKLAR

Korkak ve minimum risk alanlar.

BOĞALAR

Fiyatları yukarı taşıyan optimistler.

KAPLUMBAĞALAR

Çok düşünüp yavaş hareket edenler.

KOYUNLAR

Kendi yatırım stratejisi olmayanlar.

AYILAR

Fiyatları aşağıya taşıyan pesimistler.

DOMUZLAR

Sabırsız ve aç gözlüler.

GEYİKLER

Fırsat arayanlar.



Halka Açık Şirket Yavrular mı?

Elbette şirketlerin yavruları olur. Hatta kimi zaman bu yavrular faaliyet hacmi itibariyle ana şirketten daha büyük de olabilir. Bu şirketlere yavru denmesinin temel nedenlerinden biri bu yavruların ana şirketin genellikle bağlı ortaklığı şeklinde konumlandırılmasıdır. Diğer bir ifadeyle ana şirket bu yavruların yüzde 50'den fazla hissesine sahiptir. İş böyle olunca yavruların tüm finansal sonuçları tam konsolidasyon kapsamında ana şirketin finansalları bünyesinde raporlanmaktadır.

Modern finans biliminin amacının servet maksimizasyonu olduğunu artık biliyoruz. Halka arz da bu amacı gerçekleştirmek için liberal kapitalizmin yarattığı en önemli araç. Şirketlerin podyuma çıktığı ve basiretli hâkim ortaklara etik ve etkin yönetim olması kaydıyla hisse fiyatlarının artışıyla servet maksimizasyonu temin etmelerine yarayan finansal bir model. İşte bunun farkında olan patronların da şirketlerini bu podyuma çıkarıp sergilemeye başlama yani halka arz etme isteklerinden daha doğal bir şey olamaz.

Öyle de oluyor... Ana şirketler halka arz ediliyor, sonrasında ise bunun getirisine ve keyfine varan hem patronların hem de yatırımcıların yeni oyuncak arayışları beraberinde hız kazanıyor. Dolayısıyla ana şirketin arzını takiben yavruların arzı gündeme gelerek gerçekleşiyor. Ancak bu noktada halka arz edilmek istenen yavruya dikkat kesilmek gerekiyor.

Neyi kastediyoruz?

Dünyada "spin-off" olarak adlandırılan olgu meşhurdur. Yani ana şirketin içerisinden doğan yavru bir şirketin büyüyerek kendi ayakları üzerinde durması bir süre sonra ana şirketten ayrılarak kendi yolunda gidebilen başarılı bir işe dönüşmesi. Haliyle bu spin-off şirketlerin halka arzı da söz konusu başarının taçlandırıldığı yerdir. Ancak dikkat edilmesi gereken nokta, bu spin-off şirketler doğrudan ana şirketin yaptığı işi yapmaz, birebir aynı ürün ya da hizmeti satmazlar. Genellikle farklı bir sektöre odaklanır ya da aynı sektörde dahi olsa farklı bir ürün ya da hizmet gamıyla faaliyet göstererek gelir çeşitliliği yaratılar.

Gelin dünyadan birkaç spin-off örneği verelim;

- ABD'li havacılık parçaları ve iklim kontrol sistemleri üreticisi Honeywell International, 2016 yılında kimyasallar işini bölmeye karar vererek AdvanSix'i kurdu. Bölünme sırasında, Honeywell'in bu birimi toplam satışlarının yüzde üçünü oluşturuyordu, ancak AdvanSix'in değeri halka arz sonrası yüzde 182 arttı. Honeywell'in hissesi aynı dönemde yüzde 66 arttı.
- Agilent Technologies, ABD'li bilişim teknolojileri devi Hewlett-Packard'ın elektronik ve biyoanalitik test ve ölçüm cihazları işini ayırmaya karar vermesinin ardından 1999 yılında kuruldu ve o dönemde Silikon Vadisi tarihindeki en büyük halka arz rekorunu kırdı.

- Sigorta şirketi Brighthouse Financial, MetLife'ın spin-off'u olarak 7 Ağustos 2017'de faaliyete geçti. Şirket, daha önce MetLife'ın ABD perakende sigortası segmentini üstlendi ve ana şirket MetLife, yavru Brighthouse'da yüzde 19,2 hisseye sahip oldu. Yavru şirket, 2019 mali yılında 6,6 milyar dolar gelir bildirdi ve Fortune 500'de 457. sırada yer aldı.

Örnekleri artırmak mümkün ancak her yavru şirket, yukarıdaki açıklamalarımızdaki ve örneklerdeki amaçla kurulmuyor.

Bir diğer yavru da sözleşme süreçlerinde rekabetçi üstünlük sağlamak adına temel olarak aynı sektörde faaliyet gösteren, benzer işleri yapan ve adeta ana şirketle iç içe girmiş bir yavru olabilir.

Kuşkusuz ideal olan yavru, spin-off olarak tanımladığımız birinci örnekteki yavrudur ve onun halka arzı tercih edilmelidir. Aksi taktirde, yani ikinci durumdaki yavruların arzı demek, bir elma halka arz olmuşken, ikinci bir elma daha halka arz etmek demektir. İki elmanın, hele hele hâkim ortakları aynı ise, gerek piyasa fiyat oluşumlarına dayalı gerekse de faaliyet pazarı içerisindeki rekabetleri yatırımcı seçim kriterleri açısından anlamsızlaşabilir.

Örneğin halka arz olmuş bir sanayi işletmesinin altında ilk başta kendi ihtiyaçlarını karşılamak için kurulmuş otomasyon ve yazılım alanında iştigal eden bir bağlı ortaklığının yani yavrusunun olduğunu düşünün. Süreç zarfında bu yavru becerisini ve kabiliyetini geliştirmiş ve ana şirket dışı hizmet sunu[redacted]elir elde etmeye başlamış olsun. İşte bu [redacted]un halka arzı ana şirketten bağımsız rekabet kriterlerine sahiptir. Yani elmadan sonra arz edilen yavru armuttur! Aynı şeyin benzeri değildir.

Dünya genelinde yapılan çalışmalar, ana şirketten çıkarılan yavru şirketlerin başarısına dair riskleri de net biçimde ortaya koyuyor. 2022 yılında Harvard Business Review dergisinde yayımlanan bir bilimsel çalışmada bilim insanları, 2000 ve 2020 yılları arasında de-

ğeri 1 milyar doları aşan 350'den fazla halka açık şirket yavrulamasını analiz etti. Çıkan sonuç ise söz konusu yavru şirketlerden yüzde 50'sinin halka arzı izleyen iki yıl sonunda herhangi bir yeni hissedar değeri yaratamaması ve yüzde 25'inin hissedar değerinin önemli ölçüdeki kısmını erittiği yönündeydi.

