



Prof. Dr. Yener Coşkun
İzmir Ekonomi Üniversitesi
GYODER İcra Kurulu Üyesi

GYO'larda Net Varlık İskontosu: Nedenler ve Çözüm Önerileri

Ülkemiz GYO sektöründe uzun süredir gölgesini hissettiren bir mesele var: Net Aktif Değer (NAD) iskontosu. Aslında bu konu, gündemde olmasına rağmen ciddi bir veri eksikliği ve nitelikli araştırma yetersizliği nedeniyle hak ettiği ölçüde bilimsel bir zeminde tartışılmadı (kayda değer bir istisna için bkz. Coşkun vd., 2021). Sektör genelinde yapılan çalışmalar da aynı şekilde sınırlı kalıyor. Oysa NAD iskontosu, hem genel sektör düzeyinde hem de bazı GYO'larda oldukça yüksek oranlarda ve süreklilik arz eden bir olgu. Dünyada sadece bize özgü bir sorun olmasa da, ülkemizde ulaştığı boyutlar gerek sektöre duyulan güveni, gerekse fiyat ve getiri oluşumlarını olumsuz yönde etkiliyor.

Bu çalışmada önce NAD iskontosu kavramı, Türkiye'ye ait güncel veriler ışığında sorunun boyutu, yazında ve uygulamada NAD'ın öne çıkan nedenleri ele alınmakta, ardından da NAD iskontosunu azaltmaya yönelik bazı çözüm önerileri gündeme getirilmektedir.

Gelir yaklaşımına ve indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre şirket değerlemesinin temel unsurlarının başında, şirketin net nakit akımı yaratma kapasitesi geliyor.

NAD İskontosu: Kavram ve Veri

Yatırım ortaklıklarına ilişkin finansal yönetim süreçlerinde en sık karşılaşılan yapısal sorunlardan biri, piyasa değerinin şirketin net aktif değerinin (NAD) altında oluşmasıdır. NAD, yatırım ortaklığının portföyünde yer alan varlıkların güncel piyasa değerinden yükümlülüklerin çıkarılmasıyla hesaplanan net varlık değerini ifade ediyor. Bu yönüyle NAD'ın şirket değerine ilişkin bir referans noktası teşkil ettiği düşünülebilir. Ancak uygulamada, yatırım ortaklıklarının hisse senetleri çoğu zaman NAD'ın altında işlem görmekte, yani "iskontolu" fiyatlanmaktadır. Negatif iskonto, piyasa değerinin NAD değerinden düşük olma oranını göstermektedir. Bu olgu, farklı nedenlerle diğer yatırım ortaklığı türlerinin yanı sıra GYO'larda da ortaya çıkabilmektedir.

TSPB GYO NAD İskontosu Tablosu (2025/6)

(A) Sahiplik Oranına Göre Toplam Portföy Değeri (MLN TL)	1.495.443
(B1) Finansal Borçlar (MLN TL)	78.542
(B2) Finansal Olmayan Borçlar (MLN TL)	261.895
(B) Borçlar Toplamı (MLN TL)	340.437
(A-B) Net Aktif Değer Toplamı (MLN TL)	1.155.006
(C) Ödenmiş Sermaye (MLN TL)	63.343
(A-B)/C Pay Başına Net Aktif Değer	18,23
İskonto (-) / Prim (+)	%-46,53
Borçluluk Oranı	%22,76

Kaynak: TSPB

Ülkemiz GYO'larındaki NAD iskontosunu/primini 2022/6-2025/6 dönemi için TSPB'nin web sitesinden takip etmek mümkündür. Bu kapsamda 2025 Haziran itibarıyla 47 GYO verisi çerçevesinde, sektörün %46,53 oranında iskontolu olarak işlem gördüğü anlaşılmaktadır. Veri kısıtı nedeniyle kesin bir yargıda bulunulamamakla birlikte, söz konusu iskonto oranının (35 GYO'nun verisi çerçevesinde) 2022/6'da %16,52 olduğu dikkate alındığında; ülkemiz GYO'larının iskontolu işlem görme eğiliminin arttığını düşünmek mümkündür. 2022 yılı öncesi SPK verileri de söz konusu eğilimin uzun yıllardır süregeldiğine işaret ediyor. Diğer bir deyişle, şirket düzeyinde ele alınması gerekmektedir. Türk GYO'larındaki NAD iskontosunun yapısal özellikler gösterdiği söylenebilir.

