



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**HOLDİNG FİRMALARIN DEĞER TESPİTİ VE
BORSA İSTANBUL (BİST) UYGULAMASI**

EŞREF KULOĞLU

**İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

ŞUBAT 2019



**HOLDİNG FİRMALARIN DEĞER TESPİTİ VE BORSA İSTANBUL
(BİST) UYGULAMASI**

Eşref KULOĞLU

**DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

ŞUBAT 2019

EŞREF KULOĞLU tarafından hazırlanan “HOLDİNG FİRMALARIN DEĞER TESPİTİ VE BORSA İSTANBUL (BİST) UYGULAMASI” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından ~~OY BİRLİĞİ~~ / OY ÇOKLUĞU ile Gazi Üniversitesi İŞLETME Anabilim Dalında MUHASEBE-FİNANSMAN Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

İşletme A.B.D., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Başkan: Prof. Dr. Ahmet AKSOY

İşletme A.B.D., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ

İşletme A.B.D., TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN

İşletme A.B.D., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Üye : Prof. Dr. Nildağ Başak CEYLAN

Bankacılık ve Finans A.B.D., Yıldırım Beyazıt Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum

Tez Savunma Tarihi: 25/02/2019

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Figen ZALF

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.


Eşref KULOĞLU
25/02/2019

HOLDİNG FİRMALARIN DEĞER TESPİTİ VE BORSA İSTANBUL (BİST)

UYGULAMASI

(Doktora Tezi)

Eşref KULOĞLU

GAZİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Şubat 2018

ÖZET

Bu çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören holding firmalarının indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre değerlemesi yapılmaktadır. Holding firmaların işlem gördüğü Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD)’nde işlem gören, piyasa değeri en büyük 3 holding firma olan Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ile Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. çalışma kapsamındadır. Bu seçim, holdingin toplam net aktif değeri, satışlar ve FAVÖK (Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) ölçüsünün büyük kısmının halka açık bağlı firmalarından sağlanması durumu dikkate alınarak yapılmaktadır. İlgili firmalardan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş.’nin sanayi ve ticaret sektörünün yanında finansal hizmet sektöründe yer alan bağlı firmaları vardır. Bu nedenle bu holding firmaların değerini tespit ederken hem firmaya serbest nakit akımları hem de özsermayeye serbest nakit akımları yöntemleri kullanılmaktadır. Holdinglerin değerlemesi yapılırken literatürde “Parçaların Toplamı” olarak bilinen yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemde bağlı firmaların değeri hesaplanmakta ve holding sahiplik oranı dikkate alınarak holding değerine ulaşılmaktadır. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.’nin halka açık bağlı firmalarının tamamı sanayi firmalarından oluştuğundan holdingin tek bir firma gibi değer tespiti de yapılabilmektedir. Her bir holding için elde edilen değer ile piyasa değeri arasındaki fark literatürde kabul edilen %13-%15 olan holding iskontosu değeriyle karşılaştırılmaktadır. Böylece ilgili holding hisse senetlerine yatırım yapma kararı verilebilmektedir. Tez çalışmasında holding değerlerinin belirlenmesinin ardından son olarak holdinglerin piyasalarda oluşturduğu duplikasyon etkisi analiz edilmektedir. Tez kapsamında incelenen holdinglerin ve bağlı firmalarının ayrı birer piyasa olması senaryosu ile oluşan duplikasyon yanında tüm holdinglerin topluca BİST’de oluşturduğu duplikasyon da ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Buna göre tez kapsamında incelenen holdinglerin indirgenmiş nakit akımlarına göre belirlenen değerleri ve belirli tarihlerdeki piyasa değerlerine göre Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endeksi’nde oluşturdukları duplikasyon etkisi ortalama yaklaşık % 10’dur. XHOLD Endeksi’nde yer alan holdinglerin tamamı, Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endeksi’nde %16’lık duplikasyon oluşturmaktadır.

Bilim Kodu : 115303

Anahtar Kelimeler : Holding Firma Değeri, İndirgenmiş Nakit Akımları, Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi, Holding İskontosu, Duplikasyon Etkisi

Sayfa Adedi : 170

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

VALUE DETERMINATION OF HOLDING COMPANIES AND BORSA ISTANBUL
(BIST) APPLICATION

(Ph. D. Thesis)

Eşref KULOĞLU

GAZİ UNIVERSITY

GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

February 2018

ABSTRACT

In this study, holding companies traded on Borsa Istanbul are valued using the discounted cash flow method. The three largest holding companies in the market, Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. and Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş., are included in the study. This selection is based on the fact that most of the the total net asset value, sales and EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) of holding measure is obtained from publicly held subsidiaries. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. and Koç Holding A.Ş. have subsidiaries in the financial services sector as well as industry and trade sectors. For this reason, while determining the value of these holding companies, free cash flow to firm and free cash flow to equity methods are used in both companies. Method frequently mentioned in literature as “The Sum of Parts” is used to value the holding companies. In this method, the value of the all subsidiaries is calculated and the holding value is reached by considering the holding ownership ratio. All of the publicly held companies of Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları AŞ. are industrial firms so the holding company can be valued as a single firm. The difference between the value obtained for each holding and their market value is compared to the value of the holding discount, which is shown to be acceptable around 13% -15% in literature. Thus, decision on whether to invest in the shares of these holdings can be made. In this dissertation, besides determining the holding values, the duplication effect of them are analyzed. In addition to the duplication arising from the fact that the holdings and subsidiaries are separate markets, the duplication of all holdings in the BIST is placed forward. Accordingly, the average of 10% of the duplication effect of the holdings in the Borsa Istanbul National All Shares Index is calculated by their determined values according to their discounted cash flows and their market values at certain dates. All of the holdings in the XHOLD Index constitute 16% duplication in the Borsa Istanbul National All Shares Index.

Bilim Kodu : 115303

Anahtar Kelimeler : Value of Holding Companies, Discounted Cash Flow, Borsa İstanbul Holding and Investment Index, Holding Discount, Duplication Effect

Sayfa Adedi : 170

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

TEŞEKKÜR

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında ve lisansüstü eğitimim boyunca bana en büyük desteği veren danışmanım Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a sabrı, anlayışı ve engin bilgi birikimini paylaştığı için en içten teşekkürlerimi sunuyorum. Tezi yazarken beni devamlı motive eden aileme sonsuz teşekkürler. Son olarak tez yazımının yanında diğer akademik konularda da pek çok şey öğrendiğim tüm hocalarıma minnettarım.



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ	xi
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xiii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	xiv
1. GİRİŞ.....	1
2. HOLDİNG FİRMALAR VE KAPSAMI.....	3
2.1. Holding Kavramı.....	3
2.2. Holding Firmaların Avantaj ve Dezavantajları	5
2.2.1. Holding firmaların avantajları.....	5
2.2.2. Holding Firmaların Dezavantajları	7
2.3. Holdinglerin Sınıflandırılması ve Çeşitleri	9
2.3.1. Sermayeleri Yönünden Holding Çeşitleri	10
2.3.1.1. Saf holding	10
2.3.1.2. Karma holding	11
2.3.2. Amaç ve konuları yönünden holding çeşitleri	11
2.3.2.1. Yatay holding.....	11
2.3.2.2. Dikey holding.....	13
3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE HOLDİNGLER	15
3.1. Dünyada Holdingler	15
3.1.1. Holdinglerin dünyada tarihi gelişimi	15
3.1.2. Holdinglerin dünyada yasal durumu ve gelişimi	18
3.2. Türkiye’de Holdingler.....	20

3.2.1. Holdinglerin Türkiye’de tarihi gelişimi.....	20
3.2.2. Holdingin Türkiye’de yasal durumu ve gelişimi	20
3.3. Türkiye’deki Holdingler Hakkında Genel Bilgiler	23
3.3.1. Holding firmaların BİST içindeki yeri ve XHOLD endeksi.....	23
3.3.2. Çalışma kapsamındaki holdingler hakkında bilgiler	28
3.3.2.1. Koç Holding A.Ş.	28
3.3.2.2. Sabancı Holding A.Ş.....	31
3.3.2.3. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	36
4. HOLDİNG FİRMALARIN DEĞERİNİN TESPİTİ.....	41
4.1. Holding Firmaların Değerinin Hesaplanmasına Yönelik Literatür Taraması.....	41
4.2. Değer Kavramı ve Başlıca Değer Kavramları.....	43
4.2.1. Değer kavramı.....	43
4.2.2. Başlıca değer kavramları.....	44
4.3. Firma Değeri ve Firma Değerleme Yöntemleri	48
4.3.1. Firma değeri	49
4.3.2. Değerlemenin kullanım alanları	50
4.3.3. Firma değerleme yöntemleri	54
4.3.3.1. Firma değerinin göreceli değerleme yöntemi ile tespiti	55
4.3.3.1.1. Göreceli değerlemenin aşamaları.....	58
4.3.3.1.2. Göreceli değerlemede kullanılan oranlar	59
4.3.3.1.3. Holding firmaların değeri bulunurken göreceli değerleme yönteminin kullanılması	65
4.3.3.2. Firma değerinin Gordon Modeli ile tespiti	67
4.3.3.2.1. Gordon Modeli varsayımları.....	68
4.3.3.2.2. Holding değeri bulunurken Gordon Modelinin kullanılması	71
4.3.3.3. Firma değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile tespiti.....	73

Sayfa

4.3.3.3.1. İndirgenmiş nakit akımları temel yöntemleri.....	75
4.3.3.3.2. Holding değeri bulunurken indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılması	79
4.3.3.4. Firma değerinin Ekonomik Katma Değer yöntemi ile tespiti	83
4.3.3.4.1. Holding değeri bulunurken ekonomik katma değer yönteminin kullanılması	86
5. BORSA İSTANBUL (BİST)'DE UYGULAMA VE DEĞERLENDİRME.....	87
5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Holding Değeri Hesaplanma Aşamaları.....	87
5.1.1. Geçmişe yönelik performans analizi.....	87
5.1.2. Mali tablo projeksiyonu yapılması.....	88
5.1.3. FCFE ve FCFF'nin hesaplanması	90
5.1.4. Değerin hesaplanması	97
5.2. Borsa İstanbul'da indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile holding değeri hesaplanması uygulamaları.....	97
5.2.1. Uygulama örneği: Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	98
5.2.1.1. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. bağlı firma değerlemesi	98
5.2.1.2. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. Değerlemesi.....	102
5.2.2. Uygulama örneği: Koç Holding	103
5.2.2.1. Koç Holding A.Ş. bağlı firma değerlemesi.....	103
5.2.2.2. Koç Holding A.Ş. değerlemesi	107
5.2.3. Uygulama örneği: Şişecam Holding (Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.)	107
5.2.3.1. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin tek bir firma gibi değerlemesi	108
5.2.3.2. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding şeklinde değerlemesi	110
5.3. Değerlendirme.....	110
6. SONUÇ.....	117

Sayfa

KAYNAKLAR	121
EKLER.....	127
EK-1. Holding ve Yatırım Firmaları İşlem Gördüğü Pazar ve Hisse Senedi Grubu.....	128
EK-2. Holding ve Yatırım Endeksi	130
EK-3. Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları.....	132
EK-4. Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması	137
EK-5. Banka Firmaları Tahmin Dönemi Gelir Tablosu Verileri.....	158
EK-6. Banka Firmaları Faiz Gelirleri ve Faiz Giderlerinin Faiz Marjları ve Gelir Tablosu İçindeki Payları	160
EK-7. Banka Firmalarını Değerlerken Kullanılan Bazı Geçmiş Veri ve Oranlar	162
EK-8. Banka Firmalarının FCFE ve Hisse Değerinin Hesaplaması	164
EK-9. Sigorta Firmaları Projeksiyon Kriterleri	166
EK-10. Sigorta Firmaları Tahmini Gelir Tablosu, FCFE ve Hisse Değeri Hesaplama.....	168
ÖZGEÇMİŞ	170

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. X Holding ve bağlı firmaları verileri	13
Çizelge 3.1. Dünyanın en büyük 10 holding firması	18
Çizelge 3.2. BİST niteliklerine göre firma sayıları	24
Çizelge 3.3. BİST firma sınıflandırması	25
Çizelge 3.4. XHOLD endeksi en büyük firmalar	27
Çizelge 3.5. Koç Holding A.Ş. faaliyette bulunduğu sektörler göre veriler	29
Çizelge 3.6. Koç Holding A.Ş. bağlı firmalarının sektör içindeki yerleri	30
Çizelge 3.7. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. özet finansal verileri	32
Çizelge 3.8. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. faaliyette bulunduğu sektör verileri	33
Çizelge 3.9. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. bağlı firmalarına ilişkin bazı seçilmiş veriler	34
Çizelge 3.10. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. faaliyet kollarına göre Avrupa ve dünyadaki yeri	36
Çizelge 3.11. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. faaliyet kollarının seçilmiş bazı holding değişkenleri içindeki yeri	37
Çizelge 4.1. Denge Yatırım ve Holding A.Ş.'nin göreceli değerlendirme özeti	66
Çizelge 4.2. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin göreceli değerlendirme bilgileri	66
Çizelge 4.3. Denge Yatırım Holding A.Ş.'nin Gordon Modeli değerlendirme verileri	72
Çizelge 4.4. Denge Yatırım Holding A.Ş.'nin Gordon Modeli değerlendirme sonuçları	72
Çizelge 4.5. Polisan Holding parçaların toplamı yöntemine göre değerlendirme detayları	82
Çizelge 4.6. Verusa Holding parçaların toplamı yöntemine göre değerlendirme detayları	83
Çizelge 5.1. Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş., FCFF ve firma değerlemesi	99
Çizelge 5.2. Akbank T.A.Ş. firma değeri hesaplaması	101
Çizelge 5.3. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. değerlendirme detayları	102

Çizelge	Sayfa
Çizelge 5.4. Tofaş Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş tahmin dönemi mali tablo verileri, FCFE ve firma değerlemesi	104
Çizelge 5.5. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. firma değeri hesaplaması.....	106
Çizelge 5.6. Koç Holding A.Ş. değerlendirme detayları	107
Çizelge 5.7. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin tek bir firma gibi değerlemesi	109
Çizelge 5.8. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding olarak değerlendirilmesi.....	110
Çizelge 5.9. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. holdingi ve bağlı firmalarının değeri karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi.....	112
Çizelge 5.10. Koç Holding A.Ş. Holding değeri ile bağlı firma değeri karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi.....	113
Çizelge 5.11. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding değeri ile bağlı firma değeri karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi	114
Çizelge 5.12. Tez kapsamında incelenen holdingler ve bağlı firmaların toplam değerlerinin arasındaki ilişkilerin analizi	115

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. Yatay holding.....	12
Şekil 3.1. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. net aktif değer ve piyasa değeri karşılaştırması.....	32



SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
A.Ş.	Anonim Şirket
BİST	Borsa İstanbul
CAPM	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
NAD	Net Aktif Değer
TDK	Türk Dil Kurumu
XHOLD	Holding Ve Yatırım Endeksi
XUTUM	Ulusal Tüm Endeksi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FCFE	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları
FCFF	Firmaya Serbest Nakit Akımları

1. GİRİŞ

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

20. yüzyıldan itibaren giderek artan bir olgu olarak “holding” kavramı, ekonomide çok önemli bir rol oynamaya başlamıştır. Dünyada büyük çaplı holdinglerin sermaye yönetme anlamında büyük boyutlara ulaşmalarının 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 yapıları 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.

Holding tanım olarak diğer firmaların sermayelerine iştirak eden, bu firmaları kontrol altında tutan fakat kendi bünyesinde üretim ya da ticaret faaliyeti yapmayan anonim ortaklıklardır. Bu genel tanımın yanında holdingler kısaca “Şirketlerin Şirketi” olarak da ifade edilmektedir.

Büyük tutarlı sermayenin daha küçük tutarlı sermayeyle yönetilmesi ana amacıyla holdingler, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de büyük boyutlara ulaşmaktadır. Holdinglerin topluca izlendiği bir endeks olan Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi’nin içerdiği 35 firmanın toplam piyasa değerinin, 328 firmanın olduğu Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endeksi toplam piyasa değerine göre oranı %13,54’tür. Bu anlamda tez kapsamına alınan 3 holding

firmasının ve halka açık bağılı firmalarının, Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların piyasa değeri içindeki oranı ise yaklaşık %29’dur.

Holdinglere yatırım yapanlar, potansiyel yatırımcılar ve diğer paydaşlar için değerlendirme yapılması gereklidir. Holdinglerin yapıları gereği değerlendirme işlemleri oldukça karmaşık olabilmektedir. Bu anlamda tez çalışmasında holding değerlemesine ilişkin farklı değerlendirme yöntemleri üzerinde durulmaktadır.

Tezin burayı takip eden bölümünde holding firmalar, türleri ve sınıflandırılması anlatılmaktadır.

Çalışmanın üçüncü kısmında holdinglerin dünyada ve Türkiye’de gelişimi; tarihsel ve yasal durumları kapsamında incelenmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde öncelikle değer ve değerlendirme kavramları verilmektedir. Daha sonra değerlendirme yöntemleri başlıklar halinde incelenmektedir. Bu bağlamda öncelikle genel olarak firma değerlendirme yöntemleri üzerinde durulmaktadır. İncelenen değerlendirme yöntemleri; göreceli değerlendirme yöntemi, Gordon modeli, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve ekonomik katma değer yöntemidir. Daha sonra bu değerlendirme yöntemleri ile holdinglerin değerlemesine yönelik teorik ve pratik değerlendirmeler yapılmaktadır.

Çalışmanın beşinci bölümünde, holding firmaların değerlemesi yapılmaktadır. Bu anlamda holdinglerin bağılı firmalarının her birisinin değerlendirme yapıldıktan sonra holding değerine ulaşılmaktadır.

Çalışma, altıncı ve son bölümde sonuçların özetlenmesi ile tamamlanmaktadır.

2. HOLDİNG FİRMALAR VE KAPSAMI

Firmalar sürekli daha çok büyümek isterler. Firmaları büyümeye ekonomik sebepler yanında psikolojik nedenler de iter. Firmanın ortakları ve yöneticileri daha yüksek tatmin için daha büyük bir firmaya sahip olmayı ve yönetmeyi isterler. Diğer yandan firmalar ve firma hissedarları açısından iş hayatı, sürekli kazanılması gereken bir oyundur. Yapılan işin başarılması sonucunda toplumda kazanılacak saygınlık ile firma yöneticilerinin tatmini artacaktır. Bu psikolojik sebeplerin yanında firmalar ekonomik nedenlerle de büyür. Firmaların en önemli amaçlarından birisi de varlıklarını sürdürmek ve bu amacı etkileyebilecek tehlikeleri minimum seviyeye indirmektir. Diğer yandan başka önemli bir amaç büyümeyi mümkün olduğunca artırmak ve bunun için gerekli kaynağı bulmaktır. Firmalar hayatta kalabilmek için devamlı büyümeli ve gelişmelidirler. Ancak bu şekilde üretim ve hizmetler daha ekonomik şekilde üretilecek, ürün ve hizmetlerin kalitesi yükseltilecek, üretim ve dağıtım daha etkin bir şekilde yapılabilecektir (Doğan, 1999:49).

2.1. Holding Kavramı

Holding kavramının orijini İngiltere'den gelmektedir. İngilizce'de "to holde" kökünden türetilmekte olup, Türkçe çevirisinin yönetime etken olma ya da elde tutma olduğu ifade edilmektedir (Çevik, 2002:1121). Türk Dil Kurumu (TDK) sözlüğünde holding kelimesi "Ana Ortaklık" olarak tanımlanmaktadır (tdk.gov.tr).

Holding, bir anonim şirketin, başka firma ya da firmaların sermayesine iştirak etmesi amacıyla kurulmasını ifade etmektedir (Okka, 2009:582). Daha geniş bir tanımda holdingler, kendisi ticari ve sınai bir faaliyette bulunmayan fakat kontrol amacıyla diğer firmaların hisse senetlerini satın alan ve hukuken bağımsız olan firmalardır (Akgüç, 1998:932). Bir diğer anlatımla ana firmanın, diğer firma ya da firmaların yönetimini elde etmek için onların sermayelerine iştirak etmesidir. Böylece holdingleşme ile düşük tutarlı sermaye ile büyük tutarlı sermaye kontrol altına alınabilmektedir. Kendisi üretim faaliyetinde bulunmayan holdinglerin amacı bağlı firmaları yönetmektir.

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". Diğer yandan Ticaret Sicili

Yönetmeliği madde 105’te “Bir şirketler topluluğu bir ticaret şirketi ve buna doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan en az iki ticaret şirketinden meydana gelir” denilerek aynı tanım tekrarlanmaktadır. Türkiye’de ise holdinglerin daha çok anonim ortaklık şeklinde kurulduğu görülmektedir. Diğer yandan holdingler herhangi bir ticaret ortaklığı şeklinde de kurulabilmektedir. Bu konuda hukuksal olarak bir engel yoktur (Tekinalp, 2015:618).

Holdinglerin konusu, başka firmaların sermayelerine katılmak ve onların hissedarı olarak getiri sağlamaya çalışmaktır. Böylece sermayesine dâhil olunan firmanın yönetimini kontrol etmektir. Bu bağlamda holdingler, mali güçleri olan sermayedar firmalardır. Holdinglerin sermayesine katıldıkları bağlı firmalar ise, direkt olarak ticaret ve/ veya üretim yapan firmalardır. Bu faaliyeti gerçekleştiren firmalar, yıllık faaliyetleri ile elde ettikleri kârı, aralarında holdingin de bulunduğu ortaklarına aktarmaktadır. Holdingler ise sermayesine katıldıkları firmalardan gelen kârı kendi hissedarlarına dağıtmaktadır. Şirketler grubu içerisindeki holdinge “hâkim firma”, “egemen firma”, “ana firma”, “ana ortaklık” gibi farklı isimler de verilebilmektedir. Holdingin sermaye yatırdığı, sermayesine dâhil olunan firmalar ise “filyal”, “tabi şirket”, “bağlı firma” ya da “yavru firma” gibi adlandırılmaktadır (İpekçi, 2000:1-4).

“Başka firmaların hisse senetlerine sahip olan her firmanın holding” olduğu şeklindeki bir tanım; holdingi, yatırım ortaklığından farklılaştırmaktadır. Bu anlamda yatırım ortaklıklarının yatırım portföyü oluşturarak riski azaltma ve getiriye artırma amacı vardır. Bu sebeple yatırım ortaklıkları, olabildiğince kendi portföylerine uygun hisse senedine yatırım yapmak istemektedir. Amaçları ilgili firmayı yönetmek olmadığı için de bekledikleri getiriye elde ettiklerinde hisseyi elden çıkarmakta ve diğer menkul kıymet yatırımlarına fonlarını aktarmaktadır. Buna rağmen holdingleşmede ise holding firma hisse senedini aldığı firmaya iştirak ederek bu firmaların yönetimini kontrol etmektedir (Akgüç, 1998:933-934, Okka,2009:896).

Bir diğer tanımda holding, diğer firmaların sermayelerine iştirak ederek bu firmaları kontrol altında tutan ve kendisi üretim ve ticaret faaliyetinde bulunmayan anonim ortaklık olarak açıklanmaktadır. Bir anlamda holdingleşme, firmaların büyüme şekillerinden biridir (Okka, 2009:591).

Holding firmaların en belirgin özelliği, diğer firmaların hisse senetlerine sahip olması ile bir çatı kuruluş olmasıdır. Bu birlikteliğe rağmen, hem çatı firma (holding) hem de bağlı firmalar tüzel kişiliklerini devam ettirmektedir. Holding firma bağlı firmaların yönetimi ve kontrolüne sahiptir. Bu egemen olma durumu da sürekli (İpekçi, 2000:4).