Yani niyet oldukça iyi biçimde katma değerli yeni işler yapmak, etkinliği, verimliliği artırmak ve gelir alanlarını çeşitlendirerek hissedar değerini büyütmek dahi olsa sonuçların beklendiği gibi gitmeme ihtimali oldukça yüksek. Bu yüzden ***izahnameler*** özellikle yavrular açısından dikkatle okunmalı, değerlendirilmeli ve bu yavruların ana şirketlerden farklılığı incelenmelidir.

Charles Schwabb Yatırım İlkeleri

Amerikalı yatırımcı ve finans yöneticisi. Charles Schwab Corporation'ın kurucusu ve başkanıdır. 1975'ten başlayarak iskontolu hisse senedi satışlarına öncülük etti.

- Hedeflerinize dayalı bir finansal plan oluşturun.
- Tasarruf etmeye ve yatırıma hemen bugün başlayın.
- Risk toleransınıza göre çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturun.
- Ödediğiniz işlem ücretlerini ve vergileri en aza indirin.
- Önemli kayıplara karşı çeşitlendirmeyle koruma oluşturun.
- Portföyünüzü düzenli olarak yeniden dengeleyin.
- Gürültüye! kulak asmayın.



Vahşi Asimetri: Balinalara Karşı Hamsiler

Küçük yatırımcılar yani kitabımızda kullandığımız lakaplarıyla "hamsiler" sermaye piyasalarında neden av olurlar? Gelin açıklayalım. Ancak bu açıklamalarımızı doğru şekilde anlamak ve anlamlandırmak için üç temel kavramı bilmemiz gerekiyor;

- Bilgi asimetrisi (Information asymmetry)
- Ters seçim (Adverse selection)
- Ahlaki Çöküntü (Moral hazard)

Bu kavramlarla birlikte lütfen daha önce tartıştığımız etkin piyasa[27] ve etik davranış[28] kavramlarını da unutmayın. Şimdi gelin ilk kavramdan yani bilgi asimetrisinden başlayalım.

Bilgi asimetrisi, ticaret yapan veya müzakere eden taraflardan birinin diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumunda or-

27 Etkin piyasa nedir? Neden önemlidir? başlığı için sayfa 93'e gidiniz.

28 Etik, Manipülasyon ve Sermaye Piyasaları başlığı için sayfa 121'e gidiniz.

taya çıkar. Örneğin, bir arsayı satmak isteyen ve almak isteyen iki taraf olsun. Şayet arsayı almak isteyen taraf, söz konusu arsanın imar planına tabi olduğunu ve imar planı sonucunda o arsanın inşaat alanının artacağını biliyor ve bu bilgi kamuya açıklanmamış olduğundan arsayı satmak isteyen taraf bu bilgiyi bilmiyorsa; taraflar arasında bilgi asimetrisi söz konusudur.

Ters seçim, bir varlığın müzakere edilen fiyattan alınması veya satılmaması gerekirken satılması ya da satılması veya alınmaması gerekirken alınması durumunda oluşur. Bilgi asimetrisi ters seçime neden olur. Örneğimizi ilerletirsek, imar planının yaratacağı değer artışını bilgi eksikliği nedeniyle öngörmeyen arsa satıcısı alıcının önerdiği olması gerekenden düşük bir fiyata arsasını satacaktır. Bu bahisle aslında satılmaması gereken arsasını satarak bilgi asimetrisi nedeniyle ters seçim yapmış olacaktır.

Ahlaki çöküntü, ters seçim kaynaklı kazanç sağlamak için bilgi asimetrisi temin eden her şeydir; yani yapılması gerekeni yapmamak veya yapılmaması gerekeni yapmaktır. Ahlaki çöküntünün temelinde yetkili mercilerin menfaat temini arayışı söz konusudur. Bu bahisle yetkili merciler kurumsallaşmamış[29] ve etkin olmayan piyasalarda haksız kazanç elde edebilirler. Örneğimizde, imar planını kamuoyuna açıklaması gereken otorite ve yetkililer bu plana ilişkin açıklamayı geciktirmiş ve bu gizli bilgiyi arsa alıcısına vererek arsayı ucuza almasını sağlamış ve potansiyel haksız kazanç teminine imkân sağlamışlardır.

Verdiğimiz arsa örneği ile hisse senedi fiyatlamaları ve ilgili fiyatlardan yapılan alım satımlar arasında fark yoktur. Kısacası her türlü piyasada bilgi asimetrisi ters seçime neden olur ve bu döngü ahlaki çöküntüden (yolsuzluktan) beslenir.

29 Kurumsallaşma tanımı için sayfa 39'a gidiniz.

Peki balinalar kimler?

Doğru bilinen bir diğer yanlışın aksine balinalar "sadece" çok parası olanlar değildir. Açıkladığımız bilgi asimetrisi paradigmasından da anlaşılabileceği gibi balinalar, çok bilgisi olan, hatta bir adım ötesinde bilgiyi yaratıp yönetebilenlerdir. Öyleyse gerçek anlamda küçük yatırımcı yani hamsi avına çıkan bir balinadan söz edebilmemiz için para ve bilgi bir araya gelmelidir.

Bu noktada nasıl bir bilgiden bahsettiğimizi lütfen unutmayın! Kamuya açıklanmamış, gizlenmiş veya üretilmiş bilgiden söz ediyoruz. Tam da bu noktada bilgi sahipleri (genellikle otoritelerde yetkisi olanlar ve şirket patronları) ve sermaye sahipleri (çok parası olanlar) bir araya gelir ve işte bu birleşim balinayı meydana getirir.

Gelin arka arkaya birkaç farazi örnek yazalım;

- Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ta haberin yayımlanmasından önce gerçekleşen olağan dışı fiyat artış ve/veya azalışları,
- Volatilite Bazlı Tedbir Sistemi (VBTS) uygulamaları (Brüt takas, açığa satış yasağı vb.) öncesinde tedbirden kurtulma yönlü takas değişikliği işlemleri,
- Şirket patronunun aniden ve reel çerçevede rasyonel olmayan fiyattan gerçekleştirdiği özel fona hisse satışları ve/veya fiili dolaşım başvuruları,
- Fiyat hareketlerine göre yönlendirilmiş şirket haberleri (fiyat üzerinde etkili olmayacak veya az etki gösterecek bir habere verilen sert etki içeren fiyat hareketleri),
- Şirket patronlarının özellikle sert hisse fiyatlarıyla ilgili al ya da sat yönlü tavsiye içeren açıklamaları,
- Sürekli faaliyetler dışı yüksek kazanç içeren tekrar etmeyen faaliyetler içeren finansal tablolar.

Yukarıda sıraladığımız farazi örneklerden en azından birkaçına eminiz aşinasınızdır. İşte bu ve benzeri örnekler gibi birçok unsur balina oluşumu için bir sinyal olarak değerlendirilebilir.

