

**Araştırma Makalesi**

Gönderilme Tarihi: 29 Kasım 2018; Revize Edilmiş Hali: 07 Aralık 2018; Kabul Tarihi: 07 Aralık 2018  
Çevrimiçi Yayın Tarihi: 17 Temmuz 2019

## HOLDİNG FİRMALARIN DEĞER TESPİTİ ÜZERİNE HİPOTETİK BİR UYGULAMA

Eşref KULOĞLU<sup>1</sup>

### Öz

Bu çalışmanın amacı, ekonomik olarak önemli bir güç olan holding firmaların değerinin tespit edilmesidir. Bu amaçla çalışmada değer hesaplanması için hipotetik bir örnek kurgulanmaktadır. Holding firmalar finansal piyasalar içinde oldukça büyük yer elde etmekte ve etkileri de giderek artmaktadır. Farklı faaliyet kollarında yer alan yavru şirketleriyle birlikte ayrı bir firma olan holdinglerin değerlemesine yönelik bazı varsayımlarda bulunmaktadır. Bu varsayımlardan en önemlisi holdingin yavru şirketlerinin halka açık olanlarının ölçüsünün, toplam holding ölçüsü içinde oranının oldukça yüksek olmasıdır. Bu varsayımlar altında verilen yavru şirket değerlerinden holding değerine ulaşılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Holding firmalar, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, Firma Değeri

**JEL Kodları:** G31, G32, G34

### A HYPOTHETICAL APPLICATION ON THE VALUE OF HOLDING COMPANIES

#### Abstract

The aim of this study is to determine the value of holding companies which are economically important. For this purpose, a hypothetical example is designed to calculate the value. Holding companies have a large share in the financial markets and their effects are increasing. Some assumptions were made for the valuation of holdings, which are separate companies, together with their offspring companies. The most important of these assumptions is that the size of the holding companies very high within the total holding size. Under these assumptions, the holding value is obtained from the values of the fry company.

**Key Words:** Holding companies, Discounted Cash Flow Method, Firm Value

**JELCodes:** G31, G32, G34

## GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte son yıllarda artan mal ve hizmet piyasalarının gelişmesi ile firmalar da büyümekte ve faaliyet alanlarını geliştirmektedir. Bu genişleme ile birden çok firmanın yönetilmesine olanak sağlayan farklı firma türleri ortaya çıkmaktadır.

Son yüzyılda giderek artan bir olgu olarak “holding” kavramı, ekonomide çok önemli bir rol oynamaya başlamıştır. Dünyada büyük çaplı holdinglerin sermaye yönetme anlamında devasa boyutlara ulaşmasının yanında etkileri de yüksektir. Bu etkiyi bir açıdan göstermek için holdinglerin yıllık hasılatları ile ülkelerin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla’ları karşılaştırılabilmektedir. Bu tarz karşılaştırmalarda bazı ülkelerin bir yılda ürettiği hasıladan daha büyük hasılatı olan holding yapılar bulunmaktadır. Buna bir örnek olarak en büyük holding firmalarından Japon Post Holdings verilebilmektedir. Fortune Global 500 listesine 2017 yılında 45. sıradan giren holdingin toplam hasılatı 116 Milyar \$’dır (fortune.com/global500/list/). Firmanın bu hasılatı ile bir an için Dünya Bankası tarafından oluşturulan Gayri Safi Yurt İçi Hasıla içindeki yerine konulursa, 59. sıradaki Sudan’ın bir basamak altında 60. en büyük ekonomi olacağı görülmektedir (data.worldbank.org/indicator/). Yine yaklaşık 100 Milyar \$ hasılat rakamıyla Fortune Global 500’de 61. sırada yer alan Express Scripts Holding de en büyük ekonomiler sıralamasında 63. sırada yer alacak ve Slovakya Cumhuriyetinin yaklaşık 96 Milyar \$ olan hasılasını geçecektir. Böylece holdinglerin ülkeler ile karşılaştırmasının yapılması ile etkileri de ortaya konulabilmektedir. Büyük tutarlı sermayenin nispeten daha küçük tutarlı sermayeyle yönetilmesi ana amacıyla holdingler, dünyada olduğu kadar Türkiye’de de çok büyük boyutlara ulaşmıştır.

Çalışmada holding kavramı ile ilgili genel bilgiler verilecek ve ardından holdinglerin değerlemesine ilişkin açıklamalarda bulunulacaktır. Bu anlamda değer ve değerlendirme kavramları ile değerlendirme yöntemleri üzerinde durulduktan sonra hipotetik bir örnek üzerinden uygulama yapılmaktadır.

### 1. LİTERATÜR TARAMASI

Holding firmaların değerinin tespitine yönelik literatür incelendiğinde çok az çalışılmış bir konu olduğu görülmektedir. Holdinglerin çeşitlendirilmiş portföyler olması ile sermaye yapılarının ve buna bağlı olarak finansal performanslarının karşılaştırıldığı çalışmalar sıklıkla yapılsa da değerlemesine yönelik çalışmalar yok denecek kadar azdır. Literatürde bir kaç eserde teorik ve pratikte nasıl hesaplanabileceğinden bahsedilmiştir:

- Berger ve Ofek (1995) tarafından yapılan “Diversification’s effect on firm value” adlı çalışmada birden çok sektörde faaliyet gösteren firmanın,

yavru şirketlerinin değerinden firma değerine ulaşmaktadır. Bu çalışmada birden çok sektörde faaliyet gösteren firmaların değerinin yavru şirketlerinin değerinden %13- %15 civarında daha düşük olduğu söylenmektedir.

- Jang (2017) tarafından yapılan “Why do Korean Holding Companies Trade at a Steeper Discount to Net Asset Value” adlı eserinde holding firmaların neden net aktif değerinin daha altında işlem gördüğünü araştırmıştır. Buna göre holdinglerin değeri yavru şirketlerinin piyasa değeriyle hesaplanmış ve holdingin sahiplik oranıyla ilişkilendirmiştir. Çalışma holdingin değerinin yavru şirketlerin toplam değerinden daha düşük olmasını yatırımcıların yatırımlarını holding firmalar yerine direkt olarak yavru firmaya yapmasına bağlamaktadır. Diğer yandan yavru şirketler üzerinde kontrol gücünün düşük olması ve holding firmaların piyasada düşük likiditede olması nedeniyle düşük değerde olduğu söylenmektedir.

- Copeland v.d. (2000) tarafından yapılan “Valuation Measuring and Managing the Value of Companies” adlı kitapta bir bölüm olarak verilen değerlendirme incelemesinde holding firmaların değerlemesinin tek bir birimden oluşan bir değerlendirme çalışmasıyla aynı olduğu söylenmektedir. Holding firmaların değerlemesinin kompleks olmasının sebebinin her bir yavru şirketin kendi nakit akımı, sermaye yapısı ve sermaye maliyetinin olması olduğu söylenmektedir. Çalışmada yavru şirketlerin toplamı ile holding değerine ulaşırken holdingleşmenin faydalarının ve maliyetlerinin ortaya konulması gerektiği söylenmektedir. Buna göre genel merkez olarak holdingin maliyetinin toplam değer içinde yaklaşık %10'luk bir yer işgal etmekte olup, faydalarının ise ortaya konulmasının daha zor olduğu söylenmektedir.