NAD İskontosunun Nedenleri

Akademik yazında NAD iskontosunun nedenlerine ilişkin öne çıkan nedenler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Finansal Performans ve Kârlılık

Gelir yaklaşımına ve indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre şirket değerlemesinin temel unsurlarının başında, şirketin net nakit akımı yaratma kapasitesi geliyor. Nakit akımlarını elde etme

Portföy yapısı, kurumsal yönetim kalitesi ve sürdürülebilirlik adaptasyonu gibi firmaya özgü faktörler de yatırımcı güvenini, dolayısıyla iskonto seviyesini belirleyen unsurlar arasında sayılmaktadır.

riskinin, dolayısıyla iskonto oranının düşmesi şirket değerine yönelik algının da olumlu yönde etkilenmesine neden oluyor. Bu kapsamda, daha iyi finansal performansı (net nakit akımı ve bununla ilişkili gelir değişkenleri) olan GYO'ların iskonto oranının daha düşük olması beklenebilir. Bununla birlikte, ülkemizde son yıllarda diğer sektörlerin yanı sıra fiziki/menkulleşmiş gayrimenkul sektöründeki kârlılığın gerilemesi, zarar açıklanan dönem sayısındaki artış ve zombileşmenin-iflasların artması, piyasa değerlerine (ve pozitif NAD primine) yönelik beklentileri de olumsuz yönde etkilemektedir. Bu durum bazı GYO'larda ortaya çıkan NAD iskontosunun nedenlerinden biri olabilir.

Kaldıraç Kullanımı

GYO finansının çıkış noktasını teşkil eden ABD GYO'larındaki yüksek oranlı kâr dağıtım zorunluluğunun, GYO'ları zorunlu olarak yabancı kaynak kullanımına yönlendirmesi nedeniyle GYO'larda kaldıraç kullanımı ve firma değeri ilişkisi yazında yoğun olarak incelenmiştir. Dengeli ekonomi ve endüstri koşullarında borç kullanımının, firma değerini belli bir noktaya kadar olumlu etkilediği söylenebilir. Ancak borç kullanımı yüksek olan GYO'larda risk priminin artması iskontonun da artmasına neden olabilir. Kaldıraç kullanımının finansal performansa olumlu etkisi ise daha düşük bir iskonto oranına neden olabilir. Biraz karmaşık gibi görünse de, kaldıraç kullanımının firma değeri algısı ve NAD iskontosu üzerindeki etkisini göz ardı etmek mümkün değildir. Bu ilişkiyi anlamanın yolu ise kaldıraç kullanımının ortaya çıkardığı finansal sonuçlara, yani şirketin finansal başarı düzeyine bakmaktan geçmektedir.

İkincil Piyasa Performansı

İkincil piyasada işlem hacmi düşük ve yatırımcı talebi sınırlı olan GYO'larda, NAD ile piyasa değeri arasındaki farkın genişlemesi beklenen bir durumdur. Yatırımcıların çoğu zaman GYO'nun nakit yaratma kapasitesini yetersiz görmesi, söz konusu hisseye olan talebi ve işlem hacmini azaltmakta; bu da ikincil piyasada likiditeyi ve değer algısını zayıflatarak NAD iskontosunu derinleştirmektedir. Zayıf ikincil piyasa performansı, etkin işleyen bir piyasada, fiziki piyasadaki düşük finansal performansın doğal bir yansıması olarak da görülebilir. Ayrıca portföy yönetimindeki yetersizlikler, GYO varlıklarının hem birincil hem ikincil piyasa performansını zayıflatmakta ve sonuçta NAD iskontosunun daha da artmasına yol açmaktadır.

Riskler

Şirket değerlemesinde kullanılan iskonto oranının, firma, sektör ve ülke düzeyindeki riskleri kapsadığı kabul edilir; küresel riskler de bu çerçevede içselleştirilebilir. Artan iç ve dış risklerin, net nakit akımını, dolayısıyla piyasadaki şirket değeri algısını olumsuz etkilemesi mümkündür. Nitekim son yıllarda artan yerel ve küresel risklerin, yalnızca GYO'ların değil, diğer finansal varlıkların değerini de dönemsel olarak aşağı çektiği görülmüştür. Bununla birlikte, yoğun belirsizlik ve olumsuz piyasa algısı ortamlarında dahi piyasa tarafından yüksek fiyatlanan "sürüden ayrılan" hisseler de vardır. Ancak genel olarak, net nakit akışı ve finansman üzerinde olumlu bir etkisi olmayan, piyasaya kıyasla yüksek risk düzeyinin NAD iskontosunu artırdığı söylenebilir.