Eğer balina oluşmuş ise tecrübesiz (gemi batırmamış kaptanlar) yatırımcılar yüksek olasılıkla hamsi olurlar. Yani cari fiyat düzeyinde alınmaması gereken hisseyi alır veya satılmaması gereken hisseyi satarlar.

Peki bu avı önlemenin bir yolu yok mu?

Unutmayalım her şeyin sebebi bilgi asimetrisi ise amaç taraflar arasındaki bilgi farklılığını minimize etmek olmalıdır. Dolayısıyla eğer bir ülkenin borsası, söz konusu bilgi farklılıklarını minimize edecek yapıda çalışıyorsa balinaların hamsi avı da çok zorlaşacaktır. İşte bu amaca ulaşmak için farklı birçok yol olsa da en temel koşul Türkiye için değerlendirildiğinde sermaye piyasası yapısal reformudur. Reform şart diyerek konuyu elbette kapatmayacağız. Bu hususta reformun içerisinde yer almasını tavsiye ettiğimiz en önemli unsur "dolaylı yatırımın" nitelik ve nicelik olarak arttırılmasıdır.

Ne demek dolaylı yatırımın nitelik ve niceliğinin arttırılması?

Bir küçük yatırımcı sermaye piyasası pastasına bakıldığında denizde kum tanesi kadar parasıyla hisse senedi alıp satarsa (yani doğrudan yatırım yaparsa) her zaman hamsi kalmaya mecburdur. Bu küçük yatırımcı hem bilgi hem analiz hem de şirketle paydaş ilişkileri çerçevesinde zayıf sıklet kalacaktır! Örneğin genel kurula katılabilir ancak elinden gelen tek imkân soru sormak ve tutanağa düşüncelerini yazdırmaktan ibaret olacaktır. Düdüğü yine balinalar çalar!

O halde yapılması gereken dolaylı yatırımı hem sayı hem de kalite olarak artırmaktır. Ancak ülkemizde fon kurmak çok sayıda

bürokrasiye, yetkili mercilerin sınırsız inisiyatif içeren takdirlerine ve minimum 200 milyon TL'ye ihtiyaç duymaktadır. Bu haliyle Türkiye'de fon adeta balina yaratmak için kullanılabilen bir araçtır. Hatta fon sayesinde balinalar vergi avantajına ve arkasındaki isimlerin saklanması gibi gizlilik avantajlarına kavuşurlar. Hamsiler de hamsi kalmaya devam eder. Oysaki fon kurulumu kolaylaşırsa çok sayıda fon rekabete girişecek ve bu rekabet de şeffaflaşmayı getirecektir. Rekabeti bozanlar veya bozucu teşebbüsler rekabet edenler tarafından ortaya çıkarılacaktır. Bağımsız denetime tabi çok sayıda fonun varlığı, küçük yatırımcılar için çok sayıda seçenek yaratacak ve balinalara karşı balinalaşmış hamsileri yaratacaktır. Onların hakkı, hukuku her platformda korunacaktır. Üstelik halka arz dağıtımlarında fonların teşkili bireysellere yönelik adaletsizliği ortadan kaldıracaktır.

Özetle dolaylı yatırımın hacmi artırılmadan, sermaye piyasası balinaların oyuncağı olmaya devam edecektir. Konuya dair birkaç uluslararası örnek vermek gerekirse Amerika Birleşik Devletleri'nde 2023 yılı verilerine göre faaliyet gösteren borsa yatırım fonu sayısı 3.864'tür.[30] Karma fonlarla birlikte ise toplam fon sayısı 2021 yılı rakamlarıyla 16.150'dir.[31] Merak edenler için Türkiye'deki borsa ve diğer yatırım araçları da dâhil tüm fonların sayısı 2023 Nisan ayı itibariyle TEFAS verilerine göre 293'tür.[32]

30 https://mutualfunds.com/geography-categories/us-funds-and-etfs/equity/

31 https://www.statista.com/statistics/1262058/number-investment-funds-type-usa/

32 https://www.tefas.gov.tr/IstatistikiRaporlar/FonSayisi.aspx

Kininiz varsa unutun,

Küslük varsa barışın,

Aramayanı arayın,

Görmediklerinizi ziyaret edin,

Aileyi pamuklara sarın,

Nezakete aynı üslupla, sevgiye aşkla,

Hürmete vicdanla cevap verin.

Hayatın kısa olduğunu unutmadan,

Hesap, kitap, plan yapmadan,

Sorgulamadan,

Herkese kucak açın...



Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Neden Var? Bu şirketler Nasıl Analiz Edilir?

Sürekli gelir halka arz için olmazsa olmazdır. Diğer bir ifadeyle halka arz olan işletmenin gelirleri o anki şartlara göre tesis edilen faaliyetlere değil; süreklilik gösteren faaliyetlere dayanmalıdır. Sürekli gelirin çevresinden dolanarak aslında teorik olarak meşruiyeti tartışmalı işletme yapılarının halka arzıyla küresel düzeyde borsalarda karşılaşıyoruz. Çok da önemli bir konudur! Gelin biz bu kavramı gayrimenkul yatırım ortaklıklarını (GYO) açıklamak ve analizinde yol gösterici ip uçları vermek için belirtmiş olalım.

Şöyle ki, GYO yapılarının halka arz için tesisinde bu sihirli kavram temeli oluşturmaktadır. Çünkü GYO'lar inşaat sektöründe sürekli gelir tesis etme prensibine dayalı olarak kurulmuş şirket yapılarıdır. Yani inşaat sektöründe üretim yaparak satış hedefleyen müteahhit (yüklenici) işletmelerinin sürekli geliri olmadığından

hareketle (müteahhit bugün bir iş alır, bina yapar ama yarın da yapacağının garantisi yoktur) halka arz ile borsada işlem görmeleri istenmediğinden; bu tür işletmelerin yeterli gayrimenkul portföyüne sahip olanları GYO halini alır ve halka arza yönelir. Dolayısıyla GYO'ların temel amacı gayrimenkul portföyüne dayalı sürekli gelirleri (kira ve değer artışı gibi) arttırmaktır.

GYO'ların sürekli gelir yarattığı gayrimenkul portföyleri, bilançoda "yatırım amaçlı gayrimenkuller" hesabında izlenir. Bu hesap dâhilindeki gayrimenkullerin değer artışları/azalışları ise (değerleme raporu eliyle yayımlanan) kâr veya zarar tablosunun (eski adıyla gelir tablosunun) kâr/zarar kısmında raporlanır.

Peki GYO'ların analizinde nelere dikkat etmek gerekir?