## 2. HOLDİNG KAVRAMI VE HOLDİNG FİRMALAR

Holding kavramının İngilizce’de “yönetimi elde bulundurmak ve denetleme” anlamına gelen “to hold and control” ifadesindeki “hold” kökünden türediği ileri sürülmektedir (Çevik, 2002:1120). Türk Dil Kurumu (TDK) sözlüğünde holding kelimesi “Ana Ortaklık” olarak tanımlanmaktadır. İngilizce’de bir başka anlamında hisse senedi anlamına da gelmektedir.

Holdingler, kendisi ticari ve sınai bir faaliyette bulunmayan fakat temel olarak kontrol amacıyla diğer firmaların hisse senetlerini satın alan ve hukuken bağımsız olan bir firmadır (Akgüç, 1998:932). Bir diğer anlatımla ana şirketin, diğer firma ya da firmaların yönetimini elde etmek için onların sermayelerine iştirak etmesini ve böylece az sermaye ile büyük tutarlı sermayeyi kontrol altına almayı ifade eder. Holdingler temelde kendileri üretim faaliyeti yapmaz, holdinglerin tek amaçları yavru şirketleri yönetmeleridir.

Türk Ticaret Kanunu madde 195’te holding anlamında “Şirketler Topluluğu” tanımlanmaktadır. Buna göre “Hakim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan şirketler onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturur”.

Holdinglelerin konusu, başka işletmelerin sermayelerine katılmak ve onların hissedarı olarak, kendi sermayelerine kar sağlamaya çalışmaktır. Böylece sermayesine dâhil olunan firmanın yönetiminde söz sahibi olmak mümkündür. Bu bağlamda holdinglerin mali güçleri olan sermayedar şirketler olduğu söylenebilir. Holdinglerin sermayesine katıldıkları yavru şirketler ise, direkt olarak ticari veya üretim yapan firmalardır. Bu faaliyeti gerçekleştiren şirketler, yıllık faaliyetleri ile elde ettikleri karı, aralarında holdingin de bulunduğu ortaklarına aktarır. Holdingler ise sermayesine katıldıkları işletmelerden gelen bu karları kendi hissedarlarına aktarır. Bu şirketler grubu içerisindeki holdinge “hakim şirket”, “egemen şirket”, “ana şirket”, “ana ortaklık” gibi farklı isimler de verilebilir. Holdingin sermaye yatırdığı, sermayesine dâhil olunan işletmeler ise “filyal”, “tabi şirket” ya da “yavru şirket” gibi adlandırılmaktadır (Çevik, 2002:1121-1122, İpekçi, 2000:1-2).

Bir başka tanımda holding için “şirketlerin şirketi” denilmektedir. Holding özü açısından iktisadi bir kuruluştur. Holding firmaların en belirgin özelliğinin, diğer firmaların hisse senetlerine sahip olması ile bir anlamda bir çatı, bir veya birden fazla bağlı şirket bulunabilmesidir. Bu birlikteliğe rağmen, hem çatı şirket hem de bağlı şirketler tüzel kişiliklerini devam ettirirler. Holding şirket bağlı şirketlerin yönetimi ve kontrolüne sahiptir. Bu egemen olma süreklilik arz eder (İpekçi, 2000:4).

İngiliz Hukukunda holding, bir yavru şirkette pay sahibi ve o şirketin yönetim kuruluna hakim olan ortaklık ya da şirketin esas sermayesinin yarısından fazlasına sahip ortaklık olarak nitelendirilmektedir. İsviçre Hukukunda ise holding, katıldığı ortaklıklara (yavru şirketlere) onların yönetimini elinde tutacak, kendi isteklerini kabul ettirecek bir oy gücü sağlamak amacıyla esasında yönetim amacı güden bir ortaklık olarak anlaşılmaktadır (Çevik, 2002:1121).

## 2.1. Holdinglerin Sınıflandırılması ve Çeşitleri

Holding işletmeleri sınıflandırırken bir takım ölçütler kullanılır. Bunlardan biri holdinglerin bağlı firmalarına sağladıkları hizmetler anlamındadır. Bir holding şirket bağlı şirketlerine temel anlamda mali hizmet sağlarsa “mali holding şirket”, yönetim hizmeti sağlarsa “yönetim holding şirket” adı verilmektedir. Holding işletmeleri sınıflandırmada başka bir ölçütün holding işletmelerin piramit sistemi içerisindeki yerleri olduğu söylenebilir. Örnek olarak, snai işletmeler ve demiryolları sektöründeki işletmelerde eğilim daha basittir.

Bu basitlik, holding işletmenin direkt olarak bağlı şirketlerini kontrol etmesi şeklindedir. Diğer yandan kamu hizmeti gören holding firmalarda sistem çok karmaşık olabilmektedir (İlçin, 2003:218).

Holdingleler diğer bir sınıflandırmada ise çalışma biçimlerine göre. Bu ayırımda holdingler, tam ve karma holding olarak ikiye ayrılmaktadır. Tam holdingler, kendileri faaliyette bulunmadıkları halde yavru şirketlerini denetlemeyi ve kontrolü amaçlarlar. Karma holding yapısında ise çatı şirket, yavru şirketlerin ortağı olup diğer yandan kendileri de belirli faaliyetlerde bulunurlar (İlçin, 2003:218).

Holdingleler başka tanımlamalar ışığında da tanımlanmaktadır. Bunlar; yavru şirketlerin de başka yavru şirketlere sahip olması şeklinde değişik ülkelerde kurulan yavru şirketleri içeren “çok uluslu- milletler arası holdingler”, kamu otoritesi ve kanunlar ile kamu iktisadi teşekküllerini, bunların bağlı ortaklıklarını ve iştiraklerini kademli olarak örgütlenmesi şeklinde “kamu holdingleri” dir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, holding çeşitleri temel bazı başlıklar halinde ele alınacaktır.

- Saf (Pure) Holding: Holding şirketin sermayesinin diğer işletmelerin hisse senetlerinin alımına yatırılması ile saf holding meydana gelmektedir. Diğer yandan eğer holding saf holdingse kendisi ayrıca üretim faaliyetinde bulunmaz. Asıl amacı diğer işletmelere iştirak etmektir.

- Karma Holding: Karışık holding olarak da adlandırılan bu holding çeşidinde, çatı şirket hem kendi adına üretim yapar hem de başka işletmelerin sermayelerine iştirak eder. Bu türdeki holdinglerde ana şirket diğer şirketlerin hisse senetlerini satın alarak bu işletmelerin yönetimlerinde söz sahibi olur. Ayrıca karma holdinglerin kendilerine özgü faaliyet konuları da mevcuttur (İpekçi, 2000:26).