Holdinglerin tanımlanmasında yer alacak unsurlar anlamında literatürde bir takım farklı görüşler bulunmaktadır. Sıklıkla kullanılan ve en genel tanımda holding; “Bir firmanın başka firma ya da firmaların sermayesine iştiraki olmasıdır” şeklindedir. Diğer yandan denetim unsurunun tanıma konulması ile iştirakte bulunan fakat denetlenmeyen firmaların bulunması ile bazı firmaların holding gibi görünmesi engellenmektedir. Denetim ölçüsü sayesinde bankaların yanında çeşitli kamu kurumlarının da iştirakleri olmasına rağmen holding olmadıkları söylenebilmektedir. Denetim unsurunun eklenmesi konusunda da bazı çalışmalarda kuşkuya düşülmekte, bazı çalışmalarda diğer firmalar üzerinde fiili olarak denetim yapan firmalar holding sayılmakta, diğerleri ise denetim olanağı olan her firmayı holding olarak göstermektedir. Bu tanımlama ve gelişmeler anlamında holdingin tanımı için “Bir ya da birden fazla firmanın hisse senedini belirli bir miktarda elinde tutarak yönetimi denetleyen ya da etkileyebilen firmadır” denilebilmektedir (İlçır, 2003:218).

2.2. Holding Firmaların Avantaj ve Dezavantajları

Çalışmanın bu kısmında holdingleşmenin avantaj ve dezavantajları başlıklar halinde incelenmektedir.

2.2.1. Holding firmaların avantajları

Holding firmalar dünyada ve Türkiye’de yaygın kuruluşlardır. Bir firmanın holdingleşmesinin bazı avantajları şunlardır (Akgüç, 1998:933-941, Okka, 2009:593-594):

- Holding firmalar diğer firmaların paylarını tamamen satın alarak ya da onlara iştirak ederek bu firmaların mülkiyetlerine tamamen veya kısmen sahip olmaktadır. Bu anlamda holding, küçük tutarlı sermaye ile büyük tutarlı sermayeyi kontrolü altına alan yapıdır. Holdingleşme ile firmalar sektörde daha da etkili olmaya çalışmaktadır. Holdingin bağlı firmasının sermayesinin %50’sinden fazlasına sahip olması, onu mutlak olarak kontrol ettiğini göstermektedir. Diğer yandan holding firma, bağlı firmanın %10-20 gibi düşük

oranlı hissesine sahip olsa bile bağılı firmanın hisseleri, sermaye piyasalarında yaygın şekilde alınıp satılıyorsa, sermayenin tabana çok yayılması gibi bazı durumlarda bağılı firma kontrol edilebilmektedir.

- Holding yapısının yatay ya da kademeli olması ile holdingleşmenin etkisi değişmektedir. Yatay bir holding yapısında bağılı firma doğrudan doğruya ana firmaya bağılıdır. Kademeli holding yapısında ise, ana firmanın başka holdingleri ve o holdinglerin bağılı firmalarını da kontrolü mümkün olmaktadır. Bu durumda iştirak edilen firmalar kümülatif olarak holdingin değerini etkilemektedir.

- Holdingleşme ile kaldıraç etkisi kullanılmakta ve holdingin kârı normalden fazla olabilmektedir. Diğer yandan iştiraklerden gelen kâr rakamları için tekrar vergi ödenmemektedir.

- Holding firma birden çok firmayı kontrol ederek birden çok sektöre girmiş olmaktadır. Böylece işletme ve finansal risk, portföy etkisi ile dağıtılmakta ve azaltılmaktadır. Diğer yandan holding firma yapısında yer alan firmalar hukuken bağımsız oldukları için herhangi bir firma zorda kaldığında diğer firmalar bu durumdan etkilenmemektedir.

- Holdinglerin bağılı firmalarının hukuki olarak bağımsız olmaları ile daha etkin çalışmalarının da önü açılır. Diğer yandan holding firmalar arasında fon ve kaynaklar etkin kullanılmaktadır. Böylece ölçek ekonomilerinden yararlanılarak sabit giderler ve maliyetler azaltılmakta ve ürün portföyü arttırılmaktadır. Diğer yandan pazarlama faaliyetlerinde etkinlik de artmaktadır.

- Holdinge bağılı firmaların verimliliklerinin kontrolü, yardımlaşmaları ve birbirleriyle etkileşimleriyle bu firmaların hayatta kalmaları, kârlarının artması ve büyümelerinin sürekli olması sağlanmaktadır.

- Holdingin tek bir yönetimi olması ile yatırımların birbirleriyle koordineli olması sağlanır. Böylece verimsiz ve gereksiz yatırımların yapılmasını engellenmektedir. Holdinge bağılı firmaların yapacakları yatırımları, holding ve diğer bağılı firmaların desteklemesiyle yatırımların yapılma ihtimali artmakta ve kârlılıkları yükselmektedir.

- Holdingler daha çok finansman anlamında başarılı sayılabilirler. Holdinglerin piramit şeklindeki yapısıyla ana firmanın bağlı firmalar arasında koordinasyon görevini üstlenmesi ve bir bağlı firmadaki fazla fonun ihtiyacı olan diğer bağlı firmalarca kullanılması sağlanmaktadır. Böylece holding yapısında etkin bir fon yönetimi sistemi kurulmakta ve atıl fon kalmamaktadır. Diğer yandan büyük bir yapı olarak kredi veren kurumlara karşı kredidibilitesi yüksek bir firma olarak holding firmalar, bağlı firmaların tek başlarına sağlayamayacakları avantajları yakalamaktadır.

- Holding firmalar piyasadan daha nitelikli eleman bulabilmekte ve işçi sendikalarına karşı daha güçlü olarak avantajlı olabilmektedir.

Bir diğer anlatımla ve daha özet olarak holdingleşmenin faydaları şöyledir (Kiper, 1996:397):

- Holding sistemi ile bağlı firmaların sorunları bir merkezden çözüme kavuşturulmaktadır. Bu anlamda holdingler, bağlı firmalarının çağdaş işletmecilik anlamında yönetilebilmeleri için teknik, mali ve yönetsel anlamda ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir.

- Holdinge bağlı firmanın verimliliği artırılması için tüm iç ticaret, ihracat ve ithalat gibi faaliyetler holding bünyesinde yürütülebilmektedir.

- Holding sistemi içerisinde yer alan firmaların finans kuruluşlarından alacakları krediler için verilecek teminat daha kolay verilmekte ve böylece kaynak maliyeti düşürülmektedir.

2.2.2. Holding Firmaların Dezavantajları

Holding firmalar bu avantajlarının yanında bir takım dezavantajları da vardır (Akgüç, 1998:941-945, Okka, 2009:594-595):

- Aşağı doğru yüksek oranda piramitleşme olursa holding firma, bağlı firmaların kâr ve zarar durumundan büyük oranda etkilenmiş olacaktır.

- Holdingin bağılı firmaların ortak ve yöneticileri holding yapısını içselleştirmezlerse holding aleyhine bir takım engeller çıkarabileceklerdir. Bu nedenle firmaların performansları olumsuz şekilde etkilenecektir.

- Holding firma, holdingleşmenin getireceği avantajlarla piyasada tekelleşirlerse, bu durum toplumun tepki vermesine neden olabilmektedir.

- Holding firma, çıkarları doğrultusunda kontrolü altındaki firmalara birtakım kısıtlar ve yönlendirmelerde bulunursa, bu firmalarda bazı rahatsızlıklar ortaya çıkabilmektedir. Bu kısıtlamalar üretim, satış ya da yapacakları yatırım konularında olabileceği gibi, bazı hizmet ve malların, holdingin kontrolü altındaki firmalara pahalı veya ucuz verilmesi ve bu yolla firmalar arasında kâr transferi yapılması şeklinde de olabilmektedir.

- Holdinglerde sıklıkla görülebileceği gibi bağılı firmaların belirli kişiler tarafından yönetilmesi durumunda holding olumsuz etkilenebilecektir. Diğer yandan holdingin bağılı firmaları vasıtaıyla sermayenin yüksek gösterilmesi ve konsolide edilen sermayenin ise aslında düşük olması bir anlamda aldatmacadır.

Holdingin dezavantajları ya da sakıncaları daha genel hatlarıyla şöyle de sıralanabilmektedir (Kiper, 1996:397-398):

- Holding sistemi içinde holding piramidinin en üstündekilerin, yönetimde ve kârda daha fazla avantajı vardır.

- Holding sisteminde sermayeye egemen olanlar, bağılı firmaları ve bunların varlıklarını yeniden değerlendirme yaptırma yoluyla yükselterek yatırım yapanları yanıltabilmektedir. Yatırım yapanlar güvenilir bir araca yatırım yapmak istemektedir. Fakat bu şekilde gerçek durum kendilerinden saklanabilmektedir.

- Holding sistemlerinde holdingin bağılı firmalar için yaptığı hizmetler, bu firmalara yüksek bedellerle transfer edilebilmektedir. Bu durumda bu yüksek tutarlar nedeniyle bağılı firmaların ürettiği ürünlerin maliyetleri artmaktadır. Bu nedenle holding sistemindeki firmalar arasında yapılacak işlemlerden kaynaklanan kârların, gerçek kâr olup olmadığı ülkelerin yasalarında farklılaşmaktadır.

- Holding içindeki bağılı firmalar yeterince kâr dağıtmamaya, amortisman ve karşılıkları gereğince ayırmamaya sürüklenerek zor durumda bırakılabilmektedir.

- Ana firmanın mali sorumluluğu sermaye payı ile sınırlı olsa da bağılı firmaları üzerindeki yetkisi bu sorumluluğuna göre daha yüksektir. Holding sistemi içerisinde bu sorumluluk bağılı firmalara aktararak güvensiz bir ortam da ortaya çıkabilmektedir.

2.3. Holdinglerin Sınıflandırılması ve Çeşitleri

Holding firmaları sınıflandırırken bir takım ölçütler kullanılır. Bunlardan biri holdinglerin bağılı firmalarına sağladıkları hizmet ölçütüdür. Bir holding bağılı firmalarına temel anlamda mali hizmet sağlarsa “mali holding firması”, yönetim hizmeti sağlarsa “yönetim holding firması” olarak adlandırılmaktadır. Holding firmaları sınıflandırmada başka bir ölçütün holding firmaların piramit sistemi içerisindeki yerleridir. Örnek olarak, sinai firmalar ve demiryolu sektöründeki firmalarda basit bir piramit sistemi vardır. Bu basitlik, holding firmanın direkt olarak bağılı firmalarını kontrol etmesi şeklindedir. Diğer yandan kamu hizmeti gören holding firmalardaki sistem, diğer holdinglere göre daha karmaşık olabilmektedir (İldır, 2003:218).

Holdingler çalışma biçimlerine göre de sınıflandırılabilirler. Bu ayrımında holdingler, tam ve karma holding olarak ikiye ayrılmaktadır. Tam holdingler, kendileri faaliyette bulunmadıkları halde bağılı firmaları denetlemeyi ve kontrolü amaçlamaktadır. Karma holding yapısında ise holding firma, bağılı firmaların ortağı olup kendileri de belirli faaliyetlerde bulunmaktadır (İldır, 2003:218).

Holdinglerde bir diğer sınıflandırma ise amaçlarına göre yapılmaktadır. Buna göre yatırım holdingleri ve yatırım ortaklığı kavramları açıklanmalıdır. Yatırım holdinglerinde bağılı firmalara yapılan yatırımın tutarı ve özelliği ile bu firmaların yönetimleri ve denetimlerinde direkt söz sahibi olunmaktadır. Bu türde amaç, holdingi yönetirken alınan kararlarda direkt ve merkezi bir sistem kurmaktır. Yatırım ortaklığında ise işletmecilik yapılmamakta, tasarruf sahiplerinden toplanan fonlar menkul değerlere yatırılmaktadır. Bu anlamda yatırım ortaklıkları yatırım holdinglerinden farklılık göstermektedir. Hissesine sahip olduğu firmaları yönetme amaçları olmayan yatırım ortaklıklarının ana amacı hisse senedi portföyü kurmak olup denetim işlevi ikincil amacıdır. Holding firmalarda ise portföy

daha dardır ve yüksek denetleme vardır. Batıda, yatırım holdingleri ve yatırım ortaklıklarının özelliklerini birlikte taşıyan firmalar görülmekle birlikte Türkiye’de tasarrufların birikmesi ve aile denetimi şeklinde şirketleşmeden kaynaklı, daha çok yatırım holdinglerinde yoğunlaşma görülmektedir (Alpay, 1987:6-7).

Salkım holdingler ya da farklı bir adıyla piramit holding kavramında holdingin altında yer alan firmalardan oluşan topluluk ifade edilmektedir. Piramitteki sivri nokta ile topluluğun tepedeki hâkimi ifade edilirken, aşağıdaya doğru inildikçe kademelerde ara ana firma/ara hâkim firmalara ulaşılmaktadır. Piramit benzetmesinde zayıf taraf, bağlı ortaklık ve teşebbüslerin belli olmamasıdır. Diğer yandan bunun tersine çevrilmiş bir üzüm salkımında bağlı ortaklık ve teşebbüsler üzüm tanelerine benzer şekilde belirgindir. Holdingin her zaman düzenli bir piramit ya da salkım şeklinde olması gerekmemektedir. Tek veya iki sıra zinciri andıran ya da genişledikten sonra daralan holding yapıları da bulunmaktadır (Tekinalp, 2015:618-619).

Holdingler başka şekilde de tanımlanmaktadır. Bunlar; bağlı firmaların farklı ülkelerde kurulması ile oluşan “çok uluslu- milletler arası holdingler”, kamu otoritesi ve kanunlar ile kamu iktisadi teşekkülleri, bunların bağlı firmaları ile oluşan “kamu holdingleri” dir.

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

2.3.1. Sermayeleri Yönünden Holding Çeşitleri

Sermayeleri yönünden holdingler saf ve karma holding olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.3.1.1. Saf holding

Holdingin sermayesi ile sağlanan fonların diğer firmaların hisse senetlerinin alımına yatırılması ile saf holding meydana gelmektedir. Saf holdinglerin asıl amacı başka firmaların yöntemine katılmaktır. Bu anlamda saf holdingler sermayesine katıldığı firmaları yönetmek amacıyla kurulmaktadır (Çevik, 2002:1126). Diğer yandan saf holdingin kendisi ayrıca üretim faaliyetinde bulunmamaktadır. Saf holdingler portföyündeki firmaları yönetmekten başka bir işlev üstlenmemektedirler (İpekçi, 2000: 24-26).

Bir saf holding; hisse senetlerine sahip olduğu çeşitli firmaları piyasa tekel kurmak için denetlemezlerse ekonomiler için yararlıdır. Fakat holding firma, yönetimine sahip olduğu bağılı firmaları, piyasada rekabeti azaltacak ya da engelleyecek şekilde denetliyorsa ekonomi için zararlıdır(Kiper, 1996:398).

2.3.1.2. Karma holding

Karışık holding olarak da adlandırılan bu holding çeşidinde, holding hem kendi adına üretim yapmakta hem de başka firmaların sermayelerine iştirak etmektedir. Bu türdeki yapılarda holdingler diğ er firmaların hisse senetlerini satın alarak bu firmaların yönetimlerinde söz sahibi olmaktadır. Ayrıca karma holdinglerin kendilerine özgü faaliyet konuları da mevcuttur (İpekçi, 2000:26).

Karma holding türünde sahip olunan diğ er firmalar, holdingin amaç ve konusunu geliştirmek ya da tamamlamak için kullanılmaktadır. Bu anlamda holding bağılı firmalar denetim altına alarak maliyeti daha düşük ve nitelikte ürün piyasaya sürmektedir. Bu durum eğer rekabeti toplum yararına artırırsa faydalı olmaktadır. Diğ er yandan holding, bağılı firmalara üretimde kullanılan yardımcı üretim malzemeleri rekabetini ortadan kaldırmak ya da kısıtlamak amacıyla ortak olursa topluma zararlı bir durum ortaya çıkmaktadır (Kiper, 1996:399).

2.3.2. Amaç ve konuları yönünden holding çeşitleri

Amaç ve konuları yönünden holdingler, yatay ve dikey holdingler olarak ikiye ayrılmaktadır.

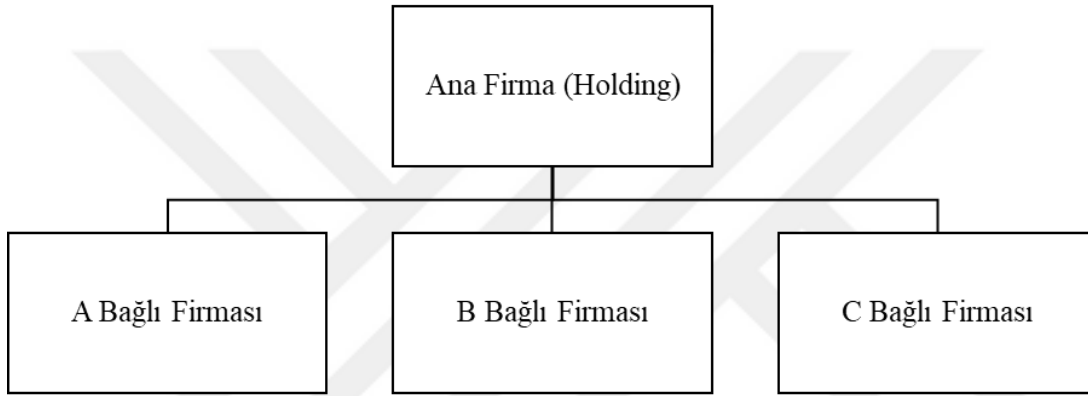
2.3.2.1. Yatay holding

Bir veya daha fazla sektörde faaliyet gösteren diğ er firmalar üzerinde denetim ve kontrol sağlayacak hisse senedine sahip olan firmalara yatay holding adı verilmektedir.

Yatay holding sisteminde belirli alanlarda faaliyette bulunacak bağılı firmalar kurulmaktadır. Yatay holdinglerin oluşturulmasının sebepleri temel olarak şu şekilde sıralanabilmektedir (İpekçi, 2000:26):

- Sermaye birikimini sağlaması,
- Ülkede belirli alanlarda faaliyet olanaklarını artırmasıdır.

Holdinglerin kendi tüzel kişilikleri vardır. Ana firma sayılan holding, kontrolü altında tuttuğu bağlı firmaları kontrol, yönlendirme ve denetleme anlamında yetkilere sahiptir. Holding firmanın gelişmesi yatay veya kademeli olabilmektedir. Holding firma organizasyon yapısına ilişkin yatay holding basit anlamda Şekil 2.1’de gösterilmektedir:



Şekil 2.1. Yatay holding

Kaynak: Okka, 2009:591-592.

Yukarıdaki basit yapıdaki örnekte, ana firmanın kontrol ettiği 3 bağlı firmaların 1’er milyar TL sermayesi olsun. Ana firmanın sermayesi de 500 milyon TL olsun. Bu durumda bu küçük ölçekli holding sisteminde ana ortaklığın 500 milyon TL sermaye ile 3 Milyar TL’lik bir sermayeyi kontrolü altına aldığı görülmektedir. Holdinge bağlı firmaların sayısı ve büyüklükleri artınca holding daha güçlü hale gelebilmektedir.

Firma yapısı yukarıda açıklandığı gibi yatay olabileceği gibi daha kompleks yapıda yani Kademeli Holding olarak da yapılandırılabilir. Buna ilişkin bu yapının daha iyi anlaşılması için bir örnek verilmektedir.

Örnekte X Holding’in bağlı firmalardaki ortaklık payı %60’tır. Holding ve bağlı firmalara ilişkin aşağıdaki veriler kullanılmaktadır.

Çizelge 2.1. X Holding ve bağlı firmaları verileri (Bin TL.)

X Holding 1.800	A Firması 1000	E Firması 250	K Firması 200	
		F Firması 550	L Firması 400	
	B Firması 750	G Firması 500		
		H Firması 150	M Firması 350	P Firması 400
	C Firması 450	I Firması 200	N Firması 100	
	D Firması 500			
	E Firması 300	J Firması 550		

Yukarıda verilen örneğin organizasyon yapısı aşağıda gösterilmekte ve bu bir Kademeli Holding yapısının örneğidir. Örnekte yer alan X holdingi, 16 firma ve 6.650.000 TL'lik bir sermayeyi yönetmektedir.

2.3.2.2. Dikey holding

İşletmenin faaliyet konusunun, misyonunun geliştirilmesi ve tamamlanması için yardımcı firmalar oluşturulması ya da bu tip firmaların hisse senetlerine sahip olunması ile dikey holding firma kurulmaktadır. Batılı ülkelerde bir üretim dalının farklı bölümlerinde yer alan firmaların kontrolünü ele alan firmaya dikey holding denilmektedir. Dikey holding sisteminde tek bir üretim alanında faaliyette bulunmaktadır. Bu üretim alanı için hammadde ve ara mamulü tedarik etmek, üretimi sağlamak, pazarlama faaliyetlerinde bulunmak için holdinge bağlı firmalar kurulmakta ya da hisse senetlerine sahip olunmaktadır (İpekçi, 2000:26).



3. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE HOLDİNGLER

Firmaların birbirleriyle birleşerek büyümeleri ilk defa Amerika'da görülmüştür. Bu nedenle holdinglerin Amerikan tipi kuruluşlar olduğu söylenebilmektedir (Ildır, 2003:219).

Son yıllarda tüm dünya ile birlikte Türkiye'de de gelişmelerine tanık olunan holdinglerin organizasyonu, yapı ve süreçleri ülkeler arasında 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 bütünleştirmekte ve insan kaynakları anlamında koordinasyonunu sağlamaktadır (Alpay, 1987:1)

Holdingleşmenin dünyada ve Türkiye'de tarihi gelişimi, ekonomi içindeki yeri ile yasal düzenlemeler bu kısımda başlıklar halinde incelenmektedir.

3.1. Dünyada Holdingler

19. yüzyılın ikinci yarısı ile 20. yüzyılda gelişen ticaret hukuku anlayışı ile anonim şirketler ön plana çıkmaya başlamıştır. Ardından anonim şirketler sermaye piyasalarındaki gelişimi izleyerek kamuya açık hale gelmişlerdir. Daha önceki bölümde bahsedildiği gibi firmaların bütünleşme içine girmeleriyle holding yapılarının oluşmaya başlaması da bu dönemde olmuştur. Bu yapılar ülke sınırlarının dışına çıkarak uluslararası firmaları ya da holdingleri doğurmaya başlamıştır. Bu gelişim ile firmaların büyümesi ve ekonomilerdeki üretim etkinliklerinin artışı sağlanmaktadır. Bu anlamda holdingin dünyada tarihi gelişimi ve genel bilgiler bu kısımda verilmektedir.

3.1.1. Holdinglerin dünyada tarihi 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 firmanın (parent company) birden çok bağlı firma (subsidiaries) yönetimine etkin bir oranda katılmasıdır (Alpay, 1987:2)

Amerika’da holding firma oluşumunda bazı temel faktörler bulunmaktadır. Bu temel faktörlerin büyük firmaların oluşumunda etkisi oldukça önemlidir. 19. yüzyılın ilk yıllarından itibaren batı nüfusunun gelişmesi, ulusal demiryolu ağının inşaatı ve giderek artan bir kentsel pazar gelişimi bu faktörlerdendir. Bir diğer temel etken olan içten yanmalı motor ve elektriğin bulunması ile iki yeni güç devreye girmiştir. Böylece sanayi ve ulaştırma sektörleri, özellikle kimya ve fizik uygulamaları gibi doğa bilimlerinin uygulamaları gelişmiştir (Chandler, 1959:2).

Amerika’da Batı nüfusunun gelişmesi ile 1815 yılından 1850’lere kadar çeşitli iş inovasyonları oluşmuştur. Demiryollarının inşası 1850’lerden 1870’lerin sonuna kadar temel itici faktör olmuştur. Bunun sonucu olarak ulusal ve kentsel piyasanın gelişmesi 1870’lerden 1900’lerin başına kadar gitmektedir. Son olarak elektriğin ve içten yanmalı motorun 1900’lerden 1920’lere kadar yaygınlaşması ile sistematik ve kurumsal araştırma-geliştirme çalışmaları başlamıştır (Chandler, 1959:2).