GYO'lar için özellikle enflasyon dönemlerinde hızlanan değer artışlarını temel analizde dikkate almak en birincil husustur. Çünkü kâr olarak raporlanan yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışları doğrudan öz kaynağı artıracaktır. Unutmayın, bilançoda raporlanan öz kaynaklar işletmenin defter değerini gösterir.

Dolayısıyla GYO'ların yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değer artışları firmanın defter değerini artırarak işletmelerin piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranlarını aşağıya çeker. Yani her yeni değer artışı anlık olarak hissenin fiyatını ucuz hale getirmekte ve şirketin piyasa değerinin öz kaynaklarda raporlanan defter değeri artışını yakalaması için beklenti oluşturmaktadır Teorik olarak bu konu muhasebenin değer ilgililiği kapsamında ele alınır).

Tekrar hatırlatmakta yarar var; GYO'lar inşaat müteahhitlik yapmazlar. Gerçi bu ifademizi "normal şartlar altında" şeklinde düzeltmemiz lazım çünkü aslında yaparlar ancak genellikle bir GYO, arsa sahibi olarak bağlı ortaklığı veya yan şirketi durumundaki mü-

teahhit işletme ile bir adi ortaklık kurar ve inşaat da söz konusu bu adi ortaklık üzerinden gerçekleştirilir.

Öte yandan GYO'lar sahip oldukları arsaları kat karşılığı müteahhit işletmelere vererek konut, ofis veya dükkân elde ederler. Elde ettikleri mülklerden satılacak olanlar "stoklar" hesabında; kira geliri elde edilecek olanlar ise ifade ettiğimiz gibi "yatırım amaçlı gayrimenkuller" hesabında raporlanır. Haliyle özetlersek GYO'ların stoklarını satılacak olan ürünler (gayrimenkuller) olarak dikkate alırız.

İşte bu yüzden özellikle de enflasyon dönemlerinde GYO'ların PD/DD oranı düşüş gösterir.

Tam bitti dersin, halbuki yeniden başlıyordur. Hem de daha parlak, daha güçlü ve daha iyi



Masada Bırakılan Para

Amerikalılar böyle diyor, yani "Aggregate Amount Left on the Table".

Ne demek bu?

Masada bırakılan para, işlemin ilk günkü kapanış fiyatı ile halka arz fiyatı arasındaki farkın satılan hisse sayısı ile çarpılması sonucu bulunan tutar olarak tanımlanır. Yani halka arz fiyatından pay tahsis edilen **yatırımcıların ilk işlem gününde elde ettiği kârdır.**

Peki parayı masada kimler bırakır?

Parayı masada ya ***şirketler*** (bedelli sermaye artırımı sebebiyle) ya da **patronlar** (ortak satışı) sebebiyle bırakır. Normal koşullarda bu iki taraf masada çok para bırakmak ister mi?

Elbette hayır!

Bakın hemen aşağıdaki tabloda Ritter tarafından derlenen Amerika Birleşik Devletleri uhdesindeki halka arzlara ilişkin yayınla-

nan istatistiklerden seçilmiş en güncel tablolardan birini görmektesiniz.

Year	Number of IPOs	Mean First-day Return		Aggregate Amount Left on the Table	Aggregate Proceeds	Market value at 1st closing market price
		Equal-weighted	Proceeds-weighted			
1980	71	14.3%	20.0%	$0.18 billion	$0.91 billion	$5.88 billion
1981	192	5.9%	5.7%	$0.13 billion	$2.31 billion	$10.71 billion
1982	77	11.0%	13.3%	$0.13 billion	$1.00 billion	$5.11 billion
1983	451	9.9%	9.4%	$0.84 billion	$8.89 billion	$41.35 billion
1984	171	3.7%	2.5%	$0.05 billion	$2.02 billion	$8.76 billion
1985	186	6.4%	5.3%	$0.23 billion	$4.09 billion	$15.18 billion
1986	393	6.1%	5.1%	$0.68 billion	$13.40 billion	$46.77 billion
1987	285	5.6%	5.7%	$0.66 billion	$11.68 billion	$45.59 billion
1988	105	5.5%	3.4%	$0.13 billion	$3.88 billion	$21.65 billion
1989	116	8.0%	4.7%	$0.27 billion	$5.81 billion	$22.37 billion
1990	110	10.8%	8.1%	$0.34 billion	$4.27 billion	$17.79 billion
1991	286	11.9%	9.7%	$1.50 billion	$15.35 billion	$54.06 billion
1992	412	10.3%	8.0%	$1.82 billion	$22.69 billion	$74.35 billion
1993	510	12.7%	11.2%	$3.52 billion	$31.44 billion	$126 billion
1994	402	9.6%	8.3%	$1.43 billion	$17.18 billion	$64 billion
1995	462	21.4%	17.5%	$4.90 billion	$27.95 billion	$127 billion
1996	677	17.2%	16.1%	$6.76 billion	$42.05 billion	$215 billion
1997	474	14.0%	14.4%	$4.56 billion	$31.76 billion	$141 billion
1998	283	21.9%	15.6%	$5.25 billion	$33.66 billion	$164 billion
1999	476	71.2%	57.4%	$37.11 billion	$64.67 billion	$652 billion
2000	380	56.3%	45.8%	$29.68 billion	$64.80 billion	$642 billion
2001	80	14.2%	8.4%	$2.97 billion	$35.29 billion	$177 billion
2002	66	9.1%	5.1%	$1.13 billion	$22.03 billion	$84 billion
2003	63	11.7%	10.4%	$1.00 billion	$9.54 billion	$40 billion
2004	173	12.3%	12.4%	$3.86 billion	$31.19 billion	$148 billion
2005	159	10.3%	9.3%	$2.64 billion	$28.23 billion	$105 billion
2006	157	12.1%	13.0%	$3.95 billion	$30.48 billion	$135 billion
2007	159	14.0%	13.9%	$4.95 billion	$35.66 billion	$212 billion
2008	21	5.7%	24.8%	$5.63 billion	$22.76 billion	$63 billion
2009	41	9.8%	11.1%	$1.46 billion	$13.17 billion	$59 billion
2010	91	9.4%	6.2%	$1.84 billion	$29.82 billion	$113 billion
2011	81	13.3%	13.0%	$3.51 billion	$26.97 billion	$160 billion
2012	93	17.7%	8.9%	$2.75 billion	$31.11 billion	$181 billion
2013	158	20.9%	19.0%	$7.89 billion	$41.56 billion	$270 billion
2014	206	15.5%	12.8%	$5.40 billion	$42.20 billion	$238 billion
2015	118	19.2%	18.7%	$4.16 billion	$22.00 billion	$150 billion
2016	75	14.5%	14.4%	$1.77 billion	$12.52 billion	$79 billion
2017	106	12.9%	16.0%	$3.68 billion	$22.98 billion	$162 billion
2018	134	18.6%	19.1%	$6.39 billion	$33.47 billion	$225 billion
2019	113	23.5%	17.6%	$6.95 billion	$39.53 billion	$333 billion
2020	165	41.6%	47.9%	$29.66 billion	$61.86 billion	$687 billion
2021	311	32.1%	24.0%	$28.65 billion	$119.36 billion	$1,205 billion
2022	38	48.9%	14.2%	$0.99 billion	$6.98 billion	$73 billion
1980-1989	2,047	7.2%	6.1%	$3.30 billion	$53.98 billion	$223 billion
1990-1998	3,616	14.8%	13.3%	$30.08 billion	$226.40 billion	$985 billion
1999-2000	856	64.6%	51.6%	$66.79 billion	$129.47 billion	$1,294 billion
2001-2022	2,608	19.0%	18.3%	$131.21 billion	$718.71 billion	$4,897 billion
1980-2022	**9.127**	**19.0%**	**20.5%**	**$231.38 billion**	**$1.128.6 bn**	**$7.399 billion**