Muhasebeleştirme Yaklaşımı ve Değerleme Sapması

Gayrimenkul varlıkların menkul kıymet piyasalarında fiyatlanmasında karşılaşılan temel sorunlardan biri, dayanak varlığın fiziki piyasadaki gerçeğe uygun (makul değer) değerinin sağlıklı biçimde belirlenememesidir. Bu durumun temel nedenlerinden biri GYO'nun varlık sınıfı olarak özellikleri, diğeri ise portföy yapısının nakit akımı beklentilerine dayalı dinamik bir yapı içinde olmayabilmesidir (bkz. Kutu 1). Likit açıdan güçlü olan hisse senetleriyle kıyaslandığında söz konusu belirsizlikler, değerlendirme sürecindeki veri sorunları ve metodolojik güçlüklerin de etkisiyle, gürültülü ve iskontolu bir piyasa fiyatının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

GYO Portföy Yapısı ve Değer Oluşumu

Kira geliri odaklı olmayan GYO portföylerinin doğası gereği düzenli nakit akışı üretememesi ya da bu kapasitenin sınırlı kalması, ikincil piyasadaki değer algısının bozulmasının başlıca nedenlerinden biridir. Bu durum, piyasa değeri tahmininin nakit akışı üretme kapasitesiyle bağımlı zayıflatmakta ve NAD büyüklüğünü büyük ölçüde gayrimenkul değerlendirme yaklaşımlarına bağımlı hale getirmektedir. Sonuç olarak, piyasa katılımcıları nakit akışı gibi güncel bir veri yerine varsayımsal tahminlerle karşılaşmakta; bu da yeterince şeffaf ve finansal olarak güvenilir bulunmayan varlıkların düşük fiyatlanmasına yol açmaktadır. Bu değer döngüsü, NAD iskontosunun temel nedenlerinden birini oluşturmaktadır.

Muhasebeleştirmede kullanılan yaklaşımlar açısından bakıldığında, maliyet ve makul değer yöntemleri arasındaki tercih, GYO'ların aktif büyüklüğü ve nakit akışı sonuçlarının muhasebeleştirilmesinde kritik rol oynamaktadır. Özellikle makul değer yaklaşımı, aktiflerin ve nakit akımlarının varsayımsal olarak büyümesine yol açabilmekte; bu durum NAD ile piyasa değeri arasındaki farkın (NAD iskontosu) temel nedenlerinden birine dönüşmektedir.

Makul değer yaklaşımı, GYO'ların aktif büyüklüğünün değerlendirme şirketlerinin tahminlerine dayalı hale getirmektedir. Bu bağlamda gayrimenkul değerinin, güncel piyasa koşulları, kira gelirleri, bölgesel gelişmeler ve karşılaştırılabilir satış verileri gibi parametreler üzerinden belirlenmesi hedeflenmektedir. Ancak bu süreçte kullanılan girdilerin doğruluğu kritik öneme sahiptir. Kira tahminleri,

boşluk oranları, işletme giderleri, bakım/yenileme maliyetlerine ve özellikle de iskonto oranına ilişkin iyimser varsayımlar NAD'ın "şişmesine" yol açabilmektedir. Eğer NAD gerçeğe uygun biçimde oluşmuyorsa, ikincil piyasadaki NAD iskontosu, yatırımcıların söz konusu değerlendirilmesine verdikleri rasyonel bir tepki olarak değerlendirilmelidir.

Şirkete Özgü Etkenler

Ampirik çalışmalarda GYO'ların varlık türü, ölçeği, kurumsal yönetim kalitesi, sürdürülebilirlik adaptasyonu derecesi ve uluslararası kurum üyelikleri (örneğin EPRA üyeliği) gibi bir dizi etkenin NAD iskontosu üzerinde etkili olabileceği tartışma konusu edilmiştir. Bu tür kukla değişkenlerin NAD iskontosu ile ilişkisinin yönü ve derecesi hakkında kesin bir bulgudan bahsetmek mümkün olamasa da, genel mantık, pozitif yönde nakit akımı ve risk profili oluşturan ilave etkenlerin iskontonun azalmasına katkı sağlayabileceğidir (bkz. Coşkun, 2021).

Örneğin geliştirme odaklı GYO'larda projenin tamamlanma riski, maliyet riski, satış riski gibi faktörlerin varlığı iskonto oranını artırabilir. Ancak geliştirme sürecinin ekonomik yükselme döneminde tempolu biçimde ve güçlü finansmanlarla gerçekleştirilmesi ilave nakit akışı beklentisi ile birlikte değer algısına da olumlu etkide bulunabilir. Portföydeki gelir getiren varlık türlerinin yükselen alt piyasalardan kaynaklanması (örneğin lojistik/AVM/karma projeleri) da düşük risk algısını besleyebilir. Yaşı ve ölçeği büyük, kurumsal yönetim kalitesi ve ESG skoru yüksek olan GYO'larda iskonto oranının düşük olması beklenebilir. Ancak firmaya özgü etkenlerin iskonto ile ilişkisinin; ülkeye, GYO varlık grubuna, muhasebeleştirme-raporlama tercihlerine ve iskonto hesabı yaklaşımlarına göre değişebileceğini de not etmek gerekir.