Holding firma tipinde oluşumlar 1800’lü yıllarda Amerika’daki demiryolu firmalarının birleşmesi ile ortaya çıkmıştır. 1832’de Maryland eyaleti, “Baltimore and Ohio Railroad” firmasının “Washington Branch Road” nin hisse senetlerinin bir kısmını almasına izin vermiştir. Ayrıca 1853’de, Pennsylvania Railroad firmasına özel bir kanunla diğer firmaların hisse senetlerini alma imkanı verilmiştir. Böylece holdingleşmeye yönelik ilk adımlar atılmıştır (İldır, 2003:219).

Önceki kısımlarda açıklanmış olan tam holding ya da saf holding tipi, Amerika’da 1868’de kurulmuştur. 1972’ye kadar özel kanunlarla 40’a yakın holding firma meydana gelmiştir. Bu holdingleri diğer firmaların hisse senetlerini satın almada sınırsız hakka sahip olmuşlardır. Bu şekilde kurulmuş olan holding tipi firmaların özel yasalar yoluyla meşrulaştırılmasının yanında hem eyalet hem de federal anlamda yapılan kanunlarda, bir firmanın diğer bir firmanın paylarını satın alamayacağı şeklinde hükümler de getirilmişti. Diğer yandan holdingleşme yoluyla büyüme gerçek anlamda 1888 yılında New Jersey Şirketler Yasası’nın firmalara diğer firmaların paylarını kanuni duruma getirmesiyle olmuştur. Bu yasa ile birçok firma holdingleşmiş ve A.B.D.’nin diğer eyaletlerinde bu şekilde yasal değişikliklere sebep olmuştur (İldır, 2003:219).

Holdingler 20. yüzyılın ilk yarısında Amerika, Almanya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Belçika’da büyük bir gelişim kaydederek piyasada büyük bir hâkimiyet kurmuştur (Daems, 1978). Amerika’da özellikle 20. yüzyıl boyunca çeşitlendirilmiş firmaların birleşiminden oluşan yapılar ortaya çıkmıştır. 1920’li yıllar boyunca, Dupont ve General Motors farklı sektörlerden oluşan yapıların oluşumunda başrol oynamışlardır. 1950 yılında Celler-Kefauver yasası ile aynı sektörde yatay ve dikey büyüme anlamında rekabeti azaltabilecek satın almalar yasaklanmıştır. Bu nedenle firmalar farklı sektörlerde satın almalara odaklanmaya başlamıştır. Bu da 1960’ların sonundan ve 1980’li yılların başına kadar holding yapıların gelişmesini hızlandırmıştır. 1980’li yıllarda farklı sektörlerde yer alan firmalara sahip olarak büyüme anlamında “portföy firma” modeli firmaların büyümesi için bir strateji olmuştur. Bu büyüme modeli 1980’ler boyunca etkisini sürdürmüştür. Bu etkinin bir yansıması olarak bu yıllarda Fortune 500 en büyük firmaları listesinin %75’inden fazlası satışlarını bir sektörden daha fazlasına yapmıştır (Davis, Diekmann, 1994:547)

Bununla birlikte 1980’ler boyunca holdingleşme yerine kurumsal uzmanlaşmaya geri dönüş tartışılmaya başlanmıştır. Buna göre firmaların çeşitlendirme yapması değil bireylerin yapmasının daha doğru olduğuna ilişkin bir fikir gelişmiştir. Finansal anlamda bu fikir geliştikçe holdinglerin farklı sektörlerdeki iştiraklerini satması ve temel faaliyetlerine dönmesi süreci başlamaktaydı. Bu süreç ile birlikte yapılan değerlendirmelerde, Amerikan iş dünyasının uluslararası rakipleriyle rekabette geri kalmasında en büyük sebebin holdingleşme olduğu söylenmekteydi. Böylece 1980’lerin sonundan itibaren sadece küçük bir firma grubu ilişkisiz çeşitlendirme stratejisini devam ettirdi. Böylece “portföy firma” modeli Amerika’da büyük oranda terkedilmişti (Davis, Diekmann, 1994:548).

Holding firmaların 1980’li yılların sonundan itibaren bir miktar azalan önemine rağmen etkileri halen devam etmektedir. Dünyanın en büyük şirketlerinin listelendiği Fortune 500 listesindeki holding firmalar 2017 yılı itibariyle 33 tanedir. Bu firmaların ünvanlarında “Holding” ya da “Holdings” olması durumu dikkate alınmaktadır. General Electric firması gibi ünvanında bu ünvanların olmadığı fakat bazı kaynaklarca holding sayılan firmaların ayrıştırılması burada yapılmamaktadır. Diğer yandan “Banka Holding Firması” olarak nitelenen “HSBC Holdings” gibi firmalar da bu kapsam dışında tutulmaktadır. Buna göre Fortune 500 listesindeki en büyük 10 holding şunlardır:

Çizelge 3.1. Dünyanın en büyük 10 holding firması

Firma Adı	Hasılat (Milyon \$)	Fortune 500 Sırası
Japan Post Holdings	116,616	45
Express Scripts Holding	100,065	61
Huawei Investment & Holding	89,311	72
SK Holdings	83,544	84
JXTG Holdings	76,629	99
Itau Unibanco Holding	66,287	133
Dai-ichi Life Holdings	63,522	145
Auchan Holding	60,028	156
Seven & I Holdings	54,217	179
Tokio Marine Holdings	48,731	209

Kaynak: Fortune 500 Global Listesi, <http://fortune.com/global500/> adresinden 14.11.2018 tarihinde alınmıştır.

Yukarıdaki çizelgede görüldüğü gibi holding firmalar hasılat büyüklükleri olarak dünya ekonomisi içerisinde önemli bir yerdedir. Koç Holding de Fortune 500 listesine girebilen tek Türk firmasıdır. Bu listeye 435. sıradan giren Koç Holding'in hasılatı 27,108 milyon \$'dır.

Dünyada holdingler bazı farklı kaynaklardan incelendiğinde firma ünvanında “holding” ya da “holdings” olmasa da holding sayılan firma sayısının oldukça fazla olduğu görülmektedir (en.wikipedia.org/wiki/List_of_conglomerates). Buna göre en büyük holding yapıları Toyota Motor, Volkswagen, Samsung Electronics ve Daimler olarak sıralanmaktadır. Diğer yandan bu firmalar kendileri de üretim yaptıkları ve kendi markaları ile satış yaptıkları için yani “saf holding” olmadıkları için çalışma kapsamı dışında tutulmaktadır.

3.1.2. Holdinglerin dünyada yasal durumu ve gelişimi

1948 ve 1967 yıllarında İngiltere sermaye firmalarını hukuksal anlamda düzenleyen “Companies Act” kanunu holdinglere ilişkin yapılan temel düzenlemelerden sayılmaktadır. Özellikle 1976 yılında yapılan kanun ile firmanın faaliyetleri kamuya açıklanma anlamında düzenlenmiş, bağımsız denetim elemanlarının yetkileri artırılmış ve bağlı firmaların muhasebe kayıtlarını direkt inceleme yetkisi verilmiştir. Bağımsız denetim ve muhasebe personelinin bir yıl için seçimi gibi önemli değişiklikler bu yasayla getirilmiştir (İpekçi, 2000:82).

Avrupa’da holdingler anlamında yapılan hukuksal çalışmalar ve Avrupa Ekonomik Topluluğunun üye ülkeler seviyesinde yakınlaştırma çabaları, 1968 yılında birinci direktif ve ardından konseye sunulan 6 direktif ile önemli bir seviye elde etmiştir. Bu direktifler Avrupa Ekonomik Topluluğunun en üst organı Konsey’e sunulsa da, bunlardan sadece 4. Direktif 1978 yılında kabul edilmiştir. Konseye sunulan ama kabul edilmeyen 7. Direktifte holding hesapları düzenlenmiştir. Bu hesapların oluşumunda daha çok Alman hukuku etkisi görülmektedir. 7. Direktifin kabul edilmemesi nedeniyle holding firmaların kabul edilen 4. Direktifteki hangi hükümleri uygulayacağı belirtilmiştir. Buna göre holdinglerin yıllık hesapları; bilanço, kâr ve zarar hesabı ve eklerden meydana gelmektedir. Eklerde ise holding-bağlı firma ilişkileri gibi holdingle ilgili önemli noktaların açıklanması gerektiği söylenmektedir. Diğer yandan 4. Direktifte denetçilerin, holdinglerin yıllık hesapları ve çalışma raporlarını arasında uygunluğu incelemekle görevli olduğu söylenmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri’nde her eyaletin ayrı birer hukuk sistemi mevcuttur ve federal bir şirketler kanunu bulunmamaktadır. Bu anlamda Amerika’da İngiliz sisteminde egemen olan idareye hâkimiyet esası bulunmamaktadır. Ayrıca, kamu hizmeti gören firmaların holdingler kurarak uygunsuz işler yürütmesine tepki olarak hazırlanan federal bir yasa yürürlüğe girmiştir. 1935 yılında “Public Utility Company Act” adıyla hazırlanan yasanın, toplum aleyhine işleyen sistemleri temizleme işlevi bulunmaktaydı. Bu anlamda yasada özellikle holding ve bağlı firmaları arasına bir ya da iki ek kademenin girmesi veya hisse senetlerinin karşılıklı olarak elde tutulması gibi durumlara karşı olan hükümler bulunmaktaydı. Buna göre yasada görevlendirilen komisyona, firmaların hangi durumlarda holding sayılmasını belirleme yetkisi verilmiştir. Buna göre komisyon “idareye hakim olacak şekilde etki edebilme” ana ilkesinden yararlanarak bu yetkiyi kullanmıştır (İpekçi, 2000:5).

A.B.D. bankacılık alanı için ise federal bir yasa ile bankaların bankacılık dışında işler yapan firmalar kurması yasaklanmıştır. Çeşitli eyaletlerde ise bankaların diğer bir bankanın sermayesine katılması temelde kabul edilse bile, bu katılmanın bağlı şirketin sermayesinin %50’sinden fazla olmaması ölçüsü getirilmiştir (İpekçi, 2000:5).

3.2. Türkiye’de Holdingler

Holding firmaların Türkiye’de gelişimi; ekonominin ve ticaret hukuku ile diğer düzenlemelerin değişimi ve gelişimi ile ilişkilidir. Bu anlamda bu kısımda holdinglerin Türkiye’de tarihsel gelişimi, yasal durumu, finansal sistem içindeki yeri; hem genel olarak hem de tez konusu holding firmalar özelinde incelenmektedir.

3.2.1. Holdinglerin Türkiye’de tarihi gelişimi

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

Holdingleşme Türkiye’de oldukça yaygın olmakla birlikte Batı ülkelerinde bu kadar yaygın değildir. Bunun sebebi olarak holdingleşmenin Türkiye’de bir güç gösterisi olduğu ve yatırımcı açısından da holding firmalara yatırımın güvenli bir yatırım olduğu söylenebilir (Akgüç, 1998). Türkiye’de 1974 yılında başlayan halka açılma holdinglerle başlamıştır. Holding yapılarının maddi anlamda devamlı bir yatırımları olmasa bile en değerli ortaklık olduğu inancı bu durumda etkilidir. Böylece halka açılmalarda holdingler başı çekmiştir (Tekinalp, 2015:618).

Tezin uygulama örnekleri olan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., Koç Holding A.Ş. ve Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş., bir sonraki bölümde detaylı olarak incelenmektedir. Ayrıca sonraki bölümde holdinglerle ilgili sayısal veriler ve bilgiler verilmektedir. Bu nedenle burada bu bilgilere tekrar değinilmemektedir.

3.2.2. Holdingin Türkiye’de yasal durumu ve gelişimi

Türkiye’de özel hukuk alanında holdinglere ilişkin ayrı bir hukuki düzenleme yoktur. Holding ifadesi Ticaret Kanunu’nda ticaret ortaklıklarına ilişkin “Şirketler Topluluğu” başlığı altında, bağımsız bir alt ayırım şeklinde düzenlenmektedir. Ticaret kanununun 397, 516, 517, 518

gibi bazı maddelerinde topluluğa ilişkin çeşitli hükümler de bulunmaktadır. Diğer yandan Ticaret Kanunu, Türkiye Muhasebe Standartlarının şirketler topluluğunun mali tabloları (konsolide tablolar) için düzenlediği standartları dışarıda bırakmaktadır. Topluluk kanunu çıkararak Türkiye; Almanya, Avusturya, Brezilya, İtalya, İsveç ve Portekiz gibi “Şirketler Topluluğu” nu yasallaştıran ülkeler arasına girmiştir (Tekinalp, 2015:603).

Holdinglere ilişkin, 1965 yılında Alman Paylı Ortaklıklar Kanununun 291 ile 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 (İpekçi, 2000:27).

Yapılan bu çalışmalar arasında önemli farklılıklar olmamakla birlikte bazı temel sorunlar anlamında çözümler farklılaşmaktadır. Buna göre holdinglere ilişkin temel durumlar şunlardır (İpekçi, 2000:27):

- Bağlı firmanın tanımlanması ve korunması,
- Sermayeye egemen gruba girmeyen bağımsız sermayedarın korunması,
- Konsolide bilanço düzenlenmesi mecburiyeti,
- Bağlı firma alacaklılarının korunması,
- Çalışanların yönetime katılmasıdır.

Topluluk menfaati anlamında topluluk düzenlemesi yapan ve Türkiye’de yapılan düzenlemelerin de baz aldığı 04.02.1985 tarihli Willot Rozenblum kararı önemli bir yerdedir. Bu karar ile bir şirketler topluluğu politikasının bulunmasıyla topluluk menfaatinin belirli bir çerçevede ön planda olacak şekilde değerlendirileceği ilkesi getirilmiştir. Bu karara göre şirketler topluluğu politikası holding ile bağlı firmaların tamamının menfaatinedir. Diğer yandan bu kararın bir diğer getirdiği, bağlı firmalara taşıyamayacağı yüklerin verilmemesi gerektiği ve bu firmaların menfaatlerinin de korunması gerektiğidir (Tekinalp, 2015:606).

Türk Ticaret Kanunu’na esin kaynağı olmuş Alman hukuk sistemi ile Türk hukuk sistemlerinin Şirketler Topluluğu düzenlemesine ilişkin temel farklar şunlardır (Tekinalp, 2015:610-613):

- Alman hukuku tek elden yönetim, Türk hukuku ise kontrol ilkesi ile oluşturulmuştur. Alman sisteminde bir firmanın holdingin yönetimi altında olmasını yeterli görse de, Türk sisteminde iştirak ve iştirake dayalı oy hakkı, hisse senedi sayısının çoğunluğu ve yönetim kurulunda üye sayısı ile oluşturulmuş hâkimiyet yani bir anlamda kontrol esas alınmıştır.

- Türk Ticaret Kanunu'nda tanım olarak "hâkim şirkete doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan şirketler, onunla birlikte şirketler topluluğunu oluşturur (6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, madde 195.4). Bu tanımlamaya göre holding yapısında birden çok bağlı firmanın bulunması gerekmektedir. Ana (hâkim) ortaklığın ve en az iki bağlı firmanın olması ancak tanıma göre topluluğun oluşmasını sağlamaktadır ve bu anlamda topluluğun kurulması için en az üç firma bulunmalıdır. Alman hukukunda ise bunun gibi bir düzenleme yoktur. Buna göre bir veya birden fazla bağlı firma şeklinde tanımlanmakta yani iki firma ile topluluk oluşturabileceğini söylenmektedir.

- Alman hukuk sisteminde sözleşmesel bağlı ortaklıklar olarak, topluluk düzenlemeleri yapılmıştır. Buna göre hâkimiyet sözleşmedeki talimat verme yetkisinden elde edilmektedir. Bu sözleşmeden kaynaklı yetki anlamında ifade edilen "Sözleşmesel Topluluk" düzenlemesi; İngiltere, Fransa, İtalya ve diğer birçok şirketler topluluğu düzenlemesi yapan ülkede yoktur. Türk Ticaret Kanunu'nda ise şirketler topluluklarına ilişkin tüm hükümler sadece fiili topluluk için düzenlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nda Sözleşmesel Topluluk tanınsa ve birkaç şekline ilişkin hükümler bulunsada, bu sözleşme türü tüm yönleriyle ele alınmamıştır.

Türk Ticaret kanununda bahsedilen şirketler topluluğu düzenlemesinin konusu; ana (hakim) firma ile bağlı firmalar arasındaki ilişkileri düzenlemek, holding dışı ortaklık ya da pay sahiplerinin ve alacaklıların özel dava haklarını korumak ve böylece özel sorumluluk kuralları öngörerek şeffaflığı ortaya çıkarmaktır. Bu anlamda bu hukuki düzenlemelerle, ekonomik gücün en etkili yoğunlaşma şekli olan holdingleşme; iyi yönetim, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri ile düzenlenerek ekonomiye faydalı hale getirilmeye çalışılmaktadır. Şirketler topluluğuna ilişkin ticaret kanunu düzenlemeleri özellikle hâkim ortağın sorumluluğu anlamında Alman hukuk sistemlerinden alınmış olsa da Türk Ticaret Kanunu madde 202'deki tazminat davaları ve madde 203'deki tam hâkimiyet konusu gibi bazı düzenlemeler sadece Türk hukuk sistemine özgüdür (Tekinalp, 2015:605-606).

Türk Ticaret Kanunu'nda tanımlanan şirketler topluluğu ifadesinden, bir topluluğun oluşabilmesi için en az üç ticaret ortaklığının bulunması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Buradan anlaşılan bir diğer durum ise, tepedeki ticaret ortaklığının anonim ortaklık veya limited ortaklık gibi belirli bir türde ticaret ortaklığı veya sermaye ortaklığı olması zorunluluğunun olmamasıdır. Hâkim ticari ortaklık; kolektif ortaklık, komandit ortaklık, anonim ortaklık, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık ya da kooperatif olabilir. Diğer yandan holdinglere bağlı firmaların yönetimlerine katılmak ve bunların işletme politikalarına yön verilmesi amacıyla, holdinglerin anonim ortaklık tipi firma olarak kurulmaları daha uygun olacaktır.

Diğer yandan hâkim firma her zaman bir “holding” olmayabilir. Çünkü holding, bir ticaret ortaklığına hâkimiyet kurmadan da katılabilir. Holdingin iştirakleri de bulunabilir, diğer yandan Türk hukuk sistemi saf holdingi kabul etmektedir. Bu anlamda Türk hukuk sisteminde; bir sınai, ticari konu ve hizmet ile iştigali olan fakat aynı zamanda diğer ticaret ortaklıkları üzerinde de hâkimiyet kuran firmalar, holding olarak sayılmamaktadır (Tekinalp, 2015:614).

3.3. Türkiye’deki Holdingler Hakkında Genel Bilgiler

Holding firmalar ve bu firmaların bağlı firmaları incelendiğinde, bu yapıların ekonomik boyutlarının ve etkilerinin çok büyük olduğu söylenebilir. Bu bağlamda holding firmaların Borsa İstanbul (BİST) içindeki yeri, holding firmaların içinde yer aldığı Borsa İstanbul ve Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi incelenecek ve son olarak çalışma kapsamında yer alan holding firmaların detaylı incelemesi yapılacaktır.

3.3.1. Holding firmaların BİST içindeki yeri ve XHOLD endeksi

Türkiye’de yer alan halka açık olan tüm firmaların yer aldığı Borsa İstanbul içinde holding ve bağlı firmaların oldukça büyük bir yeri ve önemi vardır. 2017 yılı Borsa İstanbul Entegre Faaliyet Raporuna göre Borsayla ilgili şu bilgiler verilebilir:

- Borsada işlem gören pay sayısı 2017 yılında 411 adettir (<https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/aylik-konsolide-veriler>).
- Toplam piyasa değeri 2017 yılı sonu itibariyle yaklaşık 880 milyar TL’dir,
- Firmaların 44’ü BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde, 51 tanesi BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer almaktadır.

10.11.2018 itibariyle Borsa İstanbul pazarların niteliklerine göre işlem gören firmaların sayısı şöyledir (<http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi>):

Çizelge 3.2. BİST niteliklerine göre firma sayıları

Pazar	Tanım	Firma Sayısı
Yıldız Pazar	Halka açık olup, piyasa değeri 100 Milyon TL'nin üstünde olan firmalar veya BIST100 kapsamındaki firmaların Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	152
Ana Pazar	Halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde ve 100 M TL'nin altında olan firmaların Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. 25 M TL kriteri ilk defa halka arz edilen firmalar için geçerlidir.	151
Gelişen İşletmeler Pazarı	Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, halka açık piyasa değeri 25 M TL'nin altında olan firmaların Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	17
Yakın İzleme Pazarı	Belirli gelişmelerin oluşması halinde Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'ndan çıkarılan firmaların paylarının Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	27
Kolektif Yatırım Ürünleri Ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir.	58
Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı	Halka arz olmadan sadece nitelikli yatırımcılara ihraç yapan firmaların paylarının sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görebileceği pazardır.	4
Piyasa Öncesi İşlem Platformu	Halka açık statüde olup, payları Borsada işlem görmeyen firmalardan, SPK tarafından bu Platformda işlem görmesine karar verilenlerin payları Piyasa öncesi işlem platformunda işlem görecektir (eski uygulamadaki Serbest işlem platformu).	14
Toplam		423

Buna göre 10.11.2018 tarihi itibariyle Borsa İstanbul'da payları sadece nitelikli yatırımcılara ihraç edilen firmalar ve Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda işlem gören fakat payları henüz işlem görmeyen firmalar ayrı tutulduğunda toplam 405 firma vardır.

Borsa İstanbul'da temel endeks olan BIST 100 dışında; BIST 50, BIST 30 ve BIST 100-30 olarak farklı endeksler de hesaplanmaktadır. Diğer yandan Borsa İstanbul'da hisse senetleri bazında; Temettü Endeksleri, Kurumsal Yönetim Endeksi, Şehir Endeksleri, Sürdürülebilirlik Endeksi, Halka Arz Endeksi ve Kobi Sanayi Endeksi hesaplanmaktadır.

Borsada firmaların sektörlerine göre de hesaplanan endeksler vardır. Holdingler kapsamında hesaplanan endeks ise XHOLD koduyla BİST Holding ve Yatırım Endeksidir. Endeks, 27.12.1996 tarihinde 914 başlangıç değeriyle hesaplanmaya başlamıştır. Endeksin 12 Kasım 2018 tarihi itibarıyla değeri 76.643,83 olup bu değer 2017 sonunda 94.284,55 idi. Bu anlamda yaklaşık %19'luk bir değer kaybına uğramıştır. Temel endeks olan BIST 100 31.12.2017 tarihindeki 117.524 olan endeks değerinden 12.11.2018 tarihindeki 91.445'e düşmüştür. Bu da yaklaşık %22'lik değer kaybıdır. Buna göre bu tarih aralığında holding endeksinin Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endeksi'ne göre daha iyi bir performans ortaya koyduğu görülmektedir (<https://www.bloomberght.com/borsa/endeks/bist-holding-ve-yatirim>)

BİST'de endeksler hesaplanırken, ilgili hisse senetlerinin hangi grupta yer aldığı önemlidir. Bu anlamda hisse senedi grupları Borsa İstanbul tarafından yapılan sınıflandırmaya göre şöyledir:

Çizelge 3.3. BİST firma sınıflandırması

Grup	Pazar	Halka Açık Payların Toplam Değeri	İşlem Yöntemi
A	Pay Piyasası	30 Milyon TL. ve üstü	Sürekli Müzayede
B	Pay Piyasası	10-30 Milyon TL. arası	Sürekli Müzayede
C	Pay Piyasası	10 Milyon TL. altı	Piyasa Yapıcı veya Likidite Sağlayıcı ise Sürekli Müzayede Piyasa Yapıcı veya Likidite Sağlayıcı Değil ise Tek Fiyat
D	Piyasa Öncesi İşlem Platformu	-	Tek Fiyat
	Nitelikli Yatırımcı İşlemleri Pazarı		
	Yakın İzleme Pazarı		

Tabloya göre payların nitelikleri belirlenmekte ve endeksleri hesaplanırken bu pay nitelikleri dikkate alınmaktadır. Borsa İstanbul tarafından en son Haziran 2018'de yayımlanan "BİST Pay Endeksleri Temel Kuralları" kılavuzuna göre D listesindeki paylar BİST Pay Endekslerinin hiçbirisine girmemektedir. C listesindeki paylar ise BİST KOBİ Sanayi Endeksi hariç Bist Pay Endekslerinin hiçbirisine kabul edilmemektedir (<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/>).