Kaynak: Ritter, J. R. (2014). Initial Public Offerings: Updated Statistics.

Örneklem en az 5$ fiyatla talep toplamaya çıkan halka arzları kapsamaktadır. Ayrıca örneklem içerisine Amerikan Repo Sertifika-

ları, kapalı uçlu fonlar, GYO'lar, sınırlı ortaklıklar, finansal kurumlar ve CRSP'de listelenmeyen paylar dâhil değildir.

Tabloda üç sutuna dikkat edin lütfen; year (yıl), number of IPOs (halka arz sayısı) ve aggregate amount left on the table (masada bırakılan para).

Tabloya hızlıca göz attıktan sonra lütfen 2020, 2021 ve 2022 yıllarına odaklanınız. Bu yıllarda ne olmuş?

- 2020 yılında toplam 165 halka arz gerçekleşmiş ve masada bırakılan paranın toplam tutarı yaklaşık 30 milyar dolar.
- 2021 yılında toplam 311 halka arz olmuş ve masada bırakılan paranın toplam tutarı yaklaşık 29 milyar dolar.
- 2022 yılında ise sadece 38 halka arz ile masada bırakılan para yaklaşık 1 milyar dolara düşmüş.

Şimdi, bunları yorumlamadan şu bilgiyi verelim. ABD borsalarında bizde olduğu gibi tavan-taban fiyat sınırlaması bulunmuyor. Yani bir şirketin hisse senedi fiyatı halka arz dağıtımı sonrası ilk işlem gününde örneğin yüzde 150 yükselebilir. (Not: ABD de taban – tavan fiyat sınırlama uygulaması (limit up – limit down) belirli durumlarda tedbir olarak gerekli görüldüğünde hisse bazlı uygulanan bir hususdur.)

Konumuza dönelim.

ABD'de 2020 ve 2021 yıllarında belirlenen halka arz fiyatları ilk gün gördükleri taleple ciddi oranda artış göstermiş. Kısaca bu yıllarda halka arz fiyatının belirlenmesinde **"düşük değerleme" (undervalution)** olgusu dikkat çeker şekilde kendini göstermiş.

Bu yıllarda ABD'de halka arz dağıtımlarından pay alan yatırımcılar sadece ilk gün emsali görülmemiş kârlar elde etmişler. ABD'li

patronlar hiç şüphesiz ki üzülmüşlerdir. Çünkü eğer bu payları "etrafından dolanarak" kendileri almadılarsa, adeta kendi elleriyle yatırımcıların ceplerine para koydular!

Peki, bu yıllarda nasıl bir ortam söz konusuydu?

Tabii ki bu yıllar, pandeminin itiş gücüyle *para arzının arşa ulaştığı* ve tasarruf sahiplerinin enflasyonun körükleneceği beklentisiyle *nakit dışı varlık yatırımına yöneldiği* zamanlardı.

Türkiye'de de konjonktür yatırımcılara aynı rotayı çizdi! Ancak bizde tavan – taban fiyat sınırlaması var. Dolayısıyla halka arzlardan sonra masada bırakılan parayı ilk işlem günü itibariyle hesaplamamız mümkün değil. Ancak işi kitabına uydurursak ve Türkiye borsasında tavan serisinin bozulduğu ilk güne kadar olan fiyat artışını hesaplamada dikkate alırsak, hiç şüpheniz olmasın, ülkemiz borsasındaki halka arzların da Amerika ile benzer bir durumla karşılaştığını rahatlıkla söyleyebiliriz.

Yani çokça eleştirdiğimiz tavan serilerini diğer bir perspektiften ele alırsak, ***2020 ve 2021 yıllarında ABD'de manipülasyon naraları kopması gerekirdi.***

Ama kopmadı! Şimdi gelelim 2022 yılına!

2022'de ABD'de hem masada bırakılan para ve hem de nitelikli halka arz sayısı azaldı! Niye mi? Sebep basit. Enflasyonla mücadele kapsamında sıkılaştırmaya dayalı para politikası!

Peki ya bizde?

Hem halka arz furyası devam etti hem de masada bırakılan para yüksek düzeyini korudu. Niye mi? Sebep basit. Genişlemeye dayalı para politikası!

Borsa tüyosu

Size biri dedi ki "buffalo" gibi adamsın.

Kızar mısınız?

Peki, biri geldi size dedi ki "manda" gibi adamsın.

Kızar mısınız?

"Sen nasıl konuşuyorsun öyle kardeşim!" demeniz muhtemel.

Halbuki bizon yani buffalo Kuzey Amerika'ya özgü bir manda türüdür.

Yatırımcı davranışları da böyledir, tıpkı dil gibi.

Kültürel faktörler davranışımızı belirleyen temel etmenler.

Ve kesin olan şey;

Yatırımcı davranışlarını doğasında barındıran sermaye piyasası ekosistemi ülkeden ülkeye farklılıklar barındırır.

"Dil" ise bunun en belirgin göstergesi.

Gel de bir yabancı yatırımcıya şunu sor;

Did you give the goods?

Kaba tabirle "Yüzünüze bön bön bakar!"

Lakin borsacı arkadaşına sor;

Malları verdin mi?

Leb demeden leblebiyi anlar!



Orta ve Uzun Vadeli Yatırım Nedir?

1 yıl mı? Yoksa 3 veya 5 yıl mı?