### 3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE HOLDİNGLER

Firmaların biçimleri aynı olmasa bile birbirleriyle birleşerek büyümeleri ilk defa Amerika’da görülmüştür. Bu nedenle birtakım yazarlar tarafından holdinglerin Amerikan tipi kuruluşlar olduğu söylenmektedir.

Son yıllarda tüm dünya ile birlikte ülkemizde de gelişmelerine tanık olunan holdinglerin organizasyonu, yapı ve süreçleri ülkeler arasında birbirlerinden farklılık göstermektedir. Bazı durumlarda holdingin ana amacına ters düşebilen örgütlenme biçimleri ile verimli şekilde faaliyet gösterebilmesi mümkün olamamaktadır. Bu anlamda holdingler değişik pazar ve dünya şartlarına uyum gösterebilmek için organizasyonlarını yatay ve dikey bütün-

leştirmeli ve insan kaynakları anlamında koordinasyonunu sağlamalıdır (Alpay, 1987:1)

### 3.1. Dünyada ve Türkiye’de Holdinglerin Gelişimi

Holdingler dünya ekonomisi içinde 19. yüzyılda, tröstleşme ve kartelleşme ile birlikte ilk defa ortaya çıkmışlardır. Holdingler örgüt ve ekonomik yapı olarak zaman içinde ülkeden ülkeye farklılıkları göstermektedir. Hemen hemen tüm ülke düzenlemelerinde ortak yapı olan holdingler, bir çatı şirketin (parent company) birden çok yavru şirketin (subsidiaries) yönetimine etkin bir oranda katılmasıdır (Alpay, 1987:2)

Holding şirket tipinde oluşumlar 1830’lu yıllarda Amerika’daki demiryolu firmalarının birleşmesi ile ortaya çıkmıştır. 1832’de Maryland eyaleti “Baltimore and Ohio Railroad” şirketine “Washington Branch Road” şirketin hisse senetlerinin bir kısmını almasına izin vermiştir. Ayrıca 1853’de, 1846 yılında kurulmuş olan Pennsylvania Railroad firmasına özel bir kanunla diğer firmaların hisse senetlerini alma imkanı verilmiştir. Holding firmalar 20. yüzyılın ilk yarısında uluslararası şirket sistemlerle Amerika, Almanya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Belçika’da büyük bir gelişim kaydederek piyasada büyük bir hakimiyet kurmuştur (Daems, 1978)

1960’lardan itibaren Türkiye’de iş yaşamında görülmeye başlanan holdinglerin günümüze kadar önemi giderek artmış ve gelecekte de artması beklenmektedir. Türkiye’de 1950’li yıllarda çok az kişinin bildiği ve çok az kullanılan holding sözcüğü 1960’lı yıllardan itibaren holding sayısının artmasıyla beraber bir anlamda moda bir sözcük haline gelmiştir. Aslında holding şirketler, 1950’li yıllara kadar olan dönemde de isimleri holding olmasa da, farklı biçim ve isim altında görülmekteydiler. Örneğın yapısı biçimsel olarak farklı olsa da Sümerbank, çeşitli konularda faaliyet göstermekteydi ve nitelik olarak bir holdinge benzemektedir (İldır, 2003:217).

Türkiye’de 1974 yılında başlayan halka açılma, ileri sanayi ülkelerinin aksine en tepedeki holdinglerde başlamıştır. Bu tercihte holding yapıların maddi devamlı bir yatırım varlıkları olmasa da en değerli ortaklık olduğu inancı etkilidir. Bu inancın yöneticiler, pazarlamacılar ve halkta yaygın olması ile halka açılmalarda holdingler başı çekmiştir (Tekinalp, 2015:618).

### 3.2. Dünyada ve Türkiye’de Holdinglerin Yasal Durumları

1948 ve 1967 yıllarında İngiltere sermaye şirketlerini hukuksal anlamda düzenleyen “Companies Act” kanunu holdinglere ilişkin yapılan temel düzenlemelerden sayılır. Özellikle 1976 yılında yapılan kanun ile firmanın faaliyetleri kamuya açıklanma anlamında düzenlenmiş, bağımsız denetim elemanlarının

yetkileri artırılmış ve yavru şirketlerin muhasebe kayıtlarını direkt inceleme yetkisi verilmiştir. Bağımsız denetim ve muhasebe personelinin bir yıl için seğimi gibi önemli değişiklikler bu yasayla getirilmiştir (İpekçi, 2000:82).

Türkiye’de özel hukuk alanında holdinglere ilişkin ayrı bir hukuki düzenleme yoktur.

Holdinglere ilişkin, 1965 yılında Alman Paylı Ortaklıklar Kanununun 291 ila 337 maddeleri arasında düzenleme yapılmıştır. Bu kanun esas alınarak Prof. Sanders tarafından “Avrupa Anonim şirketler Statüsü Tüzük Önerisi” adlı oldukça kapsamlı bir çalışma yapılmıştır. Bu tüzüğün uygulanmasındaki zorluklar göz önüne alınmış, ardından konzern (grup) hukuku ile ilgili 9. Direktif 1975 yılında ortaya konulmuştur. Bu ön yasal çalışmaların sonucunda 1985 yılında gruplar hakkında 9. Direktif tasarısı hazırlanmıştır.

Holding ifadesi Ticaret Kanunu’nda ticaret ortaklıklarına ilişkin “”şirketler Topluluğu” başlığı altında, bağımsız bir alt ayırım şeklinde düzenlenmiştir. Ticaret kanununun 397, 516, 517, 518 gibi bazı maddelerinde topluluğu ilişkin çeşitli hükümler de bulunmaktadır. Diğer yandan Ticaret Kanunu, Türkiye Muhasebe Standartlarının şirketler topluluğunun tabloları (konsolide tablolar) için düzenlediği standartları dışarıda bırakmıştır.

#### **4. DEĞER, DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİ KAVRAMI**

Değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değer, varlığın karşılığında alınabilecek tutar olarak tanımlanabilmektedir Ayrıca değer, iş-letmelerin yönetim şekillerinin analiz edilmesinde ve yönlendirilmesi için bir araçtır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003:1).

Her varlığın bir fiyatı bir de bunun yanında değer vardır. Bir varlığın fiyatı piyasada arz ve talebe göre oluştuğundan varlığın gerçek değerini yansıtmamaktadır. Genel anlamda talep arzı aşınca fiyat yükselmekte, arz talebi aşınca ise fiyat düşmektedir.

İyi bir yatırım, gerçek değer pazar değer altında olan varlıktır. Bu nedenle yatırım yapabilmek için hesaplanan gerçek değerin altında pazar değerine sahip varlıklar seğilmelidir.

Değerleme kavramı genel olarak varlıkların değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. Firma değer ya da firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen, firmanın borç ve özkaynaklarının cari tutarlarının toplamıdır.