Holdinglerin BİST endeksinde kendi aralarında hesaplanan değerlerini gösteren XHOLD endeksi içinde 35 firma bulunmaktadır. Diğer yandan KAP web sitesinde sektörler

başlığı altında holding ve yatırım firmalarının sayısı 47'dir. Bunlara ilişkin veriler düzenlendiğinde endekste hesaplanan firmalardan 30'u sektörler başlığı altında listelenmektedir. Geriye kalan 5'i ise "Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı"nda işlem gören "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ünvanına sahip firmalardan oluşmakta ve sektörler başlığında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" altında listelenmektedir.

Sektörler başlığı altında 47 adet olan firma sayısının endeks hesaplanırken 30'a düşmesi ile ilgili şunlar söylenebilir:

- Bu firmaların büyük çoğunluğu (13'ü) Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmektedir,
- Geriye kalan 4 firmanın paylarının ise henüz payları işlem görmeyen fakat halka açık statülerinin olduğu Piyasa Öncesi İşlem Platformu'nda olduğu ya da Ana Pazar'da işlem görse de C grubu pay olduğu görülmektedir.

Daha önce hisse senedi gruplarına göre endeks hesaplama kuralları açısından da C Grubu ve D Grubu payların endeks hesaplamalarına dâhil edilmediği söylenmişti. Bu sebeplerle bu 17 firma endeks kapsamına alınmamaktadır.

Buna göre 30 tane Holding ve Yatırım sektöründen firma ile Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarından 5 tane firma XHOLD kodlu Holding ve Yatırım Endeksi firmalarını oluşturmaktadır. İlgili firmalar, sektörler ve endeksler baz alınarak oluşturulan detaylı verilerin tabloları eklerde verilmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında tez kapsamına endekste hesaplanma için belirli koşulların bulunması ile XHOLD endeksinin seçilmiştir. Çünkü holding sektöründeki 47 firmanın belirli şartları sağlayanları ile endeks oluşturulmakta ve böylece daha sağlıklı bir veri seti oluşturulabileceği düşünülmektedir. Diğer yandan holding endeksinde yer alan firmalar hem A ya da B hisse senedi grubunda bulunmakta ve hem de Yıldız Pazar veya Ana Pazar'da yer almaktadırlar. Bu bağlamda holding sektöründe yer alan fakat yakın izleme pazarında yer alan bir firmanın bazı olumsuz sebeplerden dolayı kottan çıkarılabilecek durumda olması nedeniyle veri akışları düzenli olamayacaktır. Bu gibi durumlar çalışma kapsamına XHOLD endeksinin alınmasını gerektirmiştir.

XHOLD endeksinin 14.11.2018 itibariyle hesaplanan toplam piyasa değeri yaklaşık 100 Milyar TL. olup yaklaşık 750 Milyar TL. olan XUTUM kodlu BIST Ulusal Tüm Endeksi'nin %13'üne yakınıni oluşturmaktadır.

Çizelge 3.4. XHOLD endeksi en büyük firmalar

Firma Adı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	XHOLD İçindeki Oranı (%)
Koç Holding A.Ş.	37,582	37
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	14,976	15
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	11,250	11
Tekfen Holding A.Ş.	8,547	8
Tav Havalimanları Holding A.Ş.	8,173	8
Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.	3,117	3
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	2,930	3
Polisan Holding A.Ş.	2,379	2
Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai Ve Fin. Yat. San. Ve Tic. A.Ş.	1,987	2

Çalışma kapsamına alınacak holdingin halka açık bağlı firmalarının holdingin bir ölçüsünü iyi bir şekilde temsil etmesi çalışmanın amacı için önemlidir. Bu ölçünün net aktif değer, hasılat ya da bazı kâr rakamları olması düşünülmektedir. Bir diğer anlatımla toplam holding net aktif değer, hasılat ya da kâr rakamını, halka açık bağlı firmaların büyük oranda sağlaması ile bu şart sağlanmaktadır. Böylece halka açık olmayan bağlı firmaların toplam ölçü içindeki oranı düşük olacaktır. Bu da halka açık bağlı firmaların değerinden holding değerine ulaşmayı daha anlamlı kılacaktır.

Bu anlamda holdingler incelendiğinde bu şartları sağlayan ve holding endeksini büyük oranda temsil ettiği düşünülen Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin değerlemesi yapılmaktadır. Bu üç holdingin, yukarıdaki tabloya göre, XHOLD endeksi firmalarının toplam değerinin yaklaşık %63'ünü oluşturduğu görülmektedir. Bu anlamda büyük oranda bir temsil sağlanmaktadır. Yine çalışma kapsamındaki üç holding, 14.11.2018 tarihi itibariyle yaklaşık 750 milyar TL. olan XUTUM endeksinin de yaklaşık % 8,5'ini oluşturmaktadır.

Yukarıda tabloda verilen en büyük 10 firmanın diğerlerinin kapsam dışında çıkarılmasının birkaç sebebi vardır. Bu sebeplerden birisi, ilgili firmalardan TAV Havalimanları Holding A.Ş. ve Tekfen Holding örneklerinde olduğu gibi, bu holdinglerin bağlı firmalarının halka açık olmamasıdır. Bu nedenle bu holdinglerin bağlı firmalarının halka açık verilerine

ulaşılamayacağı için değerlemeleri yapılamayacaktır. Bir diğer sebep olarak, Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.'de olduğu gibi bağlı firmalarının halka açık olanlarının ölçüsünün, toplam holding ölçüsü içinde oranının oldukça düşük olmasıdır. Bu anlamda Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.'nin halka açık olmayan enerji sektörü firmalarının toplam holding net satış ölçüsü içindeki payı %62, FAVÖK ölçüsü içindeki payı %49'tur (www.doganholding.com.tr/_files/faaliyetraporu/). Bu da halka açık bağlı firmaların değerinden holdingin toplam değerine ulaşmayı engellemektedir. Öyle ki halka açık olanların değerlemesiyle bulunan değer toplamının holdingin değerine ulaşırken kullanılması, oranın düşük olmasından kaynaklı mantıklı olmayacaktır. Bu bağlamda halka açık olmayan bağlı firmaların toplam holding ölçüsü içindeki oranının oldukça düşük olması nedeniyle, Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. tez kapsamına alınmamıştır.

3.3.2. Çalışma kapsamındaki holdingler hakkında bilgiler

Çalışmanın bu kısmında çalışma kapsamına alınan Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. hakkında detaylı incelemeler başlıklar halinde verilmektedir. Tüm bilgiler ilgili firmaların faaliyet raporlarından derlenmektedir.

3.3.2.1. Koç Holding A.Ş.

Koç Holding A.Ş., Türkiye'nin ilk Anonim Şirketi olarak 1938 yılında kurulan Koç Ticaret A.Ş.'nin devamıdır. Koç Holding'in doğuşu ve resmi olarak ilk kuruluşu ise 1926 yılında Vehbi Koç'un babasından devraldığı ticarethaneyi Ankara Ticaret Odası'na kaydettirmesiyle olmuştur. 1960'lı yıllara kadar hızlı büyüyen ve genişleyen faaliyet alanlarını daha iyi bir örgütlenme ve kurumsal yapı ile yönetebilmek amacıyla 1963 yılında Türkiye'nin ilk holding firması olarak Koç Holding A.Ş. kurulmuştur.

Koç Holding A.Ş., 14.11.2018 itibariyle Türkiye'nin ve BİST'in en büyük firmasıdır. Holding olarak büyüklüğünün yanında Türkiye'nin en büyük sanayi holdingi olarak, en büyük 5 sanayi kuruluşundan 4 tanesine (Tüpraş, Ford Otosan, Tofaş, Arçelik) sahiptir. 2017 faaliyet raporuna göre 94,000'den fazla çalışanla Türkiye'nin en büyük işvereni, 866 banka şubesi ile yaklaşık 11,000 bayi ve satış sonrası servis noktası ile en geniş dağıtım ağına sahip olan bir holdingtir. Diğer yandan Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın yaklaşık %7'sini tek başına üreten ve yine Türkiye'nin toplam ihracatının yaklaşık %10'unu tek başına gerçekleştiren bir firma olan

Koç Holding A.Ş., konsolide edilmemiş kombine veri olarak BİST'in toplam piyasa değerinin yaklaşık %19'unu oluşturmaktadır.

Holdingin yurtdışı faaliyetlerine bakıldığında, toplam hasılatının %30'unu yurtdışından sağladığı, ihracatını 140'tan fazla ülkeye yaptığı ve 60'dan fazla yurt dışında üretim tesis ve satış/pazarlama firması olduğu görülmektedir.

Holdingin varlıklarının gerçek değerinden, borçlarının gerçek değerinin düşülmesiyle bulunan net aktif değerinin 51,3 milyar TL hesaplandığı faaliyet raporunda verilmiştir. Bu değer bir önceki sene 37,5 milyar TL'dir. Faaliyet raporunda bu değer halka açık firmaların piyasa değeri ile halka açık olmayan firmaların iç değerinin holdinge düşen paylarının toplamı olduğu ve halka açık firmaların net aktif değer içindeki payının yaklaşık %90 olduğu bildirilmektedir. Çalışmada holding değeri hesaplanırken bu değer kullanılmaktadır.

Holdingin 2016 yılına göre hasılatında %39, faaliyet kârında %50 bir artış yaşanmıştır. Diğer yandan konsolide net dönem kârı yaklaşık 5 milyar TL olup 2016 yılına göre yaklaşık %42'lik bir artış gerçekleşmiştir. Holdingin 2016 yılı sonunda 13,80 TL olan hisse senedi birim değeri, 2017 yıl sonunda 18,48 TL'ye yükselerek yaklaşık %34'lük bir artış yaşamıştır.

Çizelge 3.5. Koç Holding A.Ş. faaliyette bulunduğu sektörler göre veriler

Holdingin Faaliyette Bulunduğu Sektörler	Kombine Faaliyet Kârı İçindeki Payı (%)	Konsolide Net Kârı İçindeki Payı (%)
Enerji	39	35
Otomotiv	25	27
Dayanıklı Tüketim	9	7
Finans	26	26
Diğer Sektörler	1	5

Kaynak: Koç Holding A.Ş. 2017 Yıllık Faaliyet Raporu

Holding, Türkiye'nin en çok hasılat getiren ve en stratejik sektörlerinden enerji, otomotiv, dayanıklı üretim ve finans sektörlerinde öncü olarak faaliyet göstermektedir. Holdingin faaliyet kârında ve net kârında sektörler oransal incelendiğinde enerji ilk sırada, otomotiv ve finans sırasıyla ikinci ve üçüncü olarak sıralanmaktadır.

Bu sektörlerde yer alan firmalar ve sektör içindeki yeri şöyledir.

Çizelge 3.6. Koç Holding A.Ş. bağlı firmalarının sektör içindeki yerleri

Sektör/ Firmalar		Uluslararası Ortaklar	Halka Açıklık Durumu	Holding Sahiplik Oranı(%)	İç Piyasa Pozisyonu
Enerji	Tüpraş		Halka Açık	51.00	Lider, %60
	Aygaz		Halka Açık	40.68	Lider, %28
	Opet			41.33	2'nci, %18
	Entek			99.23	
Otomotiv	Ford Otosan	Ford Motor Company	Halka Açık	38.46	4'üncü, %12
	Tofaş	Fiat Chrysler Automobiles	Halka Açık	37.59	2'nci, %13
	Otokoç			96.57	Lider, %8
	Türk Traktör	Case New Holland	Halka Açık	37.5	Lider, %49
	Otokar		Halka Açık	44.92	Lider, %28
Dayanıklı Tüketim	Arçelik		Halka Açık	40.51	Lider, ~%50
	Arçelik LG Klima	LG Electronics		50.00	Lider, ~%51
	Bilkom			100.00	
Finans	Yapı Kredi Bankası	UniCredit	Halka Açık	50.00	4'üncü, %16
	Koçfinans			94.50	3'üncü, ~%12
Diğer	Tat Gıda	Kagome, Sumitomo	Halka Açık	44.07	Lider, ~%30
	Koçtaş	Kingfisher		49.92	Lider
	Setur			81.13	
	Setur Marinalar			75.92	Lider, %24
	Divan			43.73	
	Zer			39.00	
	Koç Sistem			41.18	

Holdingin bağlı firmalarının birçoğu, tabloda görüldüğü gibi, ya sektöründe liderdir ya da oldukça iyi bir konumdadır.

Holdinge bağlı firmaların gelişimine kısaca değinilmek gerekirse:

- 1928 yılında Otokoç kurulur ve bu firma altında Ankara Ford bayiliği faaliyeti başlar.

- 1940'lı yılların sonlarında üretim sektörüne yöneliş başlar ve 1948 yılında General Electric ile ilk Türk- A.B.D. ortaklığı ile ampul fabrikası kurulur.

- 1950'li yıllarda yeni ve farklı iş kollarına girilir. Bu anlamda bazı firmaların temelleri atılır. Türk Traktör'ün 1954 yılında kurulması, 1955 yılında Arçelik'in ve Koçtaş'ın kurulması ve 1956 yılında Divan'ın kurulması bu anlamdadır.

- 1960'lı yıllar daha önce bahsedildiği gibi Holding'in kurulması, yeni sektör ve işlere girişin yıllarıdır. 1960 yılında Ford Otosan açılmış ve Ford için ilk otomobil montajı 1961 yılında bu fabrikada gerçekleştirilmiştir. Yine 1961 yılında Aygaz kurulmuş, 1964 yılında ise Setur duty free hizmetleri vermek üzere faaliyete geçmiştir. 1967 yılında Tat Gıda, domates ürünleri üretimi için Bursa'da kurulmuştur.

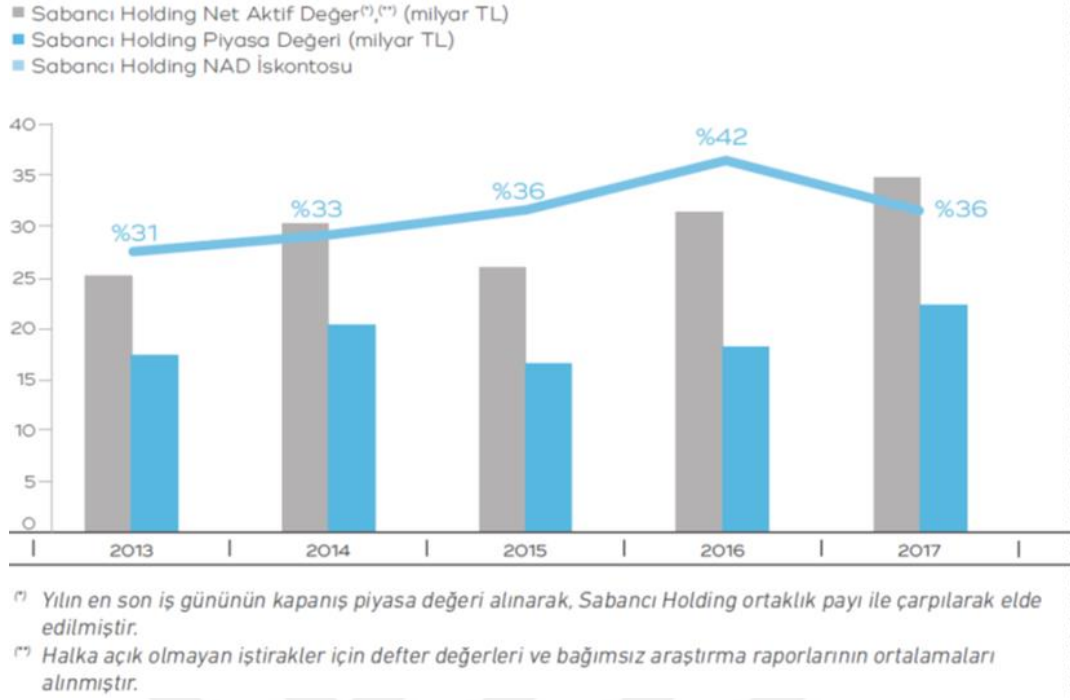
- 1970'li yıllarda holding ihracat üzerine odaklanmış, bu anlamda 1968 yılında temelleri atılan Tofaş kurulmuş, 1963 yılında kurulmuş olan Otokar'ı 1976 yılında bünyesine katmıştır.

- 2005 yılında Türkiye'nin en büyük sanayi kuruluşlarından Tüpraş ve en büyük bankalarından Yapı Kredi Bankası, holding bünyesine katılmıştır.

Bu kadar uzun bir maziye sahip olan Koç Holding, yukarıda anlatıldığı gibi, hem birçok ilke imza atması hem de BİST'deki payı ve yarattığı istihdam ile Türkiye için çok büyük önem taşımaktadır. Dünya çapında ise Koç Holding en büyük 500 firma arasında yer alan tek Türk firmasıdır.

3.3.2.2. Sabancı Holding A.Ş.

Sabancı Holding A.Ş. ve halka açık bağlı firmaları 13 halka açık firmanın bir holding bünyesinde bir araya geldiği Türkiye'nin en büyük ikinci holdingidir. Sabancı Holding A.Ş.'nin net aktif değeri 2017 yılı sonu itibarıyla 35.7 milyar TL'dir. Holdingin yayımladığı faaliyet raporunda bu değer hesaplanırken halka açık olmayan firmaların değerlemesinde, bu firmaların defter değerleri ve bağımsız araştırma raporlarının ortalamasının alındığı söylenmektedir. Diğer yandan bulunan net aktif değerinin, piyasa değeriyle karşılaştırmasına ilişkin bir grafik aşağıda verilmektedir:



Şekil 3.1. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. net aktif değer ve piyasa değeri karşılaştırması

Yukarıdaki grafiğe göre Sabancı Holding net aktif değeri son beş yılda % 7’lik bir bileşik yıllık büyüme göstermiştir. Enerjisa Enerji’nin de halka arzı ile holdingin net aktif değerinin % 80’i halka açık firmalardan oluşmaktadır. Bu veri çalışmada holding değerlemesi yaparken kullanılmaktadır.

Sabancı Holding’in 2013-2017 arası özet finansal verileri aşağıdaki tablodadır:

Çizelge 3.7. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. özet finansal verileri (Milyar TL.)

	2013	2014	2015	2016	2017	Ortalama Bileşik Büyüme Oranı(%)
Kombine Net Satışlar	36,1	44,1	47,9	53,8	65,6	16
Kombine FAVÖK	6,8	7,2	8,0	10,8	14,2	20
Konsolide Net Kâr	1,7	2,1	2,2	2,7	3,5	19

Holdingin performansını gösteren özet verilerin ortalama büyüme oranları %16-20 civarında değişmektedir. Net aktif değer artışta anlamında biraz önce verilen %7 olan değer; satışlar, FAVÖK ve net kâr artışının oldukça altında kaldığı görülmektedir.

Sabancı Holding'in bir diğer değer ölçütü olan piyasa değerine bakıldığında 2014 yılı sonu 1 hisse senedinin değeri 7,69 TL iken, 2015 yılında 9,88 TL'ye çıkmış fakat 2016 yılında 8,25 TL'ye düşmüştür. 2017 yılında tekrar 9,78 TL'ye çıkan değer 2017 yılı sonunda 11,14 TL seviyesine gelmiştir. Ortalama büyüme oranına bu son 5 yıl verisiyle bakıldığında yaklaşık %10'luk bir artış ortaya çıkmaktadır. 2017 yılı başındaki hisse senedi değeri 9,78 iken yılsonu 11,14 TL seviyesine gelmiştir. Bu da yaklaşık %14'lük bir artışı anlamına gelmektedir. Bu nedenle bu değer ölçüsünün de satışlar, FAVÖK ve net kârdaki artışı yansıtmadığı ve yine bir değer iskontosu olduğu görülmektedir.

Diğer yandan holdingin net aktif değerleri içinde, faaliyette bulunduğu payların oranları ise şu şekildedir:

Çizelge 3.8. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. faaliyette bulunduğu sektör verileri

Holdingin Faaliyette Bulunduğu Sektörler	Net Aktif Değer İçindeki Payı (%)	Kombine Net Satışlar veya Krediler
Bankacılık	45	210 Milyar TL. (Krediler)
Enerji	16	16,5 Milyar TL.
Sanayi	17	6.6 Milyar TL.
Perakende	6	8 Milyar TL.
Çimento	5	3 Milyar TL.
Sigorta	3	3.1 Milyar TL.
Diğer	8	

Holdingin değerinin en büyük kısmını Bankacılık sektörü oluşturmaktadır. Diğer yandan üretim anlamında enerji, sanayi ve çimento sektörleri toplandığında %38 gibi önemli bir orandadır.

Sabancı Holding A.Ş.'nin bağlı firmalarına ilişkin bir takım bilgiler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Çizelge 3.9. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. bağlı firmalarına ilişkin bazı seçilmiş veriler

	Halka Açıklık Durumu	Hisse sayısı (Bin Adet)	Çalışan Sayısı	Holding Sahiplik Oranı(%)
Akbank T.A.Ş.	Halka Açık	4,000,000	17586	40.75
Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	Halka Açık	700,000	12054	50.61
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Halka Açık	110,000	2777	60.29
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Açık	191,447	2665	39.72
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Açık	135,084	2255	58.41
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Açık	194,529	3815	71.11
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Açık	305,116	2173	43.63
Philisa Philip Morris Sabancı Sigara ve Tütün San. ve Tic. A.Ş.	-		3100	25
Philip Morris Sabancı Pazarlama Satış A.Ş.	-			24.75
Temsa Global Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-		1744	48.71
Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Açık	29,160	1100	57.88
Exsa Export Sanayi Mamulleri Satış ve Araştırma A.Ş.	-		9	61.68
Ankara Enternasyonel Otelcilik A.Ş.	-		3	76.85
Tursa Sabancı Turizm ve Yatırım İşletmeleri A.Ş.	-		6	100.00
Bimsa Uluslararası İş, Bilgi ve Yönetim Sistemleri A.Ş.	-		175	100.00
Aksigorta	Halka Açık	306,000	610	36.00
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	Halka Açık	118,000	1625	40.00
Enerjisa Enerji A.Ş.	Halka Açık	1,181,068	10007	50.00
Temsa İş Makinaları	-		164	51.00
Temsa Mısır	-		-	73.75

Holdingin net aktif değeri içinde halka açıklık oranının %80'e ulaşmasıyla büyük oranda şeffaflığa ulaştığı söylenebilmektedir. Diğer yandan holding kurumsallaşma ve yönetim anlamında oldukça iyi bir konumdadır.

Holdingin bağılı firmaları ile ilgili bazı önemli bilgiler şunlardır:

- Akbank T.A.Ş., 2017 yıl sonu Türkiye geneline yayılmış yaklaşık 800 şube ve ileri teknoloji dağıtım kanalları, %15,8 sermaye yeterlilik oranı ve %2,1 takipteki krediler oranı ile sektöründe liderliğe oynayan bir bankadır.

- Avivasa, sigorta sektöründe yer alan ve bireysel emeklilik fon büyüklüğü anlamında sektör lideri bir firmadır. Holdingin bir diğer sigorta şirketi olan Aksigorta ise prim üretiminde 2017 yılında %39'luk bir büyümeye yakalamıştır.

- Enerjisa Enerji'nin 2018 yılı Şubat ayındaki halka arz edilmiştir. 3607 MW kurulu gücü ile lider özel enerji üretim firması olan Enerjisanın üretim portföyünde yerli ve yenilenebilir kaynakların payı %56'dır. Enerjisa 2017 yılında 1,6 milyar TL. yatırım yapmıştır.

- Çimento sektöründe faaliyet gösteren Akçansa'nın yurt içi çimento ve klinkler satışları 6,5 milyon ton ve yurtdışı satışları da 1,4 milyon tona ulaşmış durumdadır. Akçansa Amerika'ya ihraç edilen gri çimento satışında Türkiye lideridir. Bir diğer çimento sektörü firması Çimsa'nın 2017 yılından tamamlanan 260 milyon dolar tutarında yatırımı vardır. Sabancı Holding çimento firmaları Türkiye'nin çimento ihracatının %22'sini gerçekleştirmektedir. Yine Sabancı Holding çimento firmaları, Türkiye Klinker kapasitesinin %16'sını oluşturmaktadır.