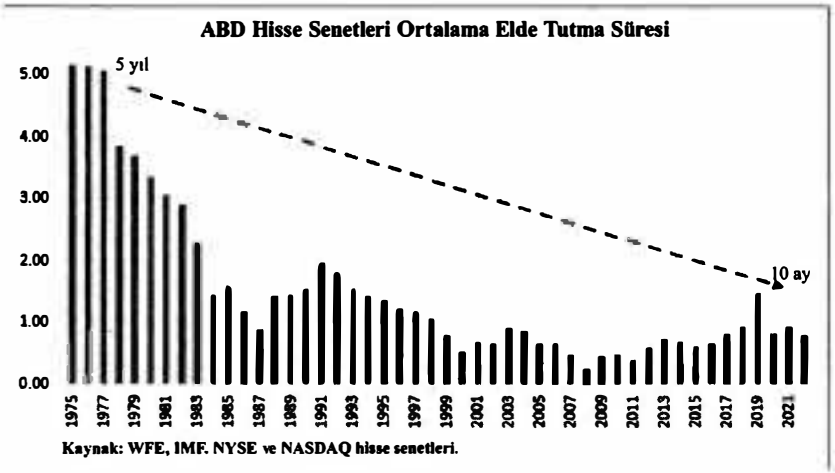
Alım ve satım işlemlerinden küçük olan değerin, portföyün yıllık ortalama değerine bölünerek 365 ile çarpılması esasına dayanılarak hesaplanan **"hisse senetleri ortalama elde tutma süresi"** bu sorunun cevabına yönelik ipuçları barındırmaktadır.

Bu sürelere ilişkin veriler az ve sınırlı. Dolayısıyla ABD ve Türkiye olmak üzere iki ülkeyi ele alarak karşılaştırma yapacağız ve sorunun cevabını arayacağız.

Niye ABD?

Çünkü 2023 Ocak itibariyle ABD'de listelenen hisse senetlerinin piyasa değeri toplamı küresel piyasaların toplam piyasa değerinin yüzde 42'sini oluşturmaktadır. Haliyle ve hiç şüphesiz ki, ABD özelinde NYSE ve NASDAQ'taki hisse senetlerinin ortalama elde tutma süresi küresel yatırımcı davranışlarını temsil kabiliyetine sahiptir.

ABD ve Türkiye'ye ilişkin ortalama elde tutma süreleri ise aşağıdaki görsellerde yer alıyor.



ABD'de 1975 yılı itibariyle ortalama elde tutma süresi 5 yıl iken, 2021 itibariyle 10 aya düşmüş. Grafiğe yansımamış veri ise daha enteresan. 2022 itibariyle ABD'de ortalama elde tutma süresi 5 buçuk ay olarak kayıtlara geçmiş.

YATIRIMCILARIN ORTALAMA YATIRIM VADESİ						
		2017	2018	2019	2020	2021
BIST-TÜM	Yabancı	201	133	140	74	45
	Yerli	35	31	31	18	27
BIST-100	Yabancı	185	119	115	55	46
	Yerli	32	27	28	18	26
BIST-50	Yabancı	182	113	109	58	44
	Yerli	29	21	23	16	23
BIST-30	Yabancı	185	114	113	58	45
	Yerli	29	24	26	17	22
BIST-SINAİ	Yabancı	213	133	147	51	39
	Yerli	40	34	38	21	29
BIST-HİZMETLER	Yabancı	172	111	109	63	64
	Yerli	27	25	21	14	22
BIST-MALİ	Yabancı	220	158	166	107	41
	Yerli	39	41	32	19	28
BIST-TEKNOLOJİ	Yabancı	76	41	42	22	36
	Yerli	19	19	24	13	26
BIST-BANKA	Yabancı	202	137	149	174	47
	Yerli	26	20	20	17	21
BIST-HOLDİNG VE YATIRIM	Yabancı	287	215	231	50	40
	Yerli	62	66	61	18	31

Kaynak: TÜYİD-MKK Borsa Trendleri Raporu

Türkiye'de ise 2021 yılı itibariyle yabancı yatırımcının 45 gün ve yerli yatırımcının 27 gün hisse senetlerini elinde tuttuğunu görüyoruz. Yani kabaca ortalama 1 ay (36 gün)!

Mevcut veriler ışığında sonuç şu; ABD'de ortalama yatırım süresi 6 ay, Türkiye'de ise 1 ay!

Cevabı Olmayan Soru ve Temenni!

Muhasebede teamülen kısa vade 1 yıldır. İndirgenmiş nakit akışları projeksiyon yönelimi dikkate alındığında 5 ila 10 yıl uzun vade olarak kabul edilir. O halde basitçe 1 ile 5 yıl arası da orta vade kabulüdür.

Öyleyse konuya çok dar bir çerçevede yaklaşılır ve genel teamüller dikkate alınırsa; cari ortalama elde tutma sürelerinden bahisle küresel yatırımcıların orta ve uzun vadeli yatırım yapmadıkları sonucuna ulaşılabilecektir!

Yani çoğu, kısa vadeli veya kaba tabirle al-satçı yatırımcılardır!

Ne demek istiyoruz?

Biz de dâhil herkes, orta ve uzun vadeli yatırımın sırrına ve gerekliliğine inanıyor, bunda hepimiz hemfikiriz. Ancak konjonktür, orta ve uzun vadeyi teamüllerden çıkartarak bunların sürelerini yeniden tanımlama zorunluluğu doğurabilir. Keza mevcut küresel durum ışığında hiç şüphesiz ki 6 aylık bir yatırım uzun olmasa bile orta vadeli bir yatırım haline gelmiştir.

Yani, bugünkü durum çerçevesinde değerlendirdiğimizde, orta ve uzun vadeli yatırım ne 1 yıl, ne 3 ne de 5 yıldır!

6 aydır!

Bunun gerekçelerini, detaylarını uzun uzadıya konuşabiliriz.

Parasal genişleme, enflasyon, sıkılaştırma politikaları ve pandemiyle birlikte şekillenen servet transferleri yatırımcıların anormal kazançlar elde etme veya anormal kayıplarla karşılaşma olasılıklarını artırmıştır.

Bu kulvarda herkesten sabırlı olması ve uzun vadeli davranış göstermesi ise beklenemez.

Çünkü fırsatlar geçicidir!

Önemli olan fırsatlar karşısında imtiyazları engellemek;

Yani sermaye piyasası yapısal reformlarını hayata geçirmektir.

Teşhis etmeden çözüm önerenlerden uzak durun.



HABKOB'lar: Halka Açık ve Borsaya Kote Borsacılar?

Kimdir bu HABKOB'lar?

- ✓ **Halka açık işletmedir:** Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıktır.
- ✓ **Borsaya kote işletmedir:** Payları borsada işlem gören anonim ortaklıktır.
- ✓ **Borsacıdır:** Hisse senetleri başta olmak üzere menkul kıymetler üzerinde spekülasyon (önemli getiri beklentisiyle yüksek risk içeren bir finansal araçta yatırım pozisyonu alan, yani al-sat işlemi gerçekleştiren) yapan tüzel kişidir.