Yatırımcı Güveni

Yatırımcıların belirli bir sektöre veya hisseye yönelik güveninin somut nedenlerle zayıf olması, iskonto oranının yükselmesine yol açabilir. Örneğin düşük ESG skoru gibi göstergeler ışığında kurumsal yönetim kalitesinin yetersizliği, finansal raporlamada şeffaflık eksikliği veya yatırımcı ilişkilerinin zayıflığı, yatırımcı güvenini (bkz. Kutu 2) olumsuz etkileyerek ilgili hisse senedinde yüksek iskonto oranlarının ortaya çıkmasına neden olabilir.

NAD İskontosunda Bilgi Yetersizliği ve Güven Açığı Sorunu

NAD iskontosu, portföydeki varlıkların değerine ilişkin bilgi yetersizliği ve güven açığı sorunuyla doğrudan bağlantılı olabilir. Yatırımcıların şirket verileri ve portföy varlıkları hakkındaki verilere anlık, doğru ve şeffaf biçimde erişememesi asimetrik bilgi sorununu artırarak, iskonto oranını yükseltebilir. GYO portföyünün temel bileşeni likit olmayan gayrimenkul varlıklardır. Bu nedenle bunların değer ile ilişkili doğasından kaynaklanan bilgi ve güven açığının iskonto ile fiyatlamaya yol açması belirli ölçüde beklenen bir durum olarak da değerlendirilebilir.

Davranışsal Etkenler

Davranışsal (ve spekülatif) etkenler, yatırımcıların rasyonel karar alma süreçlerinden uzaklaşmasını da beraberinde getirerek hisse fiyatlarının düşmesine (artmasına) ve NAD iskontosunun artmasına (azalmasına) yol açabilir. Örneğin aşırı iyimserlik dönemlerini takip eden ani kötümserlik dalgaları, sürü psikolojisiyle satış baskısını artırarak hisse fiyatlarını gerçek değerinin altına çekebilir. Benzer şekilde, kısa vadeli piyasa söylentilerine veya olumsuz haberlere aşırı tepki verme eğilimi, şirketin temel göstergeleriyle açıklanamayacak ölçüde fiyat düşüşleri yaratabilir. Bu tür davranışsal sapmalar, özellikle belirsizlik ve düşük likidite ortamlarında daha belirgin hale gelerek NAD iskontosunun kalıcı şekilde yüksek seyretmesine katkıda bulunabilir.

Sonuç ve Tartışma

Ülkemiz Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) sektöründe uzun yıllardır Net Aktif Değer (NAD) iskontosu bir olgu olarak varlığını korumaktadır. NAD iskontosunun nedenleri akademik yazında farklı boyutlarıyla ele alınmaktadır. Öncelikle şirketin finansal performansı, kârlılık ve nakit akımı yaratma kapasitesi, iskonto oranını doğrudan etkilemektedir. Kaldıraç kullanımı dengeli olduğunda firma değerini desteklerken, aşırı borçluluk risk primini yükselterek iskontoyu artırabilmektedir. İkincil piyasadaki işlem hacmi ve likidite düzeyi de yatırımcının değer algısını şekillendirmekte, düşük yatırımcı ilgisi ve zayıf finansal performans iskontoyu derinleştirmektedir. Ayrıca, şirket içi ve dışı riskler ile küresel belirsizlikler nakit akımı projeksiyonlarını bozarak değer algısını zayıflatmaktadır. Negatif iskonto oranlarının özellikle yerel ve sektörel belirsizliklerin etkisiyle dinamik bir değişim gösterebildiğini de not etmek gerekir.

Heterojen bir yapı gösteren negatif NAD iskontosunun boyutu; varlık türü, nakit akımı ve risk profili gibi portföy yapısının özelliklerinin yanı sıra, özellikle gayrimenkullerin muhasebeleştirilmesine yönelik sektörel tercihler çerçevesinde de şekillenebilmektedir. Bu bağlamda, muhasebeleştirme tercihinde özellikle makul değer yönteminin yarattığı, değerlendirme yaklaşımına dayalı varsayımsal büyümeler, NAD ile piyasa değeri arasındaki farkı açabilmektedir. Portföy yapısı, kurumsal yönetim kalitesi ve sürdürülebilirlik adaptasyonu gibi firmaya özgü faktörler de yatırımcı güvenini, dolayısıyla iskonto seviyesini belirleyen unsurlar arasında sayılmaktadır.

Yukarıdaki sorunlar NAD iskontosunun önemli unsurları olmakla birlikte, ülkemizdeki negatif iskonto üzerinde belirleyici etki, değerlemeye dayalı aktif değer oluşumunun piyasa tarafından her zaman benimsenmemesiyle ilişkili görünmektedir. GYO sektöründeki bazı şirketlerin karşılaştığı derin iskontolar, portföy yönetiminde geliştirilecek tekniklerle belirli ölçüde azaltılabilir. Bu tartışmayı da bir başka sayfaya bırakalım.