- Perakende sektöründe Carrefoursa metrekare başına satışlarda % 15 artış sağlamıştır. Bir diğer perakende sektörü oyuncusu Teknosa, 2017 yılı sonu itibariyle 69 ilde, 204 mağazasıyla Türkiye'nin en yaygın teknoloji perakende firmasıdır.

- Sanayi sektöründe ise Yünsa, Türkiye'nin en büyük yünlü kumaş üreticisi konumundadır. Temsa ise %100 yerli elektrikli otobüs ile ön plana çıkmaktadır. Brisa 2017 yılında uluslararası pazarda Lassa markasını kullanarak ihracatı artırmıştır. Kordsa, dünyada her üç otomobil lastiğinden birini, her üç uçak lastiğinden ise ikisini güçlendirmiş ve böylece pazardaki lider konumunu korumuştur. Sabancı Holding sanayi firmaları 2016 yılına göre 2017 yılında ihracat satışlarındaki artışla kombine satış gelirlerini %26, net kârını %49 artırmıştır. Temsa İş Makinaları, Komatsu ve Volvo Trucks markaları ile Türkiye'nin en

büyük projelerinden 3. Havalimanı'nda yer almıştır. Temsa Ulaşım araçları Türkiye otobüs pazarında %28 oranla lider, Temsa İş Makinaları ise Türkiye Dozer ve Grayder İş Makinalarında Pazarında da %32 ile liderdir.

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., Türkiye'nin en büyük holdinglerinden birisi olan Sabancı Holding'e bağlı firmaları temsil etmektedir. Sabancı Holding genel olarak en hızlı büyüyen ve stratejik faaliyet alanlarına yatırım yaparak oldukça güçlü sayılabilecek bir firmadır.

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., daha önce bahsedildiği gibi holding endeksi içinde en büyük ikinci firmadır. BİST toplam değeri içinde ise yaklaşık 15.5 milyar TL'lik değer ile 15. sıradadır.

3.3.2.3. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

Şişecam Topluluğu¹; düzcam, cam ev eşyası, cam ambalaj ve kimyasallar ana iş kollarında ulusal ve uluslararası çapta faaliyet gösteren Türkiye'nin en büyük sanayi topluluklarından birisidir. Mustafa Kemal Atatürk'ün direktifleriyle Türkiye İş Bankası tarafından kurulan Şişecam, 13 ülkede üretimini 21.000 çalışanıyla yapan ve ürünlerini 150'den fazla ülkeye ihraç eden, dünyanın büyük üreticilerinden birisidir. Sayılan cam sektörlerinde faaliyet kollarına göre Avrupa ve dünyadaki yeri şöyledir:

Çizelge 3.10. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. faaliyet kollarına göre Avrupa ve dünyadaki yeri

	Avrupa	Dünya
Düzcam	1	5
Cam Ev Eşyası	2	3
Cam Ambalaj	5	5
Soda Külü	4	10

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin 2017 faaliyet raporundan alınan bilgilere göre satış gelirleri 11,3 milyar TL olup, bunun yaklaşık %60'lık kısmı olan 6,8 milyar TL'si

¹ Şişecam Topluluğu olarak bilinen yapı bir holding yapısında olması nedeniyle çalışma kapsamına alınmaktadır. Önceki kısımlarda bahsedildiği gibi Türk Ticaret Kanunu'na göre Türkiye'de "Şirketler Topluluğu" ya da "Topluluk" olarak bilinen yapılar ancak "Saf Holding" şeklinde kurulabilmektedirler. Diğer yandan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş., Holding ve Yatırım Endeksi'nde bulunmaktadır. Bu nedenlerle Şişecam Topluluğu bir holding olarak değerlendirilmekte ve çalışmanın bundan sonraki kısımlarında "Şişecam Holding" olarak yer almaktadır.

uluslararası satışlardır. Yine holdingin toplam yatırım tutarı 1,0 milyar TL. ve toplam FAVÖK tutarı 3,1 milyar TL'dir. Bu satışların, yatırımın ve FAVÖK tutarının iş kollarına göre dağılımı şu şekildedir:

Çizelge 3.11. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. faaliyet kollarının seçilmiş bazı holding değişkenleri içindeki yeri

	Toplam Satışlar İçinde Payı (%)	Uluslararası Satışlar İçinde Payı (%)	Yatırımların Payı (%)	FAVÖK Payı (%)
Düzcamlar	34	35	25	36
Cam Ev Eşyası	16	18	16	9
Cam Ambalaj	19	18	37	19
Kimyasallar	23	29	16	28
Diğer	8	-	6	8
Toplam	100	100	100	100

Firmanın Düzcamlar ve Kimyasallar iş kollarının hem satışlar içindeki payı hem de FAVÖK payları önemli bir düzeydedir.

Holdingin halka açık firmaları incelendiğinde düzcamlar iş kolunda TRKCM hisse koduyla Trakya Cam Sanayii A.Ş., Cam Ev Eşyası iş kolunda DENCM hisse koduyla Denizli Cam Sanayii A.Ş., Ambalaj iş kolunda ANACM hisse koduyla Anadolu Cam Sanayii A.Ş. ve Kimyasallar iş kolunda SODA hisse koduyla Soda Sanayii A.Ş. BİST'de işlem görmektedir.

Bu firmalardan Trakya Cam Sanayii A.Ş., ANADOLU Cam Sanayii A.Ş. ve Soda Sanayii A.Ş. kendi iş kollarında, satışların ve FAVÖK tutarlarının %100'üne yakını sağlamaktadır. Denizli Cam Sanayii A.Ş. ise kendi iş kolunda satış ve FAVÖK düzeyinde ihmal edilebilecek kadar düşük tutardadır. Bu nedenle Şişecam Holding'te halka açık firmaların holdingin satışlarına ve FAVÖK düzeyine katkısı hesaplanırken, yukarıdaki tablodaki Düzcamlar, Cam Ambalaj ve Kimyasallar iş kollarındaki değerler alınmaktadır. Bu anlamda toplam holding satışlarının %76'sı ve toplam FAVÖK tutarının % 83'ü halka açık firmaların payıdır. Bu iki oranın ortalaması bir üste yuvarlanırsa yaklaşık %80 olan değer, holdingin toplamı içinde halka açık olanların payı şeklinde alınabilir. Bu değer aynı zamanda Şişecam Holding'in değerlemesinde kullanılmaktadır.

Diğer yandan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş.'de kullanıldığı gibi net aktif değerinin içinde halka açık firmaların payı da burada kullanılabilse de gerekli bilgilere firmanın finansal raporlarında yer verilmemektedir.

Şişecam Holding'in uluslararası operasyonlarının detaylarına bakıldığında %63 gibi bir oranla Avrupa'da, ardından %19'la Afrika-Ortadoğu'da, %10'la Asya-Okyanusya'da ve % 8 ile Amerika pazarında varlığı ile yer almaktadır (www.sisecam.com.tr/sites/).

Şişecam Holding, hasılatını 2016 yılında 8,659 milyon TL'den 2017'de 11,318 milyon TL'ye çıkararak yaklaşık %30'luk artış yakalamıştır. Dönem kârını ise 2016 yılında 1,040 milyon TL'den 2017 yılında 1,737 milyon TL'ye çıkararak %67 artırmış iken FAVÖK tutarını ise aynı dönemde %47'lik artırmıştır. 2016 yılı sonu itibarıyla holdingin 3,83 TL olan hisse senedi değeri 2017 yılı sonu itibarıyla 4,70 TL'ye çıkmıştır. Bu anlamda holding hisse değeri %22'lik artış yaşasa da hasılat ve kârlılık artışının oldukça gerisinde kalmıştır.

Holdingin bağlı firmaları hakkında bir takım bilgi ve verileri şu şekildedir:

- Düzcamlar iş kolu 1981 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Şişecam Holding Düzcamlar iş kolunda halka açık Trakya Cam Sanayii A.Ş., mimari camlarda %44'lük bir ciro artışı, otomotiv camlarında ise %43'lük ciro artışı başta olmak üzere toplamda satış gelirleri %44 artırmıştır.

- Cam Ev Eşyası iş kolu 1935 yılında faaliyete geçmiştir. Cam Ev Eşyası iş kolunda halka açık olmayan Paşabahçe Cam Sanayi ve Tic. A.Ş. ile Paşabahçe markası ile oluşturulan mağazalarının 46'sı yurt içi ve 1 tanesi yurtdışında (Milano/İtalya) bulunmaktadır.

- Şişecam Cam Ambalaj iş kolu 1935 yılında faaliyete geçmiştir. Bu iş kolunda halka açık Anadolu Cam Sanayi A.Ş. 2017 yılında toplam üretim kapasitesini 2.3 milyon /yıl'a çıkararak satışlarını %32 artırmıştır. Şişecam Cam Ambalaj satışlarının yaklaşık yarısını yurtdışına yapmakta, özellikle Rusya'da lider cam ambalaj tedarikçisi konumunu güçlendirerek satışlarını ve kârlılığını artırmaktadır.

- Şişecam Kimyasallar iş kolu 1969 yılında faaliyete geçmiş Soda Sanayii A.Ş., 2017 yılında satış gelirlerini %23 artırmış, üretim kapasitesini soda üretimi için 2,3 milyon tona çıkarmıştır.

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. diğer adıyla Şişecam Holding, cam ve kimyasalları üretimine odaklanması ile bu sektörde tecrübesi ve uzmanlığını artırmıştır. Bu alanda Türkiye'nin ve dünyanın sayılı firmaları arasındadır. Daha önce bahsedildiği gibi 14.11.2018 tarihi itibarıyla Şişecam, holding endeksi içinde üçüncü sıradadır. Toplam borsa değeri içinde yaklaşık 11.5 milyar TL'lik piyasa değeri ile en büyük 21. firmadır.





4. HOLDİNG FİRMALARIN DEĞERİNİN TESPİTİ

Holding firmaların değerini tespit etmeyi amaçlayan çalışmanın bu bölümünde öncelikle holding değerlemesine ilişkin literatürde yapılmış çalışmalardan bahsedilmektedir. Daha sonra değer kavramı ve firma değerlemesi kavramları verilmektedir. Son olarak değerlendirme yöntemleri detaylı olarak verilerek holding değerlemesi her bir yöntem bazında incelenmektedir.

4.1. Holding Firmaların Değerinin Hesaplanmasına Yönelik Literatür Taraması

Holding firmaların değerinin tespitine yönelik literatür incelendiğinde teorik olarak 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 teorik çalışmalar yok denecek kadar azdır. Literatürde bir kaç eserde teorik ve pratikte nasıl hesaplanabileceğinden bahsedilmektedir:

- Berger ve Ofek (1995) tarafından yapılan “Diversification’s effect on firm value” adlı çalışmada birden çok sektörde faaliyet gösteren holding firmaların, bağlı firmaları ayrı ayrı değerlendirilmekte ve çeşitli ölçülerle firma değerine ulaşılmaktadır. Çalışmada sektör bazında verilerini raporlayan 6500’e yakın firmadan toplam satışları 20 milyon \$’dan yüksek olan 3659 adet firma seçilmiştir. Bu firmalar farklı sektörlerde faaliyet göstermektedir. Bu çalışmada birden çok sektörde faaliyet gösteren holdinglerin değerinin, holdinglere bağlı firmaların değerinden %13- %15 civarında daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma holding iskontosu anlamında temel çalışma kabul edilmektedir.

- 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 gördüğü araştırılmıştır. Buna göre çalışma, holdinglerin değerini bağlı firmalarının piyasa değeriyle hesaplamış ve holdingin sahiplik oranıyla ilişkilendirmiştir. Holdingin değerinin bağlı firmaların toplam değerinden daha düşük olmasını yatırımcıların holding firmalar yerine direkt olarak bağlı firmalara yatırım yapmasına bağlamaktadır. Diğer yandan holdingin, bağlı firmalar üzerinde kontrol gücünün

düşük olması ve piyasanın düşük likiditede olması nedeniyle düşük değerlendirildiği 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 firmadan oluşan bir değerlendirme çalışmasıyla aynı olduğu söylenmektedir. Çalışmada bağlı firmaların toplam değerinden holding değerine ulaşırken holdingleşmenin faydalarının ve maliyetlerinin ortaya konulması gerektiği söylenmektedir. Buna göre holding yapısında genel merkez maliyetinin toplam değer içinde yaklaşık %10’luk bir yer işgal etmekte olduğu ortaya konulmuştur. Yine çalışmada holdingleşme ile elde edilen faydanın ise hesaplanmasının kolay olmadığı söylenmektedir.

- Damodaran (2009) tarafından yayımlanan “The Octopus: Valuing Multi-Business, Multi-National Companies” adlı çalışmada çok-uluslu ya da birden çok firmaya sahip firmaların değerlemesi incelenmektedir. Buna göre bu tarz firmaların tek bir firma gibi ya da “Parçaların Toplamı” yöntemlerinden hangisini seçmesi gerektiğinden bahsedilmektedir. Diğer yandan indirgenmiş nakit akımları ve göreceli değerlendirme çalışmalarına yönelik hipotetik örneklerin de verildiği çalışmada holding değerlendirme konusu bir çok yönüyle incelenmektedir.

- Ahn v.d. (2012)’nin “Valuation of a Holding Company: The Case of SK C&C IPO” adlı çalışmasında SK C&C holding firmasının halka arz değeri bulunurken yapılan değerlemeden bahsedilmiştir. Çalışmada değer hesaplanırken varsayımların neler olduğu ve sektörel bilgiler verilmiştir. Holdingin değeri hesaplanırken net varlık değeri yöntemi ve göreceli değerlendirme yöntemleri kullanılmış ve bulunan değerden bir iskonto yapıp yapılmadığı durumu tartışılmıştır. Göreceli değerlemede Fiyat/Kazanç oranı baz alınmıştır. Karşılaştırılabilir firmaları seçerken Kore, Amerika ve Hindistan’da işlem gören holding firmaların ilgili oranı kullanılmıştır. Bunu ortaya koyarken Kore’de en büyük altı holding firmanın net varlık değerine göre piyasa değerlerini incelemiştir. Bu bağlamda çalışmada Koredeki holding firmaların net varlık değerlerinden ortalama %30 ile %60 arasında iskontolu olarak piyasada işlem gördüğü belirtilmektedir. Çalışmada incelenen holding firma için de bu holding iskontosu değerinin neredeyse %60 olduğu görülmektedir.

- Ferris v.d. (2003) tarafından yapılan “The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols” isimli çalışmada holding yapılarının farklı iş gruplarında yer almasının fayda ve maliyetleri araştırılmaktadır. Bunu yapmak için 1990-1995 yılları arasında Kore piyasasında işlem gören holdingler çalışma kapsamına alınmıştır. Özellikle 1992-1995 yılları arasında değer kayıpları ortaya çıkmıştır. Buna göre holdingin kâr maksimizasyonu yerine kâr istikrarını tercih etmesi, düşük performans gösteren sektörlere aşırı yatırım yapması ve holding yapısı içinde düşük performanslı firmaların sübvansede edilmesi ile kayıplar oluşmaktadır. Bunlara karşılık yüksek borç kapasitesi ve düşük vergi yükleri de holdingleşmenin faydalarıdır. Sonuçta holdingleşmenin maliyetinin faydalasından daha yüksek olduğu ortaya konulmaktadır.

Holding değerlendirme anlamında yukarıda bahsedilen teorik çalışmaların yanında pratikte yapılmış birçok çalışma mevcuttur. Türkiye’de BİST’e kote olmadan önce, birleşme v.b. amaçlarla holdinglerin değerlemesi yapılmaktadır. Bu değerlemelere ilişkin bilgilere çalışmanın firma değerlendirme yöntemleri kısmında yer verilmektedir.

4.2. Değer Kavramı ve Başlıca Değer Kavramları

Bu kısımda değer kavramı tanımlanacak ve başlıca değer kavramları başlıklar halinde incelenecektir.

4.2.1. Değer kavramı

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

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

Finansal varlıkların gerçek (olması gereken) değerinin belirlenmesi son derece önemlidir ve varlık türüne göre gerçek değer belirlenmesinin detayları değişmektedir.

İyi bir yatırım, gerçek değeri pazar değeri altında olan varlıktır. Bu sebeple, varlıklara yatırım yapabilmek için onun değerinin anlayabilmek kadar değer kaynağı da çok önemlidir. Değerlemenin detayları her bir duruma göre değişiklik göstermektedir. Bir gayrimenkulu değerlemek için gerekli bilgi ile bir finansal varlık için ihtiyaç duyulacak bilgi farklı olmaktadır (Karan, 2004:337).

4.2.2. Başlıca değer kavramları

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

- Nominal değer

Menkul kıymetler için kullanılan ve “İtibari” ya da “Kayıtlı” değer olarak da ifade edilen nominal değer, menkul kıymetlerin üzerinde yazılı olan değerdir. 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, Yalçiner, 2014:336).

Nominal değer, diğer taraftan kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek gibi durumlar ile muhasebe açısından önem arz etmekte, finans uygulamalarında ise hisse senedi sayısı ile ön plana çıkmaktadır. Yine hisse senedi kâr payı hesaplamalarında ve sermaye artırımlarında nominal değer kullanılmakta olup bunların dışında fazla bir anlamı bulunmamaktadır (Ercan, 2014:119)

İşletmelerin kuruluşunda nominal değer ile gerçek değer birbirine çok yakın hatta aynı olduğu ifade edilmektedir. Ancak firmanın faaliyeti ilerledikçe iki değer birbirinden farklılaşmaktadır. Belirli olgunluğa erişmiş firmalarda bu fark daha da açılmaktadır. İşletme başarılı şekilde faaliyetlerine devam ettiğinde gerçek değer nominal değer üzerine çıkmakta, başarısız olduğunda ise altında kalmaktadır (Aksöyek, Yalçiner, 2014:336).

Diğer taraftan, ortakların yönetime katılma haklarını da belirleyen bir kavram olarak, değeri genel olarak 1 TL. olarak uygulanmaktadır.

- Defter değeri

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

Defter değeri aynı zamanda “net defter değeri” (net book value), “net değer” (net worth) olarak da isimler alabilmektedir. Defter değeri, firmanın tarihi verileri üzerine kurulmuş olup, firmanın geleceği ile ilgili fazla bilgi vermemektedir (Ercan, 2014:118).

Defter değeri nominal değere göre nispeten daha anlamlı bir değer ölçütü olsa da tarihi muhasebe verileri dikkate alınarak hesaplandığı için gerçek değerden uzak bir sonuç vermektedir (Aksoy, 2014:144).

- Tasfiye değeri

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

Tasfiye değeri faaliyeti sona eren firmalar için anlamlı bir değerdir. Bu değer bir varlık veya varlıklar grubunun ya da tüm firmanın, organizasyonundan ayrı satılabildiği değeridir. İşletme tasfiye edildiği için organizasyonun satışı söz konusu değildir (Erdoğan, 1990:243). Bir diğer anlatımla faaliyetlerine devam eden firmaların teorik olarak tasfiye edildikleri düşünülmekte ve bu nedenle firmanın aktif değerini kağıt üzerinde belirlemek son derece güç olabilmektedir. Faaliyetine devam eden bir firmaların değeri, tasfiye değeri ve işleyiş değerini de kapsamaktadır. Bu nedenle faaliyetlerine devam eden firmaların değeri sinerji etkisi nedeniyle bütünü oluşturan parçaların değerinden fazla olacaktır (Yalçiner, 2014:336)

Firmaların hisse senedinin tasfiye değerinin, ilgili hisse senedinin piyasa değeri için alt sınır olduğu söylenebilir. Hisse senetlerinin tasfiye değeri firmaların gelecek performansını dikkate almadığından dolayı eleştirilmekte ve sadece iflas ya da tasfiye durumlarında dikkate alınmaktadır (Aydın, 1997:219).

- 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 firmanın değeri içerisinde yer aldığı söylenebilmektedir. Bu bağlamda işleyen teşebbüs değeri en temel anlamda faaliyet halindeki bir firmanın organizasyonu ile birlikte bir bütün olarak başka bir firmaya, kuruluşa veya kişiye satılması durumundaki değeridir.

Sermaye piyasalarının etkin olduğu ve hisse senetlerinin piyasada büyük oranda alınıp satıldığı firmaların hisse senetlerinin işleyen teşebbüs değeri, hisse senetlerinin piyasa fiyatı esas alınarak bulunabilmektedir. Bir başka deyişle, etkin piyasalarda işleyen teşebbüs değerinin piyasa değerine eşittir (Aydın, 1997:219).

İşleyen teşebbüs değerini belirleyen üç temel faktör bulunmaktadır (Konuralp, 2001:155):

- Ek Kazanç Gücü: Bir firmanın varlıklarından normal bir oran üzerinde getiri elde etme gücüdür.

- Maddi Olmayan Varlıklar: İşletme bilançolarında yer alan marka, patent, şerefîye gibi unsurlar gerçek değerleri ile yer almadıklarından dolayı bilançoda yer alan değerleri ile gerçek değerleri arasındaki fark işleyen teşebbüs değerinin içerisinde yer almaktadır.

- Gelecekteki Yatırımların Değeri: Değeri belirlenecek firmanın gelecekte yapacağı yatırımlardan elde edeceği olası getiriler de işleyen teşebbüs değerini etkileyecektir.

Bu faktörlerin etkisiyle işleyen teşebbüs değerinin tasfiye değerinden daha yüksek olması beklenmektedir.

- Yeniden tesis etme değeri

Yerine koyma (İkame) değeri olarak da bilinen bu değer hesaplama yöntemi, değerlemesi yapılacak firmanın mevcut üretim kapasitesi ile bugün yeniden kurulması durumunda ne kadar harcama yapılacağı esasına dayanmaktadır. Yatırımın yeniden yapılması varsayımının kullanıldığı bu yöntemde değer hesaplanırken, makine ve

malzemelerin temini süresince oluşabilecek fiyat artışları, kredi faizleri, montaj ve genel giderler dikkate alınmaktadır. Hesaplama sonucu ortaya çıkacak değer potansiyel alıcıların yeni bir yatırıma ödeyecekleri satın alma değeridir (Okka, 2013:407).

Yeniden tesis etme yaklaşımı ile değerlemesi yapılacak firmanın yeniden kurulursa ne kadara mal olacağı belirlenmektedir. Elde edilen bu tutardan borçların cari değeri düşülerek firma değerine ulaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla yeniden tesis etme değerinin temel mantığı “bugün alınırsa kaçta alınır” yaklaşımına dayanmaktadır (Aksöyek, Yalçın, 2014:348).

Bir diğer tanımda yeniden tesis etme değeri, firmanın arsası, binaları ile tüm araç ve gereçleri de dahil mevcut tüm üretim tesislerini bugün yeniden kurmak için ihtiyaç duyulacak kaynak miktarının toplamıdır. Bu anlamda üretim süreçleri standartlaşan çimento, demir-döküm, şeker, enerji v.b. bazı sektörlerde yeni kurulacak tesislerin birim üretim kapasitelerinin kuruluş maliyetleri konusunda standart maliyetler kabul edilmektedir. Örneğin çimento sektöründe her ton üretim için gereken kaynak toplam kapasite ile çarpılarak firma değeri hesaplanabilmektedir. Diğer yandan bu yöntem firmanın yalnızca fiziki değerini içermekte fakat insan faktörü, deneyimleri gibi maddi olmayan varlıklarını yansıtmadığından çok cazip görülmemektedir (Sarıaslan, Erol, 2008:415).

- Piyasa değeri (borsa değeri- market value)

Piyasa değeri, piyasası olan bir varlığın veya varlıkların bu piyasada satılabildiği fiyat olarak tanımlanmaktadır. Eğer satılacak varlık firmanın tümü ise bu durumda işleyen teşebbüs değeri ve tasfiye değeri olarak firmanın fiilen iki piyasa değeri oluşmaktadır (Erdoğan, 1990:243).