İşte bu üç özellik yan yana gelince ortaya şu çıkıyor: **Halka açık ve Borsaya Kote Borsacılar!**

"Yahu oldu mu şimdi!" dediğinizi duyar gibiyiz.

Zira haklısınız da!

Esas faaliyeti sanayicilik, turizm veya yatırım yönetimi dışındaki başka alanlar olan halka açık ve borsaya kote işletmelerle, borsacı tabiri yan yana gelebilir mi?

Esas faaliyeti yatırım yönetimi olan portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları veya yatırım ortaklıkları niye var öyleyse?

İşletmeler, halka arzda esas faaliyetleri kapsamında talep toplamaya çıkmıyorlar mı?

Toplanan paralarla esas faaliyet dışı yatırım yapmak da nedir, mümkün mü?

Bunlar ve benzeri sorular gerçekten ilk etapta HABKOB tanımının çarpıklığını ortaya koymak için yeterli görünüyor. Lakin derine indikçe tanımın mevcudiyeti gözler önüne seriliyor.

Nasıl mı? Açıklayalım.

HABKOB nasıl ortaya çıkıyor?

Net anlaşılması için sırayla yani adım adım yazacağız.

- İşletme, esas faaliyet konusuyla podyuma çıkar, halka arz olur ve para toplar.
- Takip eden süreçte bu paraların ve/veya şirket üzerinden temin ettiği borcun ve/veya nakit akışının önemli bir kısmını hisse senedi yatırımında kullanır. Bunu anlamanın iki temel göstergesi vardır: (1) Varlıklarının (aktiflerinin) önemli bir kısmı "finansal yatırımlar" başlığı altında hisse senetlerine ve/veya hisse senedi yoğun fonlara kanalize edilmiştir. (2) Dönem kâr/zarar oluşumunun neredeyse yüzde 50'sinden fazlası finansal yatırım kaynaklıdır.
- Bu durumda şirketin sözleşmesinde belirtilen esas faaliyetleri

ikincil duruma itilmiştir. Şirket adeta bir portföy yönetim şirketi gibi hareket etmeye başlamıştır. Yani şirketin faaliyet alanı pratik olarak, örneğin sanayicilikten finansal yatırımcılığa dönüşmüştür.

- Yüksek düzeyli kâr sağlansa bile, artık karşımızda halka açık ve payları piyasada işlem gören bir borsacı vardır.

Gene mekanik ve madde madde bu durumun yarattığı çarpıklıklardan aklımıza gelenleri sıralayacağız. Dahası da olabilir, araştırdıkça ve düşündükçe listeyi uzatmak mümkün;

- HABKOB'lar yasal mevzuatın çevresinden dolanarak gerekli şartlara tabi olmadan portföy yönetim şirketleri veya yatırım ortaklıkları gibi hareket eden tüzel kişilikler oluşmasına neden olurlar. Bu durum, özellikle finansal okuryazarlığı düşük yatırımcıların karar süreçlerinde hataya düşmelerine sebep verir. Diğer bir ifadeyle yatırımcılar, şirketin esas faaliyetine mi yoksa şirketin portföyüne mi yatırım yapmışlardır?
- En küçük bir yatırım ve/veya iş anlaşması KAP nezdinde yatırımcılara duyurulma zorunluluğuna tabi iken, HABKOB'lar yüklü miktardaki riskli menkul kıymet pozisyonları için yatırımcıları bilgilendirmemektedir.
- HABKOB'ların son yıllarda menkul kıymet yatırımlarını fon payı almak suretiyle fonlara kanalize ettiği durumlar olabilir. Hisse yoğun esnek fonlarda, fon sahibinin adı açıklanmaz. Bu bahisle denetim raporuna baktığınızda HABKOB'larda sadece "hisse yoğun yatırım fonuna yönlendirilmiştir" ibaresiyle karşılaşmanız muhtemel! Yani hiçbir detay yok! Haliyle yatırımcıların şirketin parasının nereye gittiğini dahi bilmemesi durumuyla karşılaşılmaktadır.
- Hisse geri alım programlarında dahi, yatırımın riskliliği nedeniyle yasal olarak hisse geri alımı genel kurul kararına tabiyken ve maksimum geçmiş ve cari dönem kârı kadar hisse geri alımı yapılabilirken; HABKOB'lar misal şirket nezdinde aldığı borcu yatırım fonlarında rahatça değerlendirebilir. Bu durum ise şirket yatırımcılarını muazzam bir spekülasyon riskiyle karşı karşıya bırakır.

Ve ek olarak;

2022'de torba yasaya eklenen bir madde ile şirketlerin elde ettikleri fon kâr payları, dönem sonu değer artış kârları ve fonun iadesi sonucu doğan kazançlar istisna kapsamına sokulmuştur. Yani basitçe HABKOB'lar elde ettikleri fon yatırımından kazançları için kurumlar vergisinden muaf duruma gelmişlerdir!

Mevzubahis sermaye piyasamızın gelişmesi.

O halde muhakkak bu HABKOB'lar ele alınmalı!

Yapılacak düzenlemeyle çarpıklıklar giderilmeli.

Şirketler beyan ettikleri ESAS İŞLERİNİ YAPMALI!

Sakin kalabildiğiniz ölçüde tutarlı olursunuz.




Son Söz DEĞİL!

Bitmedi...

Anlatacaklarımızın henüz başındayız.

Sadece serinin ilk kitabını okudunuz.

Biz ***ikinciyi*** yazmayı yarıladık bile.

Yakın zamanda serinin ***ikinci kitabıyla*** karşınızda olacağız.

Biraz da küresel mevzulara atıfta bulunacağız,

Değer yatırımcılığı tartışacağız,

Temettü yatırımı var mı? Doğru bir tercih mi, değineceğiz.

Oradan buradan yazmaya devam lakin,

Teknolojik gelişmeleri belirginleştireceğiz.

Takipte kalın.

Görüşmek üzere...

KAYNAKLAR

https://www.fool.com/investing/how-to-invest/stocks/buy-backs/

Geri Alınan Paylar Tebliği https://t.co/MZPLdkK9HI

Fried, J. M., & Wang, C. C. (2019). Short-termism and capital flows. Review of Corporate Finance Studies, 8(1), 207-233.)