Firma amacının 1930’lu yıllardan itibaren kar maksimizasyonu olduğu, Robert Anthony tarafından 1960 yılında yayımlanan “The Trouble with Profit Maximization” adlı makalesi ile tartışılmaya başlamıştır. Yazar bu çalışmasında firmanın amacının kar maksimizasyonu olamayacağını savunmakta, kar kav-

ramının subjektif ve tek başına bir anlam ifade edemeyeceğini söylemektedir. Diğer yandan kâr kavramının kısa vadeli kâr mı, uzun vadeli kâr mı, kârlılık oranı mı ya da kâr tutarı mı olduğu gibi soruları cevaplayamadığı belirtilmiştir. Bir diğer eleştirinin de kar kavramının yatırımlardan beklenen nakit akımlarının zaman değerini ve riskliliğini dikkate almaması söylenebilir. Bu anlamda firma amacının kar maksimizasyonu değil, “firmanın bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olduğu günümüzde geçerlilik kazanmıştır (Ercan, 2014:13-14).

Bir yatırım aracının değerlemesi, geğmiş verilerden ve yapılan analizlerden elde edilen bilgiler doğrultusunda oluşturulan beklentilere dayalı olarak yatırım aracının olması gereken bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Bugünkü değer tahmin edilen yatırım aracının yüksek veya düşük değerlenme durumunun tespiti de değerleme çalışmasının temel hedefi olmaktadır (Aksoy, 2014:144).

İşletmelerin mal ve hizmet üretmek için fonlarını varlıklara yatırması ile firmanın net şimdiki değerini ortakları için maksimum kılmaları amacı birbirlerine sıkı sıkıya bağlıdır. (Aksoy, Yalçınar, 2013:5) Firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanıldığı firma değerinin maksimum olması amacıyla bu varlıkların bu amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleri ile mümkündür. Değerin göreceli bir kavram olması ve tam olarak saptanmasının güçlüğu ile firma değerlemesi finansal yönetimin en karmaşık konularından birisi olmaktadır. Gerçek değer, arz ve talebe göre belirlenen değer, firmanın değer yaratan unsurlarının da dikkate alınarak bulunan değeridir (Ercan v.d., 2006:2).

#### 4.1. Başlıca Değer Kavramları

Çeşitli varlıklar için pek çok değer tanımı yapılabilir. Maliyet değer, cari değer, tasarruf değer, vergi değer, muhasebe değer, tasfiye değer, işleyen teşebbüs değer bunlardan bazılarıdır. Değerleme kavramının tam olarak anlaşılabilmesi için firma değerlemesi için temel değer kavramları şunlardır:

##### - Nominal Değer

Menkul kıymetler için kullanılan ve “itibari” ya da “kayıtlı” değer olarak da ifade edilen nominal değer, menkul kıymetlerin üzerinde yazılı olan değer olarak tanımlanabilir. Bir diğer tanımda nominal değer, toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtları için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında kurucular tarafından saptanan değerdir (Aksöyek, Yalçınar, 2014:336).

##### -Defter Değer

Bir işletmenin muhasebe değer olarak da adlandırılan defter değer,



işletmenin özsermayesinin bilanço değeri ile değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir. Bir diğer tanımda varlığın bilançoda görölen kayıtlı değeridir ve aktiflerinden borçlarının ve varsa imtiyazlı hisse senetlerinin düşülmesi ile elde edilir (Aksoy, 2014:144).

#### - Tasfiye Değeri

Bir varlığın tasfiye değeri, bu varlığın parçalar halinde satılarak nakde dönüştürülmesi ile elde edilecek değeridir. Bu anlamda bir firmanın varlıklarının tek tek nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen tutardan, tüm borçlar ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur.

#### - İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, herhangi bir varlığın çalışır durumdaki değeridir. İşletmenin tek tek varlıklarının toplam değerinden başka soyut bir kavram olarak “organizasyon” faktörünün de işletmenin değeri içerisinde yer aldığı söylenebilir. Bu bağlamda işleyen teşebbüs değeri en temel anlamda faaliyet halindeki bir işletmenin organizasyonla birlikte bir bütün olarak başka bir işletmeye, kuruluşa veya kişiye satılması durumundaki değeridir.

#### - Yeniden Tesis Etme Değeri

Yerine koyma (İkame) değeri yöntemi olarak da bilinen bu yöntem, değerlemesi yapılacak işletmenin mevcut üretim kapasitesi ile bugün yeniden kurulması durumunda ne kadar harcama yapılacağı esasına dayanır.

Yeniden tesis etme yaklaşımı ile değeri belirlenmek istenen işletmenin yeniden kurulursa ne kadara mal olacağı belirlenmekte, elde edilen bu tutardan borçların cari değeri düşülerek firma değerine ulaşılabilmektedir. Diğer bir anlatımla yeniden tesis etme değerinin temel mantığı “bugün alınırsa kaçā alınır” yaklaşımına dayanır (Aksöyek, Yalçiner, 2014:348).

#### - Piyasa Değeri (Borsa Değeri- Market Value)

Hisse senedinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü fiyata borsa değeri ya da piyasa değeri denilmektedir. Bir varlığın piyasa fiyatından söz edebilmek için piyasa tarafından bilinen ve rahatlıkla alım satımın yapıldığı bir ortamın bulunması gerekir. İlgili hisse senedi borsaya kote olmuşsa, onun piyasa değeri aynı zamanda borsa değeridir (Ercan, 2014:119).

#### - Net Aktif Değeri (Net Asset Value)

Faaliyetlerde kullanılan cari olmayan varlıklardan toplam cari olmayan yükümlölüklerin düşülmesiyle bulunan değerdir (Fazzini, 2018:44). Bir diğer tanımda net aktif değer varlıklarının değeri ile borçlarının değeri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Frykman, Tolleryd, 2003:35).

### - Gerçek Değer (Intrinsic Value)

Hisse senetlerinin olması gereken değerı olarak da adlandırılan gerçek değer, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıklarını, sermaye yapısını, yatırım imkanlarını, karlılık durumunu, temettü politikasını, sektörel yapısını ve konjonktürel dalgalanmaları gibi değişkenlerini içerir. Bu değer etkin bir piyasada bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalıdır (Ercan, 2014:120). Dolayısıyla hisse senetlerinin gerçek değerı hesaplanırken, işletmenin gelecekte sağlayacağı gelirler ile riski yansıtan kapitalizasyon oranı temel faktörler olarak kullanılır (Aydın, 1997:219). İşletmenin gelecekte sağlayacağı performansı ve kapitalizasyon oranını belirlerken de sayılan değişkenler ve bilgiler kullanılır.