Piyasa değerine göre yapılan değerlemelerle bulunan firmanın hisse senedinin fiyatının firmanın değerini en iyi temsil ettiği söylenebilmektedir. Diğer yandan piyasa değeri, piyasa koşullarına göre oluştuğu için o hisse senedinin gerçek değerini göstermeyebilir. Dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa değeri, firmanın durumunda bir değişme olmaksızın piyasa koşullarında değişmelere bağlıdır. Bu nedenle hisse senedinin piyasa değerinin gerçek değeri gösterip göstermediği incelenmelidir (Aydın, 1997:219).

Net aktif değeri (net asset value)

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

- Gerçek değer (intrinsic value)

Hisse senetlerinin olması gereken değeri olarak da adlandırılan gerçek değer, o hisse senedinin ait olduğu firmanın varlıklarını, sermaye yapısını, yatırım imkanlarını, kârlılık durumunu, temettü politikasını, sektörel yapısını ve konjonktürel dalgalanmaları gibi değişkenlerini içerir. Bu değer etkin bir piyasada bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayanmaktadır (Ercan, 2014:120).

Gerçek değer başka bir anlatımla, firma değerlemesine yönelik olarak yapılacak sağlıklı bir analiz ile belirlenen değer olarak tanımlanabilmektedir. Yapılacak analiz ise ne kadar sağlıklı olursa olsun değer üzerinde etkili faktörlerin çeşitliliği ve değeri belirleyen subjektif unsurlar analizciden analizciye değişecek ve bu durum nedeniyle her analizci farklı sonuçlara ulaşacaktır. Analiz yapan kişinin değerlendirmesi sonucu ulaştığı gerçek değer piyasa değeri üzerinde olduğunda hisse senedinin düşük değerlendirildiği ve değerinin artacağı beklenmektedir. Gerçek değer piyasa değerinin altında hesaplandığında ise hisse senetlerinin olması gereken değerinden yüksek değere ulaştığı ve yatırımcılar tarafından değerinin düşeceği beklenmektedir (Aksöyek, Yalçın, 2014:337).

Gerçek değeri tespit edebilmek amacıyla teoride göreceli değerlendirme yöntemi, Gordon modeli yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri ve ekonomik katma değer yöntemi kullanılmakta olup bu yöntemler çalışmanın ileriki bölümlerinde detaylı olarak anlatılmaktadır.

4.3. Firma Değeri ve Firma Değerleme Yöntemleri

Bu kısımda öncelikle firma değeri (firma değerlemesi) kavramı ile değerlemenin kullanım alanları başlıklar halinde ele alınmaktadır. Daha sonra firma değerlendirme yöntemleri genel olarak ve holding firmalar özelinde detaylı olarak incelenmektedir.

4.3.1. Firma değeri

Değerleme kavramı genel olarak varlıkların değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. Firma değeri ya da firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen, firmanın borç ve özkaynaklarının cari tutarlarının toplamıdır. Bir diğer açıdan finans yöneticisinin başlıca hedeflerinden birisi firma değerini hissedarlar açısından maksimum kılmak ve daha genel olarak da hissedarların servetini maksimize etmektir. Bunun için de menkul kıymetlerin piyasa değerlerini belirlemede finansal yöneticinin yeterli bilgiye sahip olması gerekmektedir. Bu ise değerleme teorisi altında yatan temel prensiplerle mümkündür. Bu anlamda firmadaki varlıkların esas özelliği yarattıkları nakit akımları olup, herhangi bir gelir akışına sahip olmayan örneğin bir sanat eserinin değerini belirlemek oldukça güç olabilmektedir. İşletmelerin en temel iki menkul kıymetinden birisi olan tahvillerin değerini belirlemek kolay olduğu halde adi hisse senetlerini değerlemek son derece karmaşık olabilmektedir (Erdoğan, 1990:243).

Firma amacının 1930'lu yıllardan itibaren kâr maksimizasyonu olduğu, Robert Anthony tarafından 1960 yılında yayımlanan “The Trouble with Profit Maximization” adlı makalesi ile tartışılmaya başlanmıştır (Anthony, 1960). Yazar bu çalışmasında firmanın amacının kâr maksimizasyonu olamayacağını savunmakta, kâr kavramının subjektif ve tek başına bir anlam ifade edemeyeceğini söylemektedir. Diğer yandan çalışmada kâr kavramının, kısa vadeli kâr mı? uzun vadeli kâr mı? kârlılık oranı mı? ya da kâr tutarı mı? olduğu gibi soruları cevaplayamadığı belirtilmektedir. Çalışmadaki bir diğer eleştirinin de kâr kavramının yatırımlardan beklenen nakit akımlarının zaman değerini ve riskliliğini dikkate almaması olduğu söylenebilir. Bu anlamda firma amacının kâr maksimizasyonu değil, “firmanın bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olduğu günümüzde geçerlilik kazanmıştır (Ercan, 2014:13-14)

Bir yatırım aracının değerlemesi, geçmiş verilerden ve yapılan analizlerden elde edilen bilgiler doğrultusunda oluşturulan beklentilere dayalı olarak yatırım aracının olması gereken bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Bugünkü değeri tahmin edilen yatırım aracının yüksek veya düşük değerlendirme durumunun tespiti de değerlendirme çalışmasının temel hedeflerinden birisidir (Aksoy, 2014:144).

İşletmelerin mal ve hizmet üretmek için fonlarını varlıklara yatırması ile firmanın net şimdiki değerini ortakları için maksimum kılması 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 güçlüğü ile firma değerlemesi finansal yönetimin en karmaşık konularından birisi durumundadır (Ercan v.d., 2006:2).

İşletme değerinin belirlenmesi, firmanın gerçek değerine en yakın değerini saptama sürecini ifade etmektedir. Bu süreç, firmanın yalnızca maddi varlıklarını değil para ile ifade edilemeyen varlıklarını da hesaplamalarda göz önünde bulundurarak yürütülmektedir (Sayılğan, 2008:367).

Dr. Margaret Blair tarafından yapılan ve Brooking's Institute tarafından hazırlanan araştırmaya göre değer kavramı 1978 yılında %80 maddi varlıklar ve %20 maddi olmayan varlıklarla ilişkilendirilmiştir. Sonraki 10 yıllık süreçte değer kavramı daha farklı algılanmaya başlanmış ve değer kavramının %45'i maddi varlıklarla ve sonraki 10 yıl olan 1988-1998 yılları arasında ise firma değerinin sadece %30'u maddi varlıklarla ilişkilendirilerek büyük bir dönüşüm yaşamıştır (Sullivan, 2000:111)

Değer yaratmanın stratejik bir faktör olduğunun farkına varılmasıyla hisse değeri amacına göre firmaların stratejilerini, yapılarını, yöntemlerini ve yöneticilerin performanslarını izleyen ve buna göre ödüllendirme ölçütlerini gösteren değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır (Ercan, v.d., 2006:2). Değere dayalı yönetim, değer yaratmayı amaçlayan, teşvik eden ve değeri ölçen bir yönetim anlayışı olarak 1980'li yıllardan 1990'lı yılların sonuna kadar firma başarısına bakışı değiştirmiş, firma felsefesinin merkezine hissedarlara değer yaratmayı koyan bir felsefedir. 2000'li yıllarda ise, değere dayalı yönetim anlayışı büyük bir gelişme göstererek tek boyutlu bir finansal ölçüm aracının ötesine geçerek gerçek bir performans değerlendirme sistemi haline gelmiştir (Ercan, 2014:333).

4.3.2. Değerlemenin kullanım alanları

Sermayenin tabana yayılmadığı ekonomilerde halka açık bilgilere talep fazla değildir. Bu nedenle sermaye daha verimli alanlara doğru hareket edememekte ve sermaye piyasası

etkin olamamaktadır. Sermayenin yaygın olmaması nedeniyle firma yöneticileri, firma değerini artırma anlamında çok fazla çaba göstermemektedir. Bu nedenle, firma yönetiminin en önemli ölçüsü olan piyasa değeri, yatırımcılar tarafından önemsizmiş gibi algılanabilmektedir (Copeland v.d., 1996:9).

Firma değerlemesi ekonomik birimler tarafından farklı amaçlarla yapılmaktadır. Firma değerinin tespiti bazı durumdaki toplumun bir kesimiyle ilgiliyken bazı durumlarda ise tamamıyla ilgilidir. Bu nedenle firma değerinin tespit edilme nedenleri genel anlamda şöyledir (Hatipoğlu, 2011:7):

- Firmalar, finansal yapılarının reorganizasyonu için mevcut varlıklarının bir kısmını satmak isteyebilirler. Bu nedenle söz konusu varlıkların fiyatının belirlenmesi gerekmektedir.

- Firmalar, getirisi daha yüksek başka bir alanda yatırımlarının finansmanı amacıyla varlıklarını elden çıkarabilirler. Bu anlamda firmalar yapılacak yeni yatırımlar için uygun kaynak bulunamazsa, kendi varlıklarını satabilirler. Bu durumda firmaların kendi varlıkları satılırken de değerlendirilmesi gerekmektedir.

- Firmalar daha yüksek kârlılık amacıyla sermaye bütçelemesi yapmaları ya da eski makineler yerine yeni makine almak istemeleri durumunda alternatif maliyetlerin hesaplanması amacıyla değerlemeye ihtiyaç duymaktadır.

- Firmaların iflas durumlarında tasfiye değerinin tespiti gerekecektir.

- Sermaye piyasalarından kaynak elde etmek isteyen firmaların halka arz edilmelerinde, firma birleşmelerinde, satın almalarda ve temettü dağıtımı gibi duumlarında hisse senedi değerlemesi yapılacaktır.

- Hükümetler, kaynak sağlayabilmek amacıyla devlete ait kuruluşları özelleştirmek için değerlendirme yaptıracaklardır.

Firma değerlendirilmesi, yukarıda maddelendiği gibi reorganizasyondan firma birleşmelerine kadar pek çok alanda kullanılmakta olup, farklı alanlarda farklı roller üstlenmektedir. Bu rollerden en önemlileri daha detaylı olarak aşağıda incelenmektedir.

- Finansal yönetim

Firmanın ve finansal yönetimin amacının firma değerinin maksimizasyonu olduğu için finansal kararlar, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkiler ortaya konulmalıdır. Yönetim danışmanlığı yapan firmalar, firma değerinin nasıl artırılacağı konusunda hizmet vermektedirler. Bu firmaların danışmanlığını yaptıkları firmalara reorganizasyon teklif etmeleri nedeniyle bu anlamda büyük bir pazar oluşmuştur (Damodaran, 2012:12).

Firmanın faaliyetleriyle ilgili alınmış kararlar, uygulamalar, sermaye yapısı ve hukuki düzenlemeler gibi nakit akımlarını ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen faktörler, firma değerinin tespit edilmesinde etkili olduğu için, finansal yönetim ve değerlendirme birbiriyle yüksek düzeyde ilişkilidir. Yine değerlemenin son zamanlarda artan önemiyle birlikte finansal yönetim ve değerlendirme kavramları birbirleriyle daha yakın ilişki içindedir.

- Birleşme, devir alma ve franchising işlemleri

İşletmelerin büyüme stratejileri anlamında rakip firmaların veya farklı sektörlerden firmaların tamamen ya da kısmen satın alınması önceliklidir. Satın alma, birleşme ya da franchise anlamında satın alınması düşünülen hedef firmaların değerlemesi önem arz edecektir. Diğer yandan birleşme ve satın alma sürecinin sonunda sinerji etkisiyle birlikte daha büyük organizasyonların kurulması beklenecektir (Karakoca, 2011:9).

- Özelleştirme ve halka açılma

1980’li yılların başından itibaren devletin ekonomide ağırlığını azaltmak, yerli ve yabancı yatırımcıları finans piyasalarına yönlendirerek yeni kaynak yaratmak, piyasa ekonomisinin daha etkin çalışmasını sağlamak ve verimliliği artırmak amacıyla tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de artan bir trend olan özelleştirme uygulamaları için değerlendirme çalışmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Özelleştirme anlamında öncelikli konu, özelleştirilecek kurumun değerinin taraflarca doğru şekilde tespitidir. Alıcı ve satıcı için başarılı bir özelleştirme işlemi ancak değerlendirme sürecinin ardından doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkündür (Ercan, v.d., 2006:10-11).

İşletmelerin halka arzında değerlendirme en önemli unsurlardandır. Halka açılan bir firmanın yatırımcılar açısından iyi bir yatırım aracı olabilmesi, hisse senetlerinin doğru değerlendirilmesi ve bunu baz alan halka arz fiyatı ile yatırımcının yüksek getiri elde etmesine bağlıdır. Bir firmanın yüksek performans göstermesine rağmen halka arz sırasında kötü fiyatlandırılması, bu firmayı cazip yatırım olmaktan çıkarabilir. Bu anlamda üzerinde en çok durulacak noktalardan biri, firmanın gerçek değerinin doğru bir biçimde belirlenmesidir (Küçükcaraba, 2012:21).

- Portföy yönetimi

Değerleme, yatırım felsefesi oluşmasının yanında, portföye alınacak hisse senetlerinin seçiminde de büyük oranda etkilidir. Portföy yönetimi, yatırımcıların elindeki fonların, mevcut menkul kıymetler arasında minimum risk ve maksimum getiriyi sağlayacak şekilde dağıtımıdır. Diğer bir anlatımla portföy yönetimi, yatırımcıların sahip olduğu toplam menkul kıymetlerin seçimi ve bunların her birinden ne miktarda portföye dahil edileceğini konusundaki belirli yöntem ve teknikleri içermektedir (Turhan, Ceylan, 2007:22-23).

Portföye alınacak hisse senetlerini seçerken değerlendirme önemli bir konumdadır. Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi, aktif (kısa vadeli) ve uzun vadeli (pasif) yatırımcılara göre farklılık göstermesidir. Aktif bir yatırımcı için değerlendirme önemi daha fazla, pasif yatırımcı için ise nispeten azdır. Aktif yatırımcılar arasında da yatırım türleri açısından değerlendirme rolü değişmektedir. Pasif yatırımcılar değerlemeyi diğer yatırımcılara göre daha az kullanırlar ve firmanın gelecekteki değerine odaklanırlar (Ercan v.d., 2006:9).

Sermaye piyasalarındaki yatırımcılar değerlendirme çalışmasında temel analizi büyük oranda kullanırken teknik analizi ise yardımcı analiz olarak kullanmaktadır. Temel analizi kullananlar, firmanın doğru tespit edilen değeri ile firmanın büyüme beklentisi, risk profili ve nakit akışları gibi finansal özellikleri arasında yakın ilişki olduğunu düşünmektedirler. Gerçekçi varsayımlar altında tespit edilen değer, firmanın eksik değerlendirildiğinin ya da aşırı değerlendirildiğinin göstergesidir (Damodaran, 2002:8). Teknik analiz ise hisse senetlerinin fiyat hareketlerini açıklamaya veya öngörmeye yönelik bir analiz türüdür. Bu analizde psikolojik ve matematiksel boyutlar hesaba katılmaktadır. Teknik analizciler açısından firma değerlemesi çok önemli değildir. Bunun nedeni teknik analizcilerin firmaların geçmiş fiyat

hareketlerine ve işlem hacimlerine bakmaları ve bunlara göre gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin edebileceklerine inanmalarıdır. Teknik analizciler firma değerlemesini ancak destek ve direnç noktalarını belirlerlerken kullanabilmektedir.

- Tasfiye

İşletmelerin içsel veya dışsal sebeplerle faaliyetlerine son vermeleri halinde varlıklarının tasfiye değerini bulmak, bir zorunluluk olmaktadır. Bu değeri bulmak için firmanın bütün varlıklarının nakdi değeri tahmin edilmekte ve elde edilen toplam varlık tutarından borçların değeri düşülmektedir.

Tasfiye edilen firmalar için yapılacak değerlendirme, çoğunlukla indirgenmiş nakit akımları temelli geleceğe yönelik olmayan, firmanın varlık ve borçlarının öne çıktığı bir değerlendirme çalışmasıdır. Bu anlamda özellikle firmanın likiditasyon değeri doğru ve gerçekçi tespit edilerek tarafların hakları korunmuş olacaktır (Ercan, v.d., 2006:12).

4.3.3. Firma değerlendirme yöntemleri

İşletmenin değerini belirleme ya da firma değerlendirme kullanılacak yöntemi seçilmesi, değerlendirme yapacak analistlerin fikir birliği sağlayamadığı bir konudur. Bunun sebebi bir firmanın değerinin amaca, zaman ve kullanılan yönteme göre farklılık gösterebilmesidir. Örnek olarak zorunlu olarak firmasını satmak isteyen bir kişi 10 milyon TL yatırımla firmasını kurmuş olsa da satış aşamasında istekli müşterilerin çok az olması nedeniyle 5 milyon TL'ye satmaya razı olabilmektedir. Bu nedenle firmaların tek bir değeri değil değişen bir aralıkta değerinin olduğu söylenebilmektedir (Sarıslan, Erol, 2006:411).

Diğer yandan firmaların tasfiye veya süreklilik durumlarına göre de değerlemesi farklılık arz edebilmektedir. Eğer firma tasfiye edilecekse elde edilecek değer ortakların ellerine geçecek bir seferlik kaynak miktarı olmaktadır. Süreklilik esasına dayalı olarak elde edilecek değerde ise firmanın uzun dönem faaliyetlerinden elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değeri dikkate alınmaktadır (Sarıslan, Erol, 2006:412).

Firma değerlemesine yönelik uygulamalarda kullanılabilecek yöntemler, indirgenmiş nakit akımları yöntemi (Discounted Cash Flows Method) ve göreceli değerlendirme yöntemi (Relative Valuation Method) olarak iki ana başlıkta toplanabilir. Bu yöntemler dışında,

Gordon Modeli, düzeltilmiş bugünkü değer (Adjusted Present Value), opsiyon değerlendirme ve ekonomik katma değer (Economic Value Added) yöntemleri de kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden her biri farklı açılarla firma değerini belirlemeye çalışmakta ve her biri farklı varsayımlara dayandığından ulaşılan değer farklılaşması tartışma konusu olabilmektedir. Diğer yandan 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.

4.3.3.1. Firma değerinin göreceli değerlendirme yöntemi ile tespiti

Göreceli değerlemenin temeli, firma değerlemesi yapılırken aynı özelliklere sahip olan karşılaştırılabilir firmaların verilerinin kullanılmasıdır. Göreceli değerlendirme ile değeri tespit edilecek firmanın hisse senedinin değeri; kâr, nakit akımları, defter değeri ya da hasılat gibi değişkenlere göre belirlenmektedir. Bu yöntemde bu değişkenlere ilişkin oranlar kullanılarak değer belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yöntem uygulanırken, borsaya açık olmayan firmaların hisse senetleri için ilgili firmayla aynı alanda faaliyette bulunan ve/veya aynı risk grubundaki firmalar tespit edilmekte ve bu firmaların verilerinin ortalama değerleri kullanılarak hisse senedi değeri belirlenmektedir. Böylece halka açık olmayan firmaların değeri bulunurken göreceli değerlendirme yöntemlerine başvurulmaktadır (Aksoy, 2014:164).

Değerlemesi yapılacak firmanın sektöründe yer alan firmalar göreceli değerlendirme için karşılaştırılabilir firmalar olarak kabul edilmektedir. Bu firmaların nakit akımları, büyüme potansiyeli ve riskliliği, değerlendirme yapılacak firmayla benzer sayılmaktadır. Bu anlamda göreceli değerlemenin sağlıklı olabilmesi için değerlendirilecek firmanın yukarıda belirtilen özellikler ile örtüşen karşılaştırılabilen firmalardan seçilmesi önemlidir. Göreceli değerlemeyi tanımlarken, değerlendirme yapılacak firmanın yer aldığı sektör ile karşılaştırılabilir firmaların yer aldığı sektörün benzer ya da aynı olması gerektiğine ilişkin bir ön kabul yoktur. Yine de, değerlendirme yapılacak firmayla karşılaştırılabilir firmanın aynı sektörde yer alması ön koşulu, firma değerlendirme anlamında yapılan çalışmaların birçoğunda yer almaktadır. Bu durum ise ancak değerlendirme yapılacak firmanın faaliyet gösterdiği sektörde yer alan firma sayısının analizin yapılabilmesi anlamında yeterli bir sayıda olması halinde geçerlidir. Bu bağlamda karşılaştırılabilir firmaların seçimi şu aşamalarla yapılmaktadır (Ercan, v.d., 2006:43-44):

- Farklı veri kaynaklarından elde edilecek bilgiler kullanılarak, değ erlemesi yapılacak firma ile aynı ya da benzer iş kollarında faaliyette bulunan firma listelerini oluşturulması,

- Bu firmaların detaylı iş tanımları düzenlenmesinin yapılması ve böylece faaliyet alanları ile finansal özellikleri farklı olan firmaların oluşturulan listeden çıkarılması,

- Kalan potansiyel karşılaştırılabilir firmaların her birinin detaylı finansal bilgilerinin toplanarak, bunları belirli bir formatta raporlanması,

- Karşılaştırılabilir ve değ erlemesi yapılacak firmaların verilerinin eksik kalması durumunda, eksik verileri gidermek üzere düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Analiz yapılacak firmanın sektöründe yer alan firmaların nispeten az olması durumunda, benzer bir yaklaşı m mümkün olamamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri dışındaki bir çok ülke hisse senedi piyasasındaki pek çok sektörde kamuya açık ve hisseleri borsada işlem gören yeterli sayıda karşılaştırılabilir firma bulmak oldukça zordur. Diğ er yandan, ilgili sektörde yer alan firmaların risk durumları, büyüme seviyeleri ve nakit akımlarının profilleri gibi özellikleri aasında farklılıkların olması halinde, yine aynı sektörde karşılaştırılabilir firmaların bulunması oldukça zorlaşacaktır (Damodaran, 2002:463).

Bir diğ er tanıma göre göreceli değ erleme, varlıkların değ erini piyasada fiyatı oluşmuş benzer varlıklara göre belirlemeyi amaçlayan bir yöntemdir. Bu yöntem, değ erlemesi yapılacak varlığa ilişkin veriler ile çeşitli piyasa oranları oluşturularak uygulanmaktadır.

Göreceli değ erleme yöntemi iki aşamada uygulanır. İlk aşamada, defter değ eri, kâr, zarar v.b. tutarlardan ya da firmalar veya sektörlerden türetilebilecek standardize edilmiş oranlar oluşturulmaktadır. İkinci aşamada, analiz edilen firmaya benzer firmalar ile karşılaştırma yapılmaktadır.

Bu anlamda yöntemin genel özellikleri ise řu şekilde sıralanmaktadır (Aksoy, 2017:680).

- Subjektiftir,
- Piyasa fiyatının gerçek değ erle aynı olduğu varsayılmaktadır,
- Geçmiş verilere göre oluşturulan oranlardan yararlanılmaktadır,

- Borsada işlem gören firmalar için kolaylıkla uygulanabilir bir yöntem olduğu halde, kamuya açık olmayan firmalar için benzer özellik gösteren firmaların bulunması halinde kullanılabilir.

- Kolaylıkla uygulanabilen bir değerlendirme çeşididir.

Bu yöntemin uygulanmasının bir örneği firmanın değerinin sektördeki ortalama fiyat/kazanç oranı ile kullanılarak hesaplanmasıdır. Burada sektördeki diğer firmaların piyasa değeri ortalamasıyla değerlendirme yapılacak firmanın karşılaştırılması ana amaçtır. Geniş kullanımı olan bir diğer oran da piyasa değeri/defter değeridir. Bu oran yardımıyla firmanın değerlemesi fiyat/kazanç oranına benzer şekilde yapılmaktadır. Diğer yandan bu oranlarla firmaların aşırı veya düşük değerlendirildiği analiz edilmektedir.

Analistlerin bir kısmı, göreceli değerlendirme yönteminin geleceğe yönelik olmadığı söylenmektedir. Bu ise doğru olmayan bir durumdur. Bunun sebebi olarak firmanın bilanço ve gelir tablosundan elde edilen oranların hem firmanın gerçek durumunu hem de geleceğe yönelik projeksiyonlarının da temelini oluşturmasıdır. Örneğin, yeni kurulmuş teknoloji firmaları için kullanılacak yeterli veri olmasa da bu oranlarla hesaplanan firma değeri pozitif olabilmektedir. Bunun sebebi olarak bu firmalara yatırım yapacakların, firmanın gelecekteki nakit akımlarını pozitif ve finansal performansını yüksek beklemesidir (Hitchner, 2003:185).