Özden, Ü. H. (2007). Riske Maruz Değer (RMD) Hesaplama Yöntemleri: İMKB Üzerine Uygulama. Öneri Dergisi, 7(28), 279-285.

https://mevzuat.spk.gov.tr/bac691e0-ad20-4533-90eb-6fd428e68f84

https://www.dunya.com/kose-yazisi/saglik-ekosisteminin-yeni-aktorleri-teknoloji-sirketleri/428710

https://www.ntv.com.tr/galeri/otomobil/huawei-otomobil-dunyasina-adim-atti-huawei-seres-sf5-satisa-sunuldu,1nZMXi9-EEOUfSrvQnS0Gw/QaPL0FpsqECkmy21hQEvNA

https://dailyinvestor.com/investing/7295/billionaire-bill-ackmans-investment-rules/

https://www.ft.com/content/2f88c25d-7b67-474d-84abc4aa454f9ce1

Özdoğan, B. & Mollaoğulları, B. F. (2021) "Hile ve suiistimaller perspektifinden Wirecard skandalı", içinde Özdemir, F. S., & Kızıldağ, D. (ed.) Davranışsal Muhasebe: Teorik ve Ampirik Çalışmalar". Ankara: Siyasal Kitabevi, ss.139-162.

www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2021/pm_210128_Wirecard_en.html

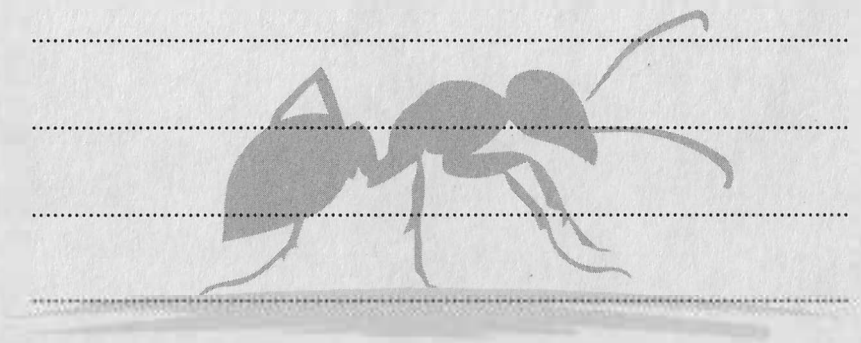
https://www.usatoday.com/story/money/2021/01/03/ameri-

cas-biggest-companies-that-didnt-exist-a-decade-ago/115241286/

https://www.businessleader.co.uk/what-are-the-biggest-spin-off-companies-of-all-time/

https://hbr.org/2022/12/research-few-corporate-spinoffs-deliver-value

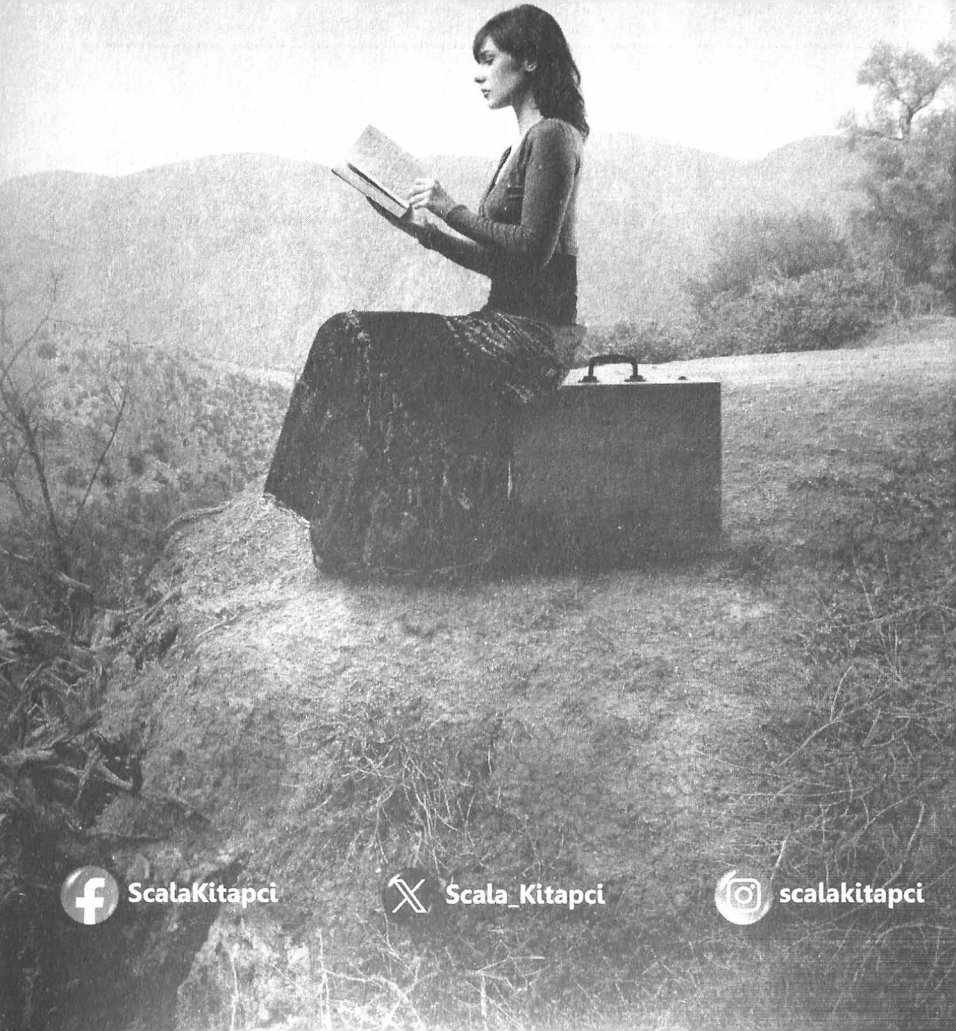
NOTLAR



SCALA Kitapçı
"Dünyanıza değer katar"
30.yıl

her kitap başka bir yolculuk...

scalakitapci.com



ScalaKitapci
Scala_Kitapci
scalakitapci



ParaMedya

DOĞRU BORSA

BORSA YATIRIMCISININ EL KİTABI NO: 1

Bu kitap, iyi bir borsacı olmanın yollarını değil iyi bir yatırımcı olmanın teknik bilgilerini sunuyor. Tabiri caizse kitabın amacı balık vermek değil, balık tutmayı öğretmek.

Remzi ÖZDEMİR

Bildiklerimiz yok bu kitapta. Bilmediklerimiz, bildiğimizi zannettiklerimiz veya yeterince bilmediklerimiz var.

Suat OLGUN

Henüz hiç hisse almamış veya borsa yatırımında yeni olanlar bu kitabı muhakkak okumalı. Diğerleri mi, okumalı ki hatalar ve yanlışlar tekrarlanmasın.

Mehmet AKDERE

Bilgi en büyük güçtür. Tecrübe ise bedeli ödenmiş değerdir. Tecrübenin paylaşılması ise büyük erdemdir. Bu kitap sermaye piyasasına yatırım yapanlar ve yatırım yapmak isteyenler için yol haritası sunmaktadır.

Cengiz BAKIR

ParaMedya

30.yıl
SCALA YAYINCILIK
"Dünyanıza değer katar"

THG 0675813 UYP

ISBN 978-625-6478-16-9