## 4.2. Firma Değerleme Yöntemleri

İşletmenin değerini belirleme ya da şirket değerleme kullanılacak yöntem konusunda değerleme yapacak analistlerin fikir birliği sağlayamadığı bir konudur. Bunun sebebi bir işletmenin değerinin amaca, zaman ve kullanılan yönteme göre farklılık gösterebilmesidir. Örnek olarak zorunlu olarak şirketini satmak isteyen bir kişi 10 milyon TL. yatırımla şirketini kurmuş olsa da satış aşamasında istekli müşterilerin çok az olması nedeniyle 5 milyon TL.' ye satmaya razı olabilir. Bu nedenle şirketlerin bir tek değerı değil değişen bir aralıkta değerı olabilir. Diğer yandan işletmelerin tasfiye veya süreklilik durumlarına göre de değerlemesi farklılık arz edecektir. Eğer işletme tasfiye edilecekse elde edilecek değer ortakların ellerine geçecek bir döneme mahsus kaynak miktarı olacaktır. Süreklilik esasına dayalı olarak elde edilecek değerde ise firmanın uzun dönem faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışlarının bugünkü değerı dikkate alınacaktır (Sarıaslan, Erol, 2006:411-412).

Firma değerlemesine yönelik uygulamalarda kullanılabilecek yöntemler, indirgenmiş nakit akımları yöntemi (Discounted Cash Flows Method) ve göreceli değerleme yöntemi (Relative Valuation Method) olarak iki ana başlıkta toplanabilir. Bu yöntemler dışında, düzeltilmiş bugünkü değer (Adjusted Present Value), opsiyon değerleme ve ekonomik katma değer (Economic Value Added) yöntemleri de kullanılmaktadır.

Her yöntemin kendine göre üstünlük ve sınırlılıkları vardır. Yine de bu yöntemler arasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi en çok kabul edilen yöntem olarak öne çıkmaktadır.

### 4.2.1. Firma değerinin göreceli değerleme yöntemi ile tespiti

Göreceli değerlemenin temeli, aynı özelliklere sahip olan karşılaştırılabilir firmaların verileri kullanılarak tespit edilmesidir. Göreceli değerleme ile

değeri tespit edilecek işletmenin hisse senedinin değeri; kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da hasılatı gibi değişkenlere göre belirlenmektedir. Bu yöntemde bu değişkenlere ilişkin oranlar kullanılarak değer belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yöntem uygulanırken, borsaya açık olmayan şirketlerin hisse senetleri için ilgili şirketle aynı alanda faaliyette bulunan ve aynı risk grubundaki işletmeler tespit edilerek, bu firmaların verilerinin ortalama değerleri kullanılarak hisse senedi belirlenmektedir. Bu anlamda halka açık olmayan işletmelerin değeri bulunurken, göreceli değerlendirme yöntemlerine başvurulmaktadır (Aksoy, 2014:164).

Göreceli değerlendirme yönteminde kullanılacak belli başlı oranlar şunlardır:

- Fiyat/ Kazanç Oranı,
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı.

#### 4.2.2. Firma Değerinin Gordon Modeli İle Tespiti

Temettü modeli, bir firmanın hisse senedinin gerçek değerini bu hisse senedinin sonsuza kadar ödeyecekleri temettünün ve sonsuzdaki satış fiyatının bugüne iskonto edilmiş değeriyle açıklayan bir yaklaşımdır. M.J. Gordon tarafından geliştirilen bir modeldir (Ercan, Ban, 2014:126).

Temettü yöntemi olarak da adlandırılan temettü indirgeme yöntemi, hisse senedi yatırımdan elde edilecek temettülerin ve hisse senedinin elden çıkarılması sırasında elde edilecek satış tutarının, özsermaye maliyeti ile bugüne indirgenmesiyle elde edilecek değer hesaplandığı yöntemdir.

Gordon modeli çeşitli varsayımlar altında incelenebilir. Bu varsayımlar altında hesaplama şu şekildedir:

- Sıfır büyüme: Büyümesiz model olarak da adlandırılan bu modelde temettülerde büyüme olmamakta diğer bir ifadeyle işletmeler her sene eşit tutarda kar payı dağıtmaktadır. Sıfır büyümeye göre hesaplama şöyledir:

$$P_0 = \frac{D}{k_e}$$

Formülde D ile temettü,  $k_e$  ile özsermaye maliyeti ifade edilmektedir.

- Sabit büyüme: Sabit büyüme modeli, sabit bir büyüme hızına sahip işletmelerin belirli bir oranda daha fazla temettü ödeme politikasına sahip olmasına verilen isimdir. Genellikle ülkemiz gibi belirli bir seviyenin üzerinde enflasyona sahip ülkelerde işletmeler bu politikayı tercih etmektedirler (Karan, 2004:342).

Bu modelde firmanın değeri ise şöyle hesaplanmaktadır:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Bu ifade kar payı büyüme modeli olarak da adlandırılmaktadır. Burada temel olan büyüme oranı (g)'nin, iskonto oranı ( $k_e$ )'den daha düşük olmasıdır. Büyüme oranının da hissedarların şirketten beledikleri getiri oranından düşük olması beklenen bir durumdur.

- Belli bir süreden sonra sabit büyüme:

Bu büyüme modelinde temettü büyüme oranı firmanın büyümesinin çeşitli aşamalarına göre değişir. Büyüme dönemini büyük oranda sonlandıran işletmeler için bu büyüme durumu incelenir. Daha önceden de anlatıldığı üzere burada iki aşamalı bir büyüme söz konusu olup, şu şekilde formüle edilebilir (Aksoy, 2014:153):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 x (1 + g_1)^t}{(1 + k_e)^t} + \frac{1}{(1 + k_e)^n} x \frac{D_N x (1 + g_2)^t}{(k_e - g_2)}$$

#### 4.2.3. Firma Değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti

Firma değerinin tespitinde günümüzde yaygın kullanılan yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde hisse senedi değeri; firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bir iskonto oranı ile indirgenecek bugünkü değeridir. Burada firma değerinden kastedilen işletmenin özsermayesinin olması gereken değeridir. Yıllar içerisinde finans, iktisat bilimi içerisinde sığmayıp ayrı bir dal olarak ayrılmıştır. Günümüzde de değerleme, finans içerisinde aynı konumdadır. Bu anlamda bir hisse senedinin piyasadaki fiyatının aşırı değerlenmiş ya da düşük değerlenmiş olduğunun tespiti için ilgili hisse senedinin olması gereken değer bulunmalıdır. Olması gereken değer en iyi indirgenmiş nakit akımları ile açıklandığı söylenebilir (Ercan, 2014:340).

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi, analiz yapılan dönemde nakit akımları pozitif olan, gelecekteki nakit akımları kolayca tahmin edilen firmalar için daha anlamlı şekilde kullanılmaktadır (Damodaran, 1994:10).

İndirgenmiş nakit akımları ile firma değerinin tespitinde kullanılan temel yöntemler, özsermayeye serbest nakit akımları, firmaya serbest nakit akımları olarak ikiye ayrılır.

- Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi: Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi, sermaye harcamaları, işletme sermayesi ve borçlanmadaki

değişimleri dikkate alarak bu değişimlerin özsermayede oluşacak nakit akımlarını nasıl oluşturacağını inceleyen bir yöntemdir (Damodaran, 2002:352).