Göreceli değerlendirme yönteminin bir diğer adlandırması “Fiyat Katsayılarına Göre Değerleme Yöntemi” dir. Bu anlamda firmanın piyasadaki fiyatının hangi performans ölçüsü ile ilişkili olduğu belirlenmektedir. Finans teorisinde ise hangi fiyat katsayısının kullanılacağına ilişkin kesin bir bilgi olmadığı için tek bir katsayı yerine birden çok katsayı zorunlu olarak kullanılmaktadır. Bazı sektörler için fiyat katsayılarından birisi ya da birkaçı en doğru sonucu verirken bir başka sektör için hiç bir katsayı en iyi sonucu vermeyebilir. Örnek olarak, farklı sektörlerde yer alan firmaların Fiyat/Kazanç oranına göre karşılaştırılması uygulamada genellikle çok uygun olmamaktadır. Bu sebeple, fiyat katsayılarını kullanarak değerlendirme yaparken, sektörler için göreceli olarak en iyi ölçen katsayının seçilmesi önemlidir. Bu bağlamda analizlerde en çok tercih edilenler Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri katsayıları olup, sektörde değerlendirme yapılan firmaya benzeyen firmaların ortalamaları hesaplanarak değerlemesi yapılacak firmanın bu

ortalama katsayılara göre olması gereken değeri bulunabilmektedir. Değerleme yapılırken kullanılan katsayıların başlıcaları şunlardır (Ercan, 2014:122-123):

- Piyasa Değeri/Kazanç,
- Piyasa Değeri/Defter Değeri,
- Piyasa Değeri/Satışlar,
- Piyasa Değeri/Duran Varlık,
- Piyasa Değeri/Faaliyet Kârı.

4.3.3.1.1. Göreceli değerlemenin aşamaları

Göreceli değerleme yönteminde üç aşamalı bir süreç kullanılmaktadır. Bu aşamalar sırasıyla şöyledir (Palepu, Healy ve Bernard:2000:7-11):

- Değerleme için kullanılacak uygun fiyat katsayıları bulunur,
- Karşılaştırılabilir firmalar saptanır,
- Karşılaştırma sonucu ilgili firmanın göreceli değeri hesaplanmaktadır.

İlk aşamada kullanılacak katsayıları belirlerken kullanılabilecek büyüklük ölçüleri genellikle satışlar, net kâr, defter değeri ve duran varlıklardır. Diğer yandan, fiyat tespit edilirken ilgili sektöre yönelik bazı özel katsayıların, genel katsayılara göre daha kullanışlı olduğu da görülmektedir. Bu duruma örnek olarak, fast-food sektöründeki bir firmanın değerlendirilmesinde restoran başına fiyatın, havayolu firmalarında uçulan saat başına fiyatın ya da çimento sektöründeki firmalar için ton başına fiyatın kullanılması verilebilmektedir.

Gelir tablosunun en yukarıdan en aşağıya doğru; satışlar, brüt satış kârı, faaliyet kârı ve son olarak net kâr ile sona eren yapısı göz önüne alındığında, fiyat katsayısının belirlenmesinde kullanılacak ölçü de muhasebe farklılıklarından, yukarıdan aşağıya gidildikçe daha çok etkilenecektir. Bu nedenle firmayı değerlerken ölçü olarak satış kalemi, net kâr rakamına göre muhasebe politikalarından daha az etkilenecektir. Buna örnek olarak amortisman veya stok değerlendirme anlamında muhasebe politikası farklılıkları, net kâr tutarını büyük oranda etkilemekteyken, satış kalemini etkilememektedir. Diğer yandan, gelir tablosundan satışlar gibi daha yukarıdan bir kalem seçilirse, bu sefer de firmaların faaliyetlerinin etkinliklerinin farklılaşması yeterince yansıtılamayacaktır. Bu farklılıklar

hem karşılaştırılan firmaların fiyatını hem de değerlemesi yapılan firmanın değerini etkilemektedir (Beninga, Sarig, 1997).

İkinci aşamada değerlemesi yapılacak firmanın değerini bulmak için analiz edilecek firmaya benzer oldukça fazla sayıda firma kullanmak gerekmektedir. Burada karşılaştırılabilir firmaların birbirlerine çok benzemesi durumunda geriye analiz yapmak için az sayıda firma kalabilecektir. Bu az sayıda firmalardan birisi de aşırı bir uç orana sahipse, bu durumda ortalama oran çok etkileneceğinden elde edilecek oran bu firmalar grubunu iyi temsil edemeyecektir. Bu nedenle analizde karşılaştırılabilir firmalar seçilirken bir denge oluşturulmalı ve aşırı değerlerin değerlendirme sonucunu etkilemeyeceği ölçüde firma kullanılmalıdır. Diğer yandan, karşılaştırılabilirliği ortadan kaldıracak kadar çok firma da analize konulmamalıdır.

Üçüncü ve son aşamada ise daha önce hesaplanan karşılaştırılabilir firmaların ortalama oranları, firmanın tahminlenen firma performans değerine uygulanarak firmanın değeri hesaplanabilir. Değişik oranlarla hesaplanan firma değerlerinin genellikle birbirlerinden farklı olmalarının nedenlerini ortaya çıkarmak için de bazı analizler yapılmalıdır.

4.3.3.1.2. Göreceli değerlemede kullanılan oranlar

Göreceli değerlemede kullanılan oranlardan daha önce bahsedilmektedir. Bu kısımda ise firma değerlemesi anlamında en çok uygulama örneği olan ve literatürde en çok incelenen Fiyat/Kazanç oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı kavramları detaylı olarak incelenecektir.

- Fiyat/ Kazanç oranı

Fiyat/Kazanç oranı, bir hisse senedinin kazancının kaç katına satıldığını ve pay sahiplerinin sermayelerini yatırdıkları hisse senetlerinden bekledikleri getiriyi göstermektedir. Diğer bir anlatımla yatırımcıların 1 birim dönem net kârı için ödemeye hazır olunan fiyat da bu oran ile temsil edilmektedir. Oran aynı zamanda hisse senedi yatırımı ile kazanılacak getirinin, hisse senedi yatırımı karşılayacağı ya da amorti edeceği dönemi göstermektedir. Bu bakımdan oran, proje değerlendirme yöntemlerinden geri ödeme süresi yöntemini anımsatmaktadır. Ayrıca Fiyat/Kazanç oranı hisse senedi yatırımı yapmak için karşılaştırma kriteri olarak da kullanılabilir. Buna örnek olarak borsanın ortalama

Fiyat/Kazanç oranı ile yatırım yapılacak firmanın Fiyat/Kazanç oranının karşılaştırılmasıyla yatırımcılar daha rasyonel olabilmektedir (Sayılğan, 2008:143-144).

Fiyat/Kazanç oranı; firmanın satışlar ve kârlarındaki artış, firma riski, sermaye yapısı, temettü dağıtım biçimi, yönetim kalitesi v.b. gibi faktörlerle yüksek derecede ilişkilidir. İşletmenin gelecekte başarılı olacağı düşünülüyorsa Fiyat/Kazanç oranının yüksek ve tersi durumda düşük olacağı söylenebilmektedir. Diğer yandan bu oran ile firmanın beklenen getirisi ilişkilidir. Firmanın riskliliğinin yüksek olması durumunda yatırımcıların firmadan daha yüksek getiri beklemesi ile Fiyat/Kazanç oranı da düşecektir. Firmanın riskinin düşük olması ve gelecekte başarılı olacağının beklenmesi durumunda ise yatırımcıların daha düşük getiriye razı olacaklar ve Fiyat/Kazanç oranı yükselecektir (Okka, 2009:358-359).

Bu durum matematiksel terimlerle açıklanmak istenirse, Fiyat/Kazanç oranı; firmanın kâr dağıtım oranı ve gelecekte beklenen büyümesinin artan fonksiyonu iken, riskliliğinin azalan fonksiyonudur. Firmanın kâr payı dağıtım oranı yükseldikçe oranın payı yükseleceği için Fiyat/Kazanç oranı da yükselecektir. Benzer şekilde, firmanın büyüme oranının gelecekte artması bekleniyorsa, ifadenin paydası azalacak ve oran yine yükselecektir (Ercan, v.d., 2006:50).

Halka açık firmalar için kolaylıkla hesaplanabilen bu yöntem, halka açık olmayan firmalara uygulanamamaktadır. Yöntemde firmanın gerçek değeri, aynı ya da benzer sektördeki ve risk grubundaki firmaların hisselerinin Fiyat/Kazanç oranları kullanılarak hesaplanmaktadır. Bu yöntemde fiyat ifadesi piyasa fiyatını, kazanç ifadesi ise hisse başı net kârı göstermektedir.

Fiyat/Kazanç oranı yatırımcıların en çok kullanıldığı yöntemlerden birisidir. Bu durumun temel sebepleri şöyle sıralanabilmektedir (Karan, 2004:632):

- Bu yaklaşımda risk, büyüme veya temettü ödeme rasyosu gibi bazı verilerin kullanılmasına gerek yoktur,
- İstatistiki olarak hesaplanması oldukça kolaydır,
- Karşılaştırma yapılması oldukça basittir,
- Risk, büyüme v.b. faktörleri içermektedir.

Bu yöntem ile firmaların Fiyat/Kazanç oranları, sektörün ortalama Fiyat/Kazanç oranları ile karşılaştırılarak firmanın hisse senetlerinin ucuz veya pahalı olduğu belirlenmektedir.

Piyasa fiyatının gerçek değeri yansıttığının kabul edildiği bu yöntem, piyasa değeri dalgalanan ya da zararda olan firmalar için kullanılabilen bir yöntem değildir. İlgili sektörde yeterli firma sayısının azsa ve gelecek için tahmin edilen fiyat yanlışsa yöntem yine kullanılamamaktadır. Diğer yandan pek çok faktörden etkilenebilen piyasa fiyatının gerçek değeri gösterdiği varsayımının da doğru bir yaklaşım olduğunu kabul etmek çok da mümkün değildir (Aksoy, 2017:681).

Fiyat/Kazanç oranı hesaplanırken en büyük sorun, “hisse başına net kâr” kavramının farklı şekillerde ele alınmasıdır. Fiyat/Kazanç oranı hesaplanırken; cari dönem hisse başına net kâr, forward (gelecek) hisse başına kâr, seyreltilmiş hisse başına kâr gibi değerler de kullanılabilmektedir (Ercan, v.d., 2006:48). İşletmelerin büyüme potansiyellerinin ve riskliliklerinin de yüksek olması durumunda hesaplanan Fiyat/Kazanç oranının, hesaplamada kullanılacak hisse başına net kâr değeri ile ilişkili olarak büyük oranda farklı değere sahip olması iki şekilde açıklanabilmektedir (Damodaran, 2002:468-469):

- Bir firmanın yüksek büyüme durumunda olması nedeniyle hisse başına kazanç değerinin kararsız olması.

Bu durum nedeniyle forward hisse başına net kârın cari dönem hisse başına kazançtan daha farklı olmaktadır.

- Yönetim adına verilen pay senedi satın alma opsiyonları.

Yine bu durum nedeniyle yüksek büyüme hızına sahip firmalarda çalışanlara verilen opsiyonların hisse senedine nazaran daha fazla olmasıyla, seyreltilmiş hisse başına net kâr ve esas hisse başına kâr arasındaki fark artacaktır.

Fiyat/Kazanç oranı yaklaşımında önem taşıyan faktörlerin başında hisse başına net kâr gelmektedir. Burada kullanılacak net kâr rakamı olarak, cari dönemde oluşan kâr ya da gelecek dönemlerde tahmin edilen kâr tutarlarının ortalaması da kullanılabilmektedir. Diğer yandan sektörün veya firmanın yapısından kaynaklanan özellikler bu oranı etkilemektedir.

Ayrıca geçmiş dönem satış ve kâr farklılıkları, borç-özsermaye oranları, temettü politikası, risklilik durumları kâr seviyelerinin değişimini etkilemektedir (Ercan, Ban, 2014:123). Tüm bu varsayımlar ile Fiyat/Kazanç oranı şöyle hesaplanabilir:

$$\text{Fiyat/ Kazanç Oranı} = \text{Hisse Başına Fiyat/ Hisse Başına Net Kâr}$$

Fiyat/Kazanç oranı ile değerlemesi yapılan firmanın hisse başına net kâr tutarı çarpılarak, hisse senedinin gerçek değeri bulunmaktadır.

- Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı yöntemi, bir firmanın pay senedinin olması gereken değerini hesaplarken sıklıkla kullanılabilecek bir diğer göreceli değerlendirme yaklaşımıdır. İfadenin paydasında yer alan defter değeri, firmanın bilançosunun özsermaye kısmıdır. Bu oran, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin kaç katına ulaştığını ve diğer firmalarla karşılaştırmasını sağlayarak yatırımcıların ilgili hisse senedini alma ya da satma kararı vermesine yardımcı olmaktadır. Bu yöntemin sağlıklı uygulanması için değerlemesi yapılacak firmayla aynı sektörde, benzer riskliliğe sahip ve piyasada alınıp satılan firmaların hisse senetlerinin Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları bulunmaktadır. Son aşamada ise değerlendirilecek hisse senetlerinin defter değeri ve hesaplanan bu oran çarpılarak ilgili firmanın olması gereken değeri hesaplanmaktadır (Ercan, Ban, 2014:125).

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, halka açık firmalarda kolaylıkla hesaplanırsa da halka açık olmayan firmalar için mümkün olamamaktadır. Bu sebeple halka açık olmayan firmalar için bu oran kullanılmak istenirse, aynı sektörde yer alan, benzer risk seviyesinde bulunan ve payları piyasada işlem gören firmalardan oluşan bir portföy setinin ortalaması kullanılabilmektedir. Halka açık olmayan firmaların payları için ise son aşamada değeri belirlenmek istenen firmanın defter değeri, hesaplanan ortalama Piyasa Değeri/Defter Değeri ile çarpılarak bulunmaktadır (Aksoy, 2014:166-167).

Bu yöntem kolaylıkla uygulanabilse de çoğu zaman sağlıklı sayılamaz. Bunun nedeni, piyasa fiyatının firmanın gelecekteki nakit akımlarına, defter değerinin ise tarihi değerlere dayanmasıdır. İşletmenin gelecekte beklenen büyümesi oranında ya da firmadan beklenen getiride pozitif ya da negatif beklentiler oluşursa, firmanın hisse senetlerinin fiyatı hemen bundan etkilenecektir. Bu durumları göz önüne almadan sadece orana odaklanarak ilgili

hisse senedinin ucuz ya da pahalı olduğu kararını vermek gibi bir önyargı yatırımcıyı hataya götürebilecektir. Diğer taraftan firmaların, muhasebe uygulamaları ve bu uygulamaların orana etkisini giderebilmek için detaylı bilgiye sahip olmamaları ile analiz yine sağlıklı olamamaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri ile analiz yapmak için önemli hususlar, firmalar arasındaki muhasebe uygulama ve temettü dağıtım farklılıklarıdır. Örnek olarak, amortisman, stok değerlendirme ya da bazı giderlerin aktifleştirilmesi ya da doğrudan gider olarak kaydedilmesi gibi uygulamalarda oluşabilecek farklılıklar, firmaların özsermaye kaleminin altında yer alan kâr rakamlarını etkilemektedir. Bir diğer önemli etki ise firmanın iştirak ve duran varlık yatırımlarının değerlemesindeki farklılıklardır. Firmaların defter değerlerini büyük oranda etkileyebilen bu farklılıklar göz önüne alındığında ancak sağlıklı bir değerlendirme çalışması yapılabilmektedir (Üreten, Ercan, 2000:132).

Bir firmanın piyasa değeri ve defter değeri ilişkisinin yüksek düzeyde karmaşık bir finansal yönetim konusu olduğu söylenebilmektedir. Bu oran; firmadan beklenen kâr payı dağıtım oranı, firmanın kazançlarından beklenen büyüme oranı ve firmanın risklilik derecesi ile yakından ilişkilidir. Yine de oranı belirleyen asıl değişken firmanın özsermaye getirisi olduğu görülmektedir. Özsermayenin getirisi ne kadar yüksekse, firmanın Piyasa Değeri/Defter Değeri de o kadar artacaktır (Ercan, v.d., 2006:62).

Yatırımcılar Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını, birçok avantajı olduğu için sıklıkla kullanmaktadırlar. Bunlar maddeler halinde şöyle sıralanabilir:

- Nispeten güvenilir ve istikrarlı bir kavram olarak defter değerinin, piyasa değeri ile karşılaştırılması mümkündür,

- Değerlemesi yapılacak firma ile karşılaştırma yapılacak benzer firmalar göz önüne alındığında bu oran, firmanın yüksek ya da düşük değerlendirildiğinin bir göstergesi sayılmaktadır,

- Bir diğer önemli fiyat katsayısı olan Fiyat/Kazanç oranının, değerlendirme yapılacak firmanın zarar elde etmesi durumunda kullanılamasa da Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı kullanılabilmektedir.

Diğer yandan firma değerlemesinin Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına göre yapılmasının bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlar da şöyledir (Aksöyek ve Yalçın, 2014:347, Damodaran, 2002:511-512):

- Defter değeri ile piyasa değeri arasındaki ilişkinin çok yakın değildir,
- Bu oran ile kıyaslama yapılabilmesi için benzer nitelikte ve borsada işlem gören yeterli sayıda firmanın bulunmaması durumunda yapılacak değerlendirme sağlıklı olmayacaktır,
- Defter değerinin, amortisman ya da stok politikalarından etkilenmesi ve son yıllarda uygulanması zorunluluk arz eden ve giderek artan muhasebe standartlarının farklı yorumlanması nedeniyle yapılan analizlerin tutarlı bir şekilde uygulanması mümkün olmayacaktır,
- Defter değerinin, duran varlıkları nispeten az olan hizmetler sektörü firmaları ya da yüksek teknoloji üreten firmalarda çok da anlam ifade etmemesi nedeniyle yine yapılacak analizin anlamlılığı düşecektir,
- Özsermayenin defter değerinin, firmanın devamlı zarar etmesi durumunda negatife dönmesi de oranın anlamsız çıkmasına neden olmaktadır.

Belirlenen Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı ile değeri belirlenecek firmanın defter değeri çarpılarak bulunan değer firmanın değeridir ve şöyle formüle edilebilmektedir:

Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı= Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı/ Hisse Başına Özsermayenin Değeri

Olması Gereken (Gerçek) Firma Değeri= Hisse Senedinin Defter Değeri x Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı

Fiyat/Kazanç oranı gibi Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı da; ülkeler arasında, firmalar arasında ve belli bir dönem boyunca karşılaştırılabilir bir orandır. Genel anlamda oranların, 1 (bir) değerinin altına düşmesi ile ilgili hisse senedinin düşük değerlendirildiğini ve bu nedenle iyi bir yatırım olacağını söylenebilmektedir. Diğer yandan özsermaye getirisi

düşük ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri yüksek olan firmaların senetlerinin yüksek değerlendirildiği ve tersi durumda ise düşük değerlendirildiği ve satın alınabilir olduğu ifade edilebilmektedir (Karan, 2004:367).

4.3.3.1.3. Holding firmaların değeri bulunurken göreceli değerlendirme yönteminin kullanılması

Holding firmaların farklı yapıları nedeniyle göreceli değerlendirme yönteminin kullanılması da farklı olacaktır. Holding yapılarının bir bütün olarak değerlemesi yapıldığında sektörde benzer holding firmaların oranları kullanılmaktadır. Diğer yandan bağlı firmalardan holding değerine gidilmesi durumunda, her bir bağlı firmanın kendi sektör özelliklerine göre göreceli değerlendirme oranlarını kullanmak ve ilgili firmanın değerini belirlemek gerekmektedir. Daha sonra elde edilen değerlerin holdingin sahiplik oranıyla çarpılması ile holding değerine ulaşılmaktadır.

İş Yatırım tarafından Akfen Holding A.Ş. için yapılan Halka Arz Değerleme Raporu'nda firma göreceli değerlendirme metodu ile değerlendirilmektedir. Raporda benzer grup firmalarının çarpan karşılaştırması yapılmaktadır. Buna göre holdingin sektörüne benzer altyapı firmalarının ortalama F/K ve PD/FAVÖK değerlerinin ortalaması ilgili firmaya uygulanarak değer hesaplanmaktadır.

Gedik Yatırım tarafından Denge Yatırım Holding A.Ş. firması için yapılan halka arz çalışmasında göreceli değerlemeye ilişkin oranların hesaplanmasında değerlendirme yapılan firmanın sektöründeki firmalar değil Borsanın endeksinde yer alan firmalar kullanılmıştır. Göreceli değerlendirme için kullanılan oranlar F/K ve PD/DD oranlarıdır. Baz alınan endeks olarak İMKB-100 ve İMKB- Bankacılık Endeksi kullanılmıştır. Oranlar hesaplanırken endekslerde yer alan firmaların verileri kullanılmıştır. Değerleme çalışması 17.07.2012 tarihinde hazırlanmış olup firmanın 31.12.2011 tarihindeki değerini hesaplamaktadır. Buna göre ilgili tablo şu şekildedir:

Çizelge 4.1. Denge Yatırım ve Holding A.Ş.'nin göreceli değerleme özeti

	Çarpan	Çarpana göre Bulunan 1 Hisse Değeri (TL)
İMKB-100 F/K	9.20	2.79
İMKB-100 PD/DD	1.30	2.70
İMKB-Bankacılık F/K	7.50	2.27
İMKB-Bankacılık PD/DD	1.00	2.08
Ortalama Değer (1 Hisse Değeri)		2.46

Kaynak: Denge Yatırım ve Holding A.Ş. Halka Arz Raporu

Baker Tilly Güreli A.Ş. tarafından hazırlanan, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. ile Işıklar Yatırım Holding A.Ş. birleşmesine yönelik raporda, ilgili holdinglerin değerlemesi yapılmaktadır. Değerlemede kullanılan göreceli değerleme yönteminde karşılaştırılabilir firma seçiminde BİST Holding ve Yatırım Endeksi firmaları kullanılmıştır.

Buna göre 31.12.2013 tarihi itibarıyla Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin değerinin nasıl bulunduğu aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Çizelge 4.2. Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin göreceli değerleme bilgileri

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge (Bin TL.)	Emsal Değer (Bin TL.)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer (Bin TL.)
PD/DD	0.79	156,334	123,897	0.50	61,948
PD/Toplam Aktif	0.35	231,624	80,708	0.50	40,354
Değer					102,302

Kaynak: Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. ile Işıklar Yatırım Holding A.Ş. Birleşme Raporu

Verusa Holding A.Ş. için yapılan değerleme çalışması da holdinglerin göreceli değerlemesi anlamında önemli bir analizdir. Buna göre raporda holdingin değeri bulunurken Borsa İstanbul Holding sektöründe yer alan, piyasa değeri ve özkaynakları 1 milyar TL.'nin altında yer alan benzer firmalarla karşılaştırma yapılmaktadır. Bu anlamda bu özellikleri taşıyan 13 firmanın F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK oranlarının ortalaması hesaplanmaktadır. Piyasa değeri şartını sağlamayan TAV Havalimanları Holding ve Şişecam gibi firmalar analize dâhil edilmemiştir.

Polisan Holding için yapılan halka arz fiyat tespit raporunda ise firmaya benzer nitelikte olduğu öngörülen Koç Holding, Sabancı Holding, Akfen Holding, Doğan Holding,

Tekfen Holding ve Yazıcılar Holding'in F/K ve Firma Değeri/FAVÖK oranları kullanılmaktadır.