Özsermayeye serbest nakit akımları yönteminde doğrudan özkaynakların değeri hesaplanmakta olup temettüleri iskonto ederek firma değerini hesaplayan modele bir alternatif olduğu söylenebilir. Bu iki modelde hesaplanan değerlerin aynı olması şu iki durumda mümkün olabilecektir. Bu durumlardan ilkinde göre temettü tutarı özsermayeye serbest nakit akımıyla aynıdır. İkincisine göre ise özsermayeye serbest nakit akımları temettülerden daha büyüktür ve özsermayeye serbest nakit akımları ile temettü arasındaki fark net bugünkü değeri sıfıra eşit olan yatırımlar için kullanılmaktadır (Üreten, Ercan, 2000:54).

Özsermayeye serbest nakit akımları şu şekilde hesaplanır:

FCFE = Net Kar

+ Amortisman

- Sermaye Harcamaları

- Δİşletme Sermayesi

- Anapara Geri Ödemesi

+ Yeni Borçlar

Bu formülle bulunan serbest nakit akımları, firma bilançosunun kaynaklar kısmından özsermaye sahiplerinin sonsuza kadar elde edecekleri nakit akımlarını gösterir. Bu nakit akımlarının da bugünkü değere indirgenmesi özsermaye maliyeti yani hissedarların beklediği getiri oranı ile olmaktadır (Ercan, 2014:342). İndirgeme ile bulunan değer firmanın özsermaye değerinin, özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile bulunan değeridir. Bu değer firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ile bir hisse senedinin değeri bulunur.

- Firmaya serbest nakit akımları yöntemi: Firmaya serbest nakit akımları yöntemi kullanılarak firma değeri bulunurken, firmaya borç ve özsermaye vererek kaynak sağlayan yatırımcıların, işletmelerin gelecekte yaratacağı tahmin edilen nakit akımları hesaplanmaktadır. Bu hesaplama sonucu elde edilen nakit akımlarının şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilmesi ile borç ve özsermaye sahipleri açısından firmanın toplam değeri bulunur. Elde edilen toplam değerden borçların cari değerleri çıkarıldığında kalan kısım firmanın özsermayesinin toplam değeri olacaktır. Firmanın özsermayesinin yine firmanın toplam hisse senedine bölünmesi ile firmaya serbest nakit akımları yöntemine göre şirketin her bir hisse senedinin olması gereken değeri bulunacaktır (Ercan, v.d., 2003:49).

Firmaya serbest nakit akımları borç öncesi olduğu için borçlanmanın anapara ve faiz ödemeleri ayrılmaz. Diğer yandan, özsermayeye serbest nakit akımları yönteminde borca ilişkin ödemeler hesaplanmalı ve nakit akımlarından düşülmelidir.

Firmaya serbest nakit akımları yönteminde bugünkü değerinin hesaplanabilmesi için kullanılan indirgeme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılmasının nedeni elde edilen nakit akımlarının kaynak sahiplerinin tamamına ait olmasıdır. Bu yöntemde hesaplanan nakit akımları, adi hisse senedi sahipleri, işletmeye borç verenlere ve şirketin imtiyazlı hisse senedine sahip olanlara, bir diğer anlatımla işletmenin tüm alacaklılarına olan nakit akımlarıdır (Damodaran, 2001:40)

Firmaya serbest nakit akımlarının hesaplanması iki yöntemle olmaktadır. Hesaplama özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle şöyledir:

$$FCFF = FCFE$$

+ Faiz Giderleri (1- Vergi Oranı)

+ Anapara Geri Ödemeleri

- Yeni Borçlar

+ İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payları

Bu ilk yöntemde göre alacaklıların tamamına olan nakit akımları toplanmaktadır. Başka bir ifadeyle hissedarlar, borç verenler ve imtiyazlı hisse senedi sahipleri olarak işletmenin tüm yatırımcıları için nakit akımlarının toplamı alınmaktadır.

Firmaya serbest nakit akımları ikinci bir yöntemde de şöyle yapılabilir.

$$FCFF = FVÖK (1 - Vergi Oranı)$$

- (Sermaye Harcamaları- Amortismanlar)

-  $\Delta$  İşletme Sermayesi

Firmaya serbest nakit akımları yönteminde yukarıdaki gibi hesaplanan nakit akımları firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) ile indirgenerek bugünkü değeri bulunur. Bu anlamda bu yöntemde göre firmanın bugünkü değeri şöyle hesaplanabilir:

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g_n)^t} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Son olarak bulunan firma değerinden borçların cari değeri düşülmesi ve firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle bir hisse senedinin değeri bulunur.

#### 4.2.4. Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer Yöntemi İle Tespiti

Küreselleşme ve iş dünyasında artan rekabet, son yıllarda giderek yaygınlaşan şirket birleşmeleri, e-ticaretin kullanımının artması ve teknolojik gelişmelerdeki büyümenin sonucunda, yaratıcı yöneticilere ve yeni yönetsel tekniklere olan ihtiyaç ön plana çıkmaktadır. Bu anlamda geleneksel performans değerlendirme ölçütlerinin yetersiz kalması sonucunda yeni arayışlar ortaya çıkmıştır.

Finansal yönetimde en temel amaç hissedar değerini maksimum kılmak olmasına rağmen, yöneticileri bu amaç etrafında çalışmaya yönlendirecek bir performans sisteminin kurulması oldukça güç olabilmektedir. Bu sistemler genelde firmaların piyasa değeri ve defter değeri arasındaki fark ve artık gelir kavramı ile ilişkilidir. Bu kavram ilk defa 1896 yılında Alfred Marshall tarafından ortaya atılmıştır. Artık kar Marshall tarafından, net kardan yatırılan sermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak faizin düşülmesi ile bulunan bir tutar olduğu şeklinde açıklanmıştır (Ercan, v.d., 2003:69).

Ekonomik katma değer ile firmanın değeri, yatırılan sermayeye geleceğe yönelik oluşturulan katma değer bugünkü değeri toplanarak bulunur. Ekonomik katma değer, tek bir dönemde işletme tarafından oluşturulan değeri ölçer ve şu şekilde hesaplanır (Ercan, 2014:351-352).

Ekonomik Katma Değer= Yatırılan Sermaye x (Yatırılan Sermayenin Getirisi(ROIC)- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC))

Ekonomik katma değer modelinde bir başka hesaplama şu şekildedir.

Ekonomik Katma Değer= NOPLAT- (Yatırılan Sermaye x WACC)

Bu modeldeki ifadeler ise şöyle açıklanır:

ROIC (Return on Invested Capital)= Yatırılan Sermayenin Getirisi

WACC (Weighted Average Cost of Capital)= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Yatırılan Sermaye= Net İşletme Sermayesi+ Duran Varlıklar

Ekonomik katma değer ile firma değerlemesi ise şu şekilde formülize edilebilir:

Firma Değeri= Yatırılan Sermaye + Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri

## 5. Holding Firmaların Değerlemesi ve Buna Yönelik Hipotetik Bir Örnek

Çalışmanın bu kısmında holding firmalarını temsil eden bir örnek üzerinden hipotetik bir örneğin değerlemesi yapılacaktır. Bu anlamda holding firmaların değerinin hesaplanma aşamaları anlamında başlıklar halinde açıklamalar verilecek daha sonra ilgili örneğin değerlemesi yapılacaktır.

Çalışmada holdinglerin değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılacaktır..

### 5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Holding Değerı Hesaplanma Aşamaları

Holdinglerin değerini hesaplayabilmek için holding firmanın yavru firmalarının değerleri indirgenmiş nakit akımları ile hesaplanmış şekilde verilecek ve buradan holding değerine ulaşılacaktır. Bu değerleme işlemi aşamalar halinde verilecektir.

Bu aşamalar için izlenecek süreç aşağıdaki şekildedir:



**Şekil 1:** İndirgenmiş Nakit Akımı Hesaplanma Aşamaları

**Kaynak:** Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). Valuation, 3. Edition, New York: John Wiley & Sons Inc.. p.157.

Şekildeki sıraya göre ilk olarak geçmiş verilerin analizi yapılır. Firma değerlemesi anlamında tecrübeler, her bir firma için kendine özgü gerçeklerinin dikkate alınmasını ve yapılacak her değerlemenin bir diğerinden farklı olacağını söylemektedir. Firmanın geçmiş performansı doğru bir şekilde analiz edilerek geleceğe yönelik projeksiyonlar daha iyi yapılır. Analizde kullanılacak süre anlamında her ne kadar firmaların ömrü sonsuz kabul edilse bile, firmaların nakit akımlarını sonsuza kadar tahmin etmek çok mümkün olmadığından, bu



tahminin belirli bir süre ile sınırlandırılması gerekmektedir. Uygulamaya bakıldığında, bu süre 3-10 yıl arasında değişmektedir. Bu sınırlamaya rağmen analizde bu sürelerin sonunda firma faaliyetine devam edeceği için, bu dönem sonundaki nakit akımlarının bugünkü değeri için devam eden değer (terminal value) hesaplanmalı ve analizin yapıldığı tarihe indirgenmelidir (Ercan, v.d., 2006:27-28)

İkinci aşamada firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bulunabilmesi için, bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin projeksiyonunun yapılması gerekmektedir. Bu anlamda geçmişe yönelik performans analizine göre geleceğe yönelik projeksiyonlar yapılacaktır. Yavru şirketlerin mali tablolarının projeksiyonu yapılırken indirgenmiş nakit akımları hesaplayabilmek için gerekli kalemlerin tahmini değerleri oluşturulmalıdır. Projeksiyon yapılırken nakit akımı tahmininde genellikle satışlar kalemi başlangıç noktası olmaktadır. Değerleme yapılan firma bir banka ise aktifler başlangıç noktası olarak kullanılabilir. Daha sonra Satışlar/Aktifler, Maddi Duran Varlık, Amortismanlar, Faaliyet Karı, Net İşletme Sermayesi oran ve kalemleri hesaplaması yapılabilir. Bunun yanında analizci kendi tecrübe ve düşüncesine göre farklı kalemlerin tahminini de gerekli görebilir.

Üçüncü aşamada sermaye maliyeti tahmin edilmektedir. FCFE indirgemesi yapılması için özsermaye maliyeti, FCFE indirgemesi yapılması için sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu anlamda hesaplamalar CAPM (Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli) ile hesaplanmaktadır. Sermaye maliyeti bir diğer ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, bir firmanın kullandığı toplam kaynakların (uzun vadeli yabancı kaynak+ özsermaye) ortalama maliyeti olarak tanımlanabilir. Sermaye maliyeti hesaplanırken işletmede kullanılan her bir kaynağın maliyetiyle toplam kaynaklar içindeki ağırlığı çarpılır.

Dördüncü aşamada devam eden değer hesaplanmaktadır. Bunu yaparken birtakım varsayımlar kullanılmaktadır. En önemli varsayımlardan birisi de firmanın ömrünün sonsuz kabul edilmesidir. Bu varsayım ile hesaplama yapılırken iki yöntem vardır. Bunlardan birisi nakit akımlarının yüzyıl gibi oldukça uzun bir süre için tahmin edilmesidir. Yüzyıldan daha fazla sürede tahmin edilecek nakit akımlarının indirgenmesi ile bulunacak değerler sifıra yaklaşacağı için süreyi daha fazla uzatmaya gerek duyulmamaktadır. Bir diğer yöntem ise firmanın nakit akımlarını belirli bir dönem boyunca (örneğin 7 yıl) ve bu dönem sonrasını da Gordon modelini uyarlayarak kullanmak şeklindedir. Bu anlamda projekte edilen son yılın sonsuza kadar belli bir büyüme oranıyla büyüyeceği ve indirgeme oranının da aynı kalacağı varsayımlarıyla hesaplama yapılmaktadır.

Beşinci ve son aşamada tüm hesaplamalar birleştirilerek firma değerine ulaşılır ve varsa piyasa değeri ile karşılaştırılır. Holding işletmeler özelinde ise tüm yavru şirketlerin değeri hesaplanarak holding değerine ulaşılır. Holding işletmenin tüm yavru şirketlerinin sanayi ve ticaret firmaları olması durumunda konsolide verilerle değere ulaşılabilir. Fakat sanai firmalar yanında finansal hizmet firmalarına da sahip holdingler gibi sadece bir indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanımı mümkün olmayan bazı durumlarda bu mümkün olamamaktadır. Bu nedenle holdinglerin yapısına göre değerleme değişecektir.

## 5.2. Holding Değerlemesine Yönelik Hipotetik Bir Uygulama

XYZ Holding A.ř. 'nin toplam hisse senedi sayısı 35.500 olup, piyasada 6 TL'den işlem görmektedir. Holdingin halka açık yavru firmalarına ilişkin bilgiler şu şekildedir:

**Tablo 1.** XYZ Holding ve Yavru şirket Verileri

XYZ Holding ve Yavru şirketleri	Hisse Sayısı	GrupSahiplik Oranı	İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değer	Piyasa Değeri
A Ticaret ve Sanayi A.ř.	4.000	40	5	6
B Ticaret ve Sanayi A.ř.	1.300	50	10	10
D Bankası A.ř.	20.000	70	4	3,5
E Hayat ve Emeklilik A.ř.	5.000	65	6	7

Holdingin yavru firmalarından C Ticaret ve Sanayi A.ř. halka açık değildir. XYZ holdingin kendi faaliyet raporunda verdiği bilgilere göre; holding toplam net aktif değerinin %90'ı halka açık şirketlerden oluşmaktadır. Bir diğer ölçü olarak holdingin FAVÖK tutarı içinde halka açıkların oranı %85 olup, yine holdingin toplam hasılatının da %95'ini halka açık şirketler oluşurmaktadır.

Holdingin halka açık şirketlerinin toplam holding içindeki payı; ilgili üç ölçünün ortalaması olan %90'dır. Halka kapalı C Ticaret ve A.ř. 'nin halka açık olmaması nedeniyle değerlerine ulaşılamamış ve indirgenmiş nakit akımlarına göre değeri belirlenememiştir. Bu şirketin değeri belirlenemediği için bahsedilen ölçüler kullanılarak değeri tahmin edilecektir.

Bu bilgilere göre holding değerine şu şekilde ulaşılmıştır:

**Tablo 2. XYZ Holding Değeri Hesaplama Aşamaları**

XYZ Holding ve Yavru Şirketleri	Hisse Sayısı	Grup Sahiplik Oranı (%)	İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değer	İndirgenmiş Akımlarına Holdinge Düşen Değer	Nakit Göre Toplam
A Ticaret ve Sanayi A.Ş.	4000	40	5	8000	
B Ticaret ve Sanayi A.Ş.	1300	50	10	6500	
D Bankası A.Ş.	20000	70	4	56000	
E Hayat ve Emeklilik A.Ş.	5000	65	6	19500	
Toplam				90000	
XYZ Holding Toplam Hisse Sayısı				20000	
Halka Açıklık Dikkate Alındığında Değer				4,5	
XYZ Holding 1 Hisse Değeri				5	

Yukarıdaki tabloda holdingin değerine ulaşabilmek için her bir yavru şirketin indirgenmiş nakit akımıyla bulunan değeri, grup sahiplik oranı ve toplam hisse senedi sayısı çarpılarak kümülatif toplanmıştır. Elde edilen değer 90.000 TL'dir. Bu değer holdingin toplam hisse senedi sayısına bölüldüğünde elde edilen değer 4,5 TL'dir. Bu değer halka açık yavru şirketler ile oluşan değer olup, halka açık olmayan şirketlerin toplam içindeki oranı da bu değer ile hesaplanmıştır. Buna göre halka kapalı şirketlerin ilgili ölçü içindeki oranı olan %10'luk kısmı 0,5 TL olmaktadır. İki değer toplamı XYZ holdingin değerini vermektedir.

XYZ Holding'in 5 TL olarak bulunan değeri 6 TL olan piyasa değerinin altındadır.

## SONUÇ

Firmaların büyümesi ve faaliyetlerinin genişlemesi ile holdingleşme süreci başlamıştır. Bu süreç gelişmiş ülkelerde 1900'lü yıllara kadar uzanmakta, Türkiye'de ise 1960'lı yıllardan itibaren başlamaktadır. Türkiye'de holding denildiği zaman çok güçlü finansal yapılar akla gelmektedir.

Ekonomik gelişmeler, globalleşme eğilimleri ve finans alanında yaşanan gelişmelerin de oldukça büyük etkisiyle şirket türlerinde de değişimler yaşanmıştır. Bu değişimlerden en ilgi çekici olanlarından birisi holdinglerdir. Farklı ülkelerde oluşmaya başlayan holding olgusu kısa zamanda çoğu gelişmiş ülkeyi etkisine almış ve hukuk anlamında düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmuştur. İngiltere ve Amerika ile başlayan düzenleme ihtiyacı, Almanya ile devam etmiştir. Türkiye'de ise Alman hukuk sisteminin etkisiyle düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemelerde Türkiye'ye özgü farklılıklar bulursa da temel konular aynı kalmıştır. Türkiye'deki uygulamalarda holding işletmeler genellikle

anonim şirket olarak kurulmaktadır. Fakat hukuksal anlamda böyle bir zorunluluk bulunmamakta herhangi bir ticaret şirketi olması yeterli olmaktadır.

Çalışmada holdingi temsil eden bir yapının yavru şirketleri ile ilgili varsayımsal örneği verilmiştir. Bu holding yapısını değerlerken yavru şirketlerin her birisinin değerı ile holdingin değerı arasında bir ilişki kurulmuştur. Bu ilişkinin ölçütü net aktif değer, FAVÖK ve hasılat olarak düşünölmüştür. Buna göre bulunan değer piyasa değerı ile karşılaştırılarak bir sonuca ulaşılmıştır. Buna göre analizler sonucu bulunan değer olan 5 TL. yatırımcının gerçek değerı olacaktır. Bunu piyasa değerı olan 6 TL. ile karşılaştıracak ve hisseye yatırım yapmama kararı verecektir.Çalışmada verilen varsayımlar altında değerı tespit eden yatırımcının elinde bu holdingin hisse senedi bulunuyorsa bunu satma yoluna gidecektir. Holdingin değerı 5 TL'nin altına geldiğinde ise portföyünde bu hisse senedine tekrar yer verecektir.

## KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998), Finansal Yönetim, Avcıol Basım- Yayın, İstanbul.
- Aksoy, A., Yalçınar, K. (2013), İşletme Sermayesi Yönetimi, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aksoy, E.E. (2014), Uluslararası Portföy Yönetimi, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aksöyek, İ., Yalçınar, K. (2014), Çözömlü Problemleriyle Finansal Yönetim, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Alpay, G. (1987). Holding Yönetimine Geline.... İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Aydın, N. (1997), Finansal Yönetim, Eskişehir.
- Berger, P.G., Ofek, E. (1995), Diversification's effect on firm value, Journal of Financial Economics,
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). Valuation, 3. Edition, New York: John Wiley & Sons Inc..
- Çevik, O.N. (2002). Anonim Şirketler, Seçkin Yayıncılık.
- Daems, H. (1977). Holding Companies and Corporate Control. In The holding company and corporate control (pp. 65-92). Springer, Boston, MA.
- Damodaran, A. (1994). Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Buch. Wiley.
- Damodaran, A. (2001). The dark side of valuation, valuing old tech, new tech and new economy companies, Canada, 40

- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Inc..153.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., & Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., Ban, Ü. (2014), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E.S., Demirgüneş, K. (2006), *Firma Değerlemesi*, Literatür Yayınları, İstanbul.
- Fazzini, M. (2018). *Business Valuation: Theory and Practice*.
- Frykman, D., Tolleryd, J. (2003), *Corporate Valuation: An Easy Guide to Measuring Value*, Prentice Hall.
- <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf>, Erişim tarihi: 23.10.2018.
- Ildır, A. (2003). *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Pradigma Akademi.
- İnternet: Fortune 500 Global Listesi, <http://fortune.com/global500/> adresinden 14.11.2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: <http://fortune.com/global500/list/> adresinden 14.12.2018 tarihinde alınmıştır.
- İnternet:[https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDPMKTP.CD?view=map&year\\_high\\_desc=true](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDPMKTP.CD?view=map&year_high_desc=true) adresinden 14.12.2018 tarihinde alınmıştır.
- İpekçi, N. (2000). *Holding Şirketler*, İstanbul: İpekçi Yayıncılık.
- Jang, W. S. (2017). Why do Korean Holding Companies Trade at a Steeper Discount to Net Asset Value?. *Case Studies Business and Management*, 4(1), 77.
- Karan, M.B. (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Sariaslan, H., Erol, C. (2008), *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Tekinalp, Ü. (2015). *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Üreten, A., Ercan, M.K. (2000), *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.