4.3.3.2. Firma değerinin Gordon Modeli ile tespiti

Gordon 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 ya da temettü indirgeme yöntemi olarak da adlandırılan Gordon Modeli yöntemi, hisse senedi yatırımından elde edilecek temettülerin ve hisse senedinin elden çıkarılması sırasında elde edilecek satış tutarının, özsermaye maliyeti ile bugüne indirgenmesiyle elde edilecek değerin hesaplandığı yöntemdir. Yöntemi uygulayabilmek için gelecekte elde edilecek kâr payı, hissenin satış fiyatının ve özsermaye maliyetinin tahmini gereklidir. Hisse senedinin gelecekte satılacağı öngörülüyorsa, bu durumda bir hisse senedinin temettü yaklaşımına göre gerçek değeri bu hisse senedinden gelecek dönemlerde elde edilecek temettülerin bugünkü değeri olarak hesaplanacaktır.

Bu modelin uygulanması basit görülmekle birlikte aslında zor olabilmektedir. En büyük güçlük değerlemesi yapılacak firmanın gelecekte ödeyeceği kâr payını tahmin edebilmektir. Firmaların ortaklarına temettü ödemek zorunda olmaması da modelin uygulanmasındaki bir başka sınırlılıktır. Fakat, firma amacı değerinin maksimum yapmak olduğu için, firma yönetiminin bu amaca yönelik olarak bir temettü politikası izlemesi gerekmektedir. Diğer yandan firmaların türü de bu anlamda önemlidir. Örneğin yeni kurulmuş bir firma ile olgunluk dönemindeki bir firmanın aynı varsayımlarla değerlemesinin yapılması mümkün olamamaktadır. Bu sebeple, farklı türdeki firmalara farklı varsayımlarla değerlendirme yapılmaktadır (Karan, 2014:340-343).

Firmalar incelendiğinde satış, kâr ve temettü tutarlarının sabit kalmadığı görülmektedir. Örneğin bir firmanın yeni teknoloji ve yeni pazarlar sayesinde hasılatının ve ödediği temettü tutarının belirli bir süre yüksek seyretmesi, sonra bunun normal hale gelip sektöre uyum göstermesi ya da bunun tam tersini göstermesi beklenebilmektedir. Bu firma önceden sektöre göre ortalama bir büyüme rakamına sahipken, yeni pazarlar ve teknolojiye

sahip olması ile önceden yavaş büyümesinin ardından hızlı büyüme sürecine girebilmektedir (Okka, 2009:357).

Firmaların dağıtacakları kâr paylarının sabit kalacağı varsayımı çoğu zaman gerçekçi bir varsayım olamamaktadır. Çünkü firmaların genellikle büyümesi hatta bazı durumlarda da küçülmesi beklenir. Bu durumda dönemsel kâr paylarının düzenli veya düzensiz olması durumu ortaya çıkmaktadır. Düzensiz kâr payları durumunda ise genel bir formül ile hesaplama yapılması mümkün olamamaktadır (Aydın, 1997:221)

Hisse senedi değerlemesinde temettü yaklaşımına yöneltilen bir takım eleştiriler bulunmaktadır (Akgüç, 1998:850-851):

- Ödenen temettü, tahvil kupon faizleri gibi sabit bir tutarda olmayıp, değişik etkenlerin etkisiyle zaman içinde dalgalanma göstermektedir. Firmanın likidite durumu, varlık büyüme hızı, sermaye piyasalarının gelişmesi, kaynak gereksinimi, vergisel avantajlar, yönetimin temettü dağıtım politikası v.b. çeşitli etkenler firmanın kısa dönemde temettü dağıtımını etkilemesine rağmen, uzun dönemde en büyük etkiyi, firmanın gelir elde etme gücü belirlemektedir. Uzun dönemde dağıtılacak temettü, kısa dönemdeki etkilere göre değil, firmanın elde edeceği gelire göre ayarlanmalıdır.
- Hisse senedi değerlemesinde yalnızca kâr payının dikkate alınması, firmanın yedek akçelerinin ihmal edilmesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Diğer yandan, yedek akçeler gibi firmada bırakılmış kârlar, daha yüksek getiri sağlayacak şekilde kullanılırsa, firmanın gelecekteki kâr dağıtım kapasitesini artırmaktadır.
- Hisse senedi değerlemesinde temettü yaklaşımının en büyük eksikliklerinden birisinin, uygulamada hisse senetleri için ikincil bir pazarın varlığının ihmal edilmesi olduğu söylenebilir. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde değerlemesi yapılacak hisse senetlerinin cari piyasa değerleri üzerinden anında satılabilmesi olanağı mevcuttur. Bu nedenle bu firmaların hisse senetlerinin sadece temettü ödemeleri değil aynı zamanda olası değer artışları da dikkate alınmalıdır.

4.3.3.2.1. Gordon Modeli varsayımları

Hisse senetlerinin elde bulundurulacağı dönem ile temettü ödemelerinin özellikleri dikkate alınarak çeşitli durumlarda hesaplamalar yapılmaktadır. Bu anlamda temettü modeli üç varsayım altında incelenebilir.

- Sıfır büyüme

Büyümesiz model olarak da adlandırılan bu modelde temettüllerde büyüme olmamakta diğer bir ifadeyle firmalar her sene eşit tutarda kâr payı dağıtmaktadır. Batılı ülkelerde istikrarlı bir çizgide olan firmaların her yıl aynı tutarda temettü dağıtması bir başka tâbirle büyüme olmaması durumudur. Bu politika ile yatırımcılara firma için olumlu bir izlenim verilmektedir.

Enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerde uygulanabilir olmayan bir yöntemdir fakat yatırımcılar açısından kolaylıkla uygulanabilir. Bu yöntem enflasyonun göreceli yüksek olduğu ülkelerde firmaların her yıl aynı temettüyü dağıtması mümkün olmamaktadır. Sıfır büyüme modeli ancak dolar v.b. konvertibl paralarla yapılırsa anlamlı olabilmektedir.

Hisse başına kârın tamamen kâr payı olarak ödenmesi ve yatırımcının firmadan beklediği getiri oranının aynı kalması durumunda payın fiyatı yani firmanın değeri devamlı sabit kalacaktır. Diğer bir ifadeyle firma büyümeyecektir.

Sıfır büyüme durumunda hisse senedinin değeri şu şekilde hesaplanacaktır (Ercan, 2014:128).

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

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

Yukarıda görüldüğü gibi sıfır büyüme durumunda hisse senedinin bugünkü değeri

(P_0), her yıl sabit olarak ödenecek temettü tutarının (D), özsermaye maliyetine (k_e) bölünmesi ile bulunmaktadır.

- Sabit büyüme

Sabit büyüme modeli, sabit bir büyüme hızına sahip firmaların belirli bir oranda daha fazla temettü ödeme politikasına sahip olmasına verilen isimdir. Genellikle Türkiye gibi

belirli bir seviyenin üzerinde enflasyona sahip ülkelerde firmalar bu politikayı tercih etmektedirler (Karan, 2004:342).

Firmanın büyümesi hisse senedinin de fiyatının yükselmesi sonucunu doğurur. Burada firmanın hisse senedi adedinin değişmediği varsayılmaktadır. Sıfır büyüme modelinde daha önce bahsedildiği gibi, firmanın kârının tamamının temettü olarak dağıtılması halinde firma büyümeyecektir. Firmanın getirisi, piyasa getirisinden daha yukarıda olursa ve firma devamlı olarak yatırım imkanları bulursa, firma kârının bir kısmını alıkoyacak ve yatırıma sevkedecektir. Bu durumda firma piyasa getirisinden daha yüksek kazanç elde edecek ve böylece hisse senedinin fiyatı ve ödediği temettü yükselecektir. Bu durumu formülize etmek için sonsuza kadar aynı kalacak büyüme oranı (g) ile gösterilirse ve bu büyüme oranı sonsuza kadar hep aynı kalırsa, ilk ödenecek temettü (D_1) şöyle hesaplanacaktır (Aksoy, 2014:150):

$$D_1 = D_0 \times (1 + g)$$

Bu modelde firmanın değeri ise şöyle hesaplanmaktadır:

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

Bu ifade kâr 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 firmadan bekledikleri getiri oranından düşük olması beklenen bir durumdur.

- Belli bir süreden sonra sabit büyüme

İşletmeler genellikle kurulduklarının ilk yıllarında hızlı büyüme evresinde olabilirler. Bu dönemlerde firmalar çok düşük miktarlarda temettü ödeyerek ve belki de hiç ödemeyerek elde ettikleri kârları yatırım için kullanırlar. Bu yatırımlar sonucunda hızlı bir büyüme evresi geçirirler ve ardından sabit büyüme evresine geçerler. Bu durumda gelecekte sabit büyüme evresine geçilecek döneme kadar başka bir hesaplama, sabit büyüme evresinin ardından daha başka bir hesaplama yapılmaktadır (Ercan, 2014:132).

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

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

Formülde; birinci büyüme dönemi (n) ile, (n) dönemine kadar olan sabit büyüme oranı (g_1) ile, (n) döneminden sonsuza kadar büyüme oranı (g_2) ile gösterilmektedir.

4.3.3.2.2. Holding değeri bulunurken Gordon Modelinin kullanılması

Gordon modeli holdinglere uygulanırken holdingin konsolide mali tablo verilerinden elde edilen temettü tutarları ile holding değerine ulaşılabilir. Bu anlamda holding altındaki her bir bağlı firmanın temettü ödeme politikası ile holdingin sahiplik payı da önemli olmaktadır. Diğer yandan holding bir firma kendisini ayrı bir firma olarak ortaklarına dağıtacakları kâr paylarını kendine özgü uygulamalarla belirlemektedir. Bu anlamda değerlendirme yaparken holdingin temettü politikası genel olarak dikkate alınmalıdır.

Buna bir örnek olarak 17 Temmuz 2012 tarihinde Gedik Yatırım tarafından Denge Yatırım Holding'e yapılan fiyat tespit raporu verilebilmektedir. Bu raporda holdinge iştirak pay oranı %99 olarak Toma Finans, holdingin değerinin büyük kısmını oluşturmaktadır. Bu büyük oranın etkisi ile raporu hazırlayan aracı kurum Toma Finans'ın değerini detaylı şekilde hesaplamaktadır. Bunun için Toma Finans'ı birden çok değerlendirme yöntemi ile değerlendirmiştir. Bu anlamda Toma Finans için yapılan değerlendirme çalışmalarından birisi de Gordon Modeli'dir. Bunu yaparken temettüleri 2012 yılından itibaren 10 yıl için tahmin etmiş ve buradan firma değerine ulaşmıştır. Elde edilen değer firmanın 2011 yılsonu değeridir. Bu değerlemeye ilişkin özet bilgiler şunlardır:

- Beklenen getiri oranı %15,5,
- Hisse başı kâr 0,72 TL.,

Bu bilgilere göre ilgili raporda yapılan değerleme şu şekildedir:

Çizelge 4.3. Denge Yatırım Holding A.Ş.'nin Gordon Modeli değerleme verileri

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Beklenen Büyüme Oranı(%)	28.6	28.6	28.6	28.6	28.6	23.8	19.1	14.4	9.7	5.0
Hisse Başı Kâr (TL)	0,92	1.18	1.52	1.96	2.51	3.11	3.71	4.24	4.66	4.89
Temettü Oranı(%)	34.91	34.91	34.91	34.91	34.91	43.93	52.95	61.96	70.98	80.00
Hisse Başı Temettü (TL)	0.32	0.41	0.53	0.68	0.88	1.37	1.96	2.63	3.31	3.91
Beklenen Getiri Oranı(%)	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
Bugünkü Değer (TL)	0.28	0.31	0.34	0.38	0.43	0.58	0.72	0.83	0.90	0.93
Terminal Value (TL)										39.11
Terminal Value Bugünkü Değer (TL)										9.26
1 Hisse Senedi Değeri (TL)	14.95									
Toplam Değer (Bin TL.)	26,057									

Kaynak: Denge Yatırım Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu

İlgili analizde her bir değerleme ölçütü için ayrı bir değer hesaplanmıştır. İlgili analizde özsermaye kârlılığı değişken olarak alındığında bulunan değer 6.35 TL iken özsermaye kârlılığı sabit olarak alındığında ise 5.99 TL'dir. Başka bir değerlendirmede temettü modelini uygulanırken dönem 5 yıllık alındığında hisse senedi değeri 11,53 olarak hesaplanmaktadır. Ardından yukarıdaki tabloda 10 yıllık dönemde hesaplanan değer olan 14.95 TL ile bu değerlerin ortalaması 9.71 TL'ye ulaşılmaktadır. Bu değer firmanın bu modele göre olması gereken değeridir. Son olarak hesaplanan değer Denge Holding'in iştirak payı ile çarpılarak Denge Yatırım Holding'in payı hesaplanmıştır. Buna göre hesaplama şöyledir:

Çizelge 4.4. Denge Yatırım Holding A.Ş.'nin Gordon Modeli değerleme sonuçları

Ortalama Hisse Senedi Değeri (TL)	9.71
Denge Yatırım Holding'in Toma Finans Payı	%99
Denge Yatırım Holding'in Toma Finans Aldığı Payının Değeri (Bin TL.)	25,797

Kaynak: Denge Yatırım Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu

Diğer yandan Gordon Modeli, finansın çeşitli alanlarında uyarlanarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada kullanılan ve bir sonraki kısımda anlatılan "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile firma değeri hesaplanmasında da bu model temel alınmaktadır.

Her yıla ait serbest nakit akımları hesaplandıktan sonra, firma ömrünün sonsuz olduğu varsayımıyla, tahmin döneminin sonundan sonsuza kadar serbest nakit akımları tutarının değeri Gordon Modeli'nin nakit akımları anlamında uyarlanması ile bulunmaktadır. Bu anlamda Gordon Modeli hem kendisi bir değer belirleyici hem de diğer yöntemlere yardımcı olarak analizlerde yoğun şekilde kullanılmaktadır.

4.3.3.3. Firma değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile tespiti

Firma değerinin tespitinde günümüzde yaygın kullanılan yöntemlerden birisi indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Bir önceki kısımda anlatılan Gordon Modeli, İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin temelini oluşturmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde hisse senedi değeri; firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bir iskonto oranı ile indirgenen bugünkü değeridir. Burada firma değerinden kastedilen firmanın özsermayesinin olması gereken değeridir. Yıllar içerisinde finans, iktisat bilimi içerisine sığmayıp ayrı bir dal olarak ayrılmıştır. Günümüzde de değerlendirme, 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 değeri bulunmalıdır. Olması gereken değer en iyi indirgenmiş nakit akımları ile açıklandığı söylenebilmektedir (Ercan, 2014:340).

İskonto modeli olarak da adlandırılan indirgenmiş nakit akımları yönteminde değerlendirme yapılacak varlıktan elde edilecek nakit akışlarının şimdiki değerleri hesaplanmaktadır. Bu modelde değerlendirme yapılacak varlık örneğin tahvilse, yatırımcını bu tahvilden elde edeceği faiz ve anapara getirilerine göre bu yatırımını gerçekleştirmektedir. Gelecekte elde edilecek faiz ve anapara gibi getirilerin yatırımcının beklediği minimum getiri ile iskonto edilmesi ile indirgenmesi sonucu tahvile ödenmesi gereken fiyat bulunmaktadır. Bu model diğer menkul kıymetlere de uyarlanabilmektedir. Tahviller için yukarıda anlatılan yaklaşım hisse senetleri için farklı olsa da prensipler temelde aynıdır (Karan, 2004:339-340).

Firma değeri indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanırken firmanın gelecekte oluşturacağı nakit akımı; firmanın sermaye yapısı, inovasyon kabiliyeti, kurumsallaşmaya bakışı, gelecek büyüme oranları, entelektüel sermayesi ve markası gibi

pek çok değer yaratan unsurun dikkate alınması ile hesaplanmaktadır. Bu anlamda firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımları, firmanın aktif ve pasiflerinin değerlemesinin yanında, firmanın parayla ifade edilemeyen ve bu nedenle bilançoya yansımayan varlıklarının da etkisi ile oluşturulmaktadır. Bu gibi üstünlüklerinin de etkisiyle iskonto modeli finans teorisinde firma değerlemesi yapılırken en uygun yöntem olarak kabul edilmekte ve yoğun şekilde kullanılmaktadır.

İşletmenin gelecek performansını en iyi yansıttığı kabul edilen indirgenmiş nakit akımları yöntemi, firmanın nakit üretme kabiliyetine odaklanarak yatırım ve finanslama politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtmaktadır. Diğer yandan yöntemde diğer yöntemlere göre daha fazla veriye ihtiyacın olması, uygulanmasının nispeten daha karmaşık olması ve geleceğe yönelik oldukça fazla belirsizliğin yer alması, bu yöntemin dezavantajlarıdır (Ercan, v.d., 2006:27).

Tom Copeland ve çalışma grubu tarafından 1999 yılında A.B.D.'deki 31 büyük firma ile yapılan çalışmada, firmaların piyasada oluşan değerleri ile indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile bulunan değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. İlgili çalışmada bağımsız değişken olarak indirgenmiş nakit akımı ile bulunan değer/defter değeri oranı, bağımlı değişken olarak firmaların piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılmıştır. Buna göre çıkan sonuçlarda indirgenmiş nakit akımları ile bulunan değer piyasadaki değeri açıklama gücü 0,92 ile oldukça yüksektir (Copeland v.d., 2000:77)

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi gelişmekte olan ülke piyasalarındaki firmaların değerlemesinde kullanılırken, siyasi istikrarsızlığın ve enflasyonun yüksek, yatırımcı haklarının yetersiz olması gibi durumlardan kaynaklanan riskler; nakit akımları tahmini ve kullanılacak iskonto oranında dikkate alınmalıdır.

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)

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi, firmaların gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi, iskonto oranının belirlenmesi ve nakit akımlarının bu iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi olarak üç aşamadan oluşmaktadır. Bu veriler, firmanın geçmişinin analizi ve gelecekteki durumunun projekte edildiği kapsamlı bir çalışma ile elde edilmektedir.

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).

4.3.3.3.1. İndirgenmiş nakit akımları temel yöntemleri

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

4.3.3.2.1.1. 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 söylenebilmektedir. Bu iki modelde hesaplanan değerlerin aynı olması şu iki durumda mümkündür. 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).

Bu iki durum daha detaylı olarak şu şekilde anlatılabilir. Eğer, özsermayeye serbest nakit akımları temettü tutarından daha büyükse ve aralarındaki fark, piyasada geçerli faiz oranından daha düşük getiri sağlarsa özsermayeye serbest nakit akımları yöntemine göre bulunan tutar temettü modeli göre bulunan değerden daha yüksek olacaktır. Temettü tutarı özsermayeye nakit akımları tutarından daha fazla olursa, firma aradaki farkı ya borçlanarak ya da yeni hisse senedi ihracı yoluyla kapatacaktır. Bu durumun ise birden çok olumsuz sonucu olacaktır. Öncelikle hisse senedi ihracı sebebiyle ortaya çıkacak ihraç giderleri

firmanın değerini negatif yönde etkileyecektir. Diğer yandan, hisse senedi ihracı finansman hiyerarşisi anlamında en sonda olduğundan firmaya yatırım yapacaklar için olumsuz bir sinyal olacaktır. Son olarak firmanın temettü ödemesi için kullanacağı kaynağı borçlanma yoluyla sağlaması ve firmanın mevcut durumda optimum borçluluk seviyesinin üzerinde olması firmanın riskini artıracak ve değerini düşürecektir. Yine, yapılacak fazla temettü ödemesi nedeniyle getirisi yüksek projeler reddedilirse, firmanın potansiyel değeri düşecektir (Damodaran, 1996:233).

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile firma değeri, borç ve özkaynak sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları ile değil, sadece özkaynak sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları ile bulunur. Bu yöntem genellikle banka ve sigorta firmaları ve diğer finansal hizmet firmalarının değerlemesi için kullanılmaktadır.

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi firmanın borçlarıyla ilgili ödemeleri de dikkate aldığından, özsermaye sahiplerinin duyarlılığını daha iyi temsil etmektedir.

Özsermayeye serbest nakit akımları şu şekilde hesaplanmaktadır (Aksoy, 2014:154):

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Net Kâr} \\ &+ \text{Amortisman} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \Delta \text{İşletme Sermayesi} \\ &- \text{Anapara Geri Ödemesi} \\ &+ \text{Yeni Borçlar} \end{aligned}$$

Formülde sermaye harcamaları ve işletme sermayesi değişimi hedef borç rasyosuna (λ) göre finanslanmakta olup böylece hedef sermaye yapısı bozulmamakta, anapara geri ödemeleri yeni borçlanmayla olmaktadır.

Özsermayeye serbest nakit akımları hedef borç rasyosu (λ) içerecek şekilde şöyle de gösterilebilir.

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Net kâr} \\ &- (1 - \lambda) (\text{Sermaye Harcaması} - \text{Amortismanlar}) \\ &- (1 - \lambda) (\Delta \text{İşletme Sermayesi}) \end{aligned}$$

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).

4.3.3.3.1.2. Firmaya serbest nakit akımları yöntemi

Firmaya serbest nakit akımları yöntemi kullanılarak firma değeri bulunurken, firmaya borç ve özsermaye vererek kaynak sağlayan yatırımcıların, firmaların gelecekte yaratacağı tahmin edilen nakit akımları hesaplanmaktadır. Bu hesaplama sonucu elde edilen nakit akımlarının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilmesi ile borç ve özsermaye sahipleri açısından firmanın toplam değeri bulunmaktadır. Elde edilen toplam değerden borçların cari değerleri çıkarıldığında kalan kısım firmanın özsermayesinin toplam değeri olmaktadır. Firmanın özsermayesinin yine firmanın toplam hisse senedine bölünmesi ile firmaya serbest nakit akımları yöntemine göre firmanın her bir hisse senedinin olması gereken değeri bulunmaktadır (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, firmaya borç verenlere ve firmada imtiyazlı hisse senedine sahip olanlara, bir diğer anlatımla firmanın tüm alacaklılarına olan nakit akımlarıdır (Damodaran, 2001:40)

Firmaya serbest nakit akımları yöntemi genellikle imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlendirilmesi için kullanılır.

Firmaya serbest akımları yöntemi özkaynakların değerini hesaplamak yerine daha kapsamlı olarak firmanın toplam değerini hesaplamaktadır. Bu nedenle bu yöntemin en önemli avantajı çok daha fazla bilgiyi kapsamasıdır. Yine bu yöntemde farklı yatırım ve finansman stratejileri durumuna göre firma değerindeki farklılaşma daha net ortaya

çıkmaktadır. Bu yöntem daha anlaşılır olmasının yanında, firmalar ve bankalar tarafından yapılan proje değerlendirme uygulamalarına benzerlik göstermektedir (Üreten, Ercan, 2000:55).

Borçluluğu yüksek olan ya da borç miktarı ciddi boyutta değişen firmalarda firmaya serbest nakit akımları yöntemi en uygun değerlendirme yöntemi olmaktadır. Çünkü borç tutarındaki ciddi değişikliklerden dolayı özsermayeye serbest nakit akımlarının hesaplanması oldukça zor olmaktadır. Diğer yandan, özkaynakların değerinin firmanın aktifler içerisinde küçük bir payda olması durumunda, büyüme ve risk anlamındaki tahminlere göre büyük oranda duyarlı olacaktır. Özsermayeye serbest nakit akımlarının firmaya serbest nakit akımlarına göre diğer bir dezavantajı, özsermayeye nakit akımlarının negatif olması durumunda oluşacaktır. Bu durum borçlanması yüksek ya da dönemsel bir olumsuz durum içerisinde olan firmalarda daha çok ortaya çıkmaktadır. Firmaya serbest nakit akımlarının borç öncesi olması nedeniyle negatif olması olasılığı daha azdır (Damodaran, 1996:243).

Firmaya serbest nakit akımları yönteminde bilançonun pasifi penceresinden bakılarak, firmaya borç verenlere ve hissedarlara sonsuza kadar sağlanacak nakit akımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenerek hesaplanmaktadır. Firmaya serbest nakit akımlarının hesaplanması iki yöntemle olmaktadır. Hesaplama özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle şöyledir (Aksoy, 2014:159):

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{FCFE} \\ &+ \text{Faiz Giderleri (1- Vergi Oranı)} \\ &+ \text{Anapara Geri Ödemeleri} \\ &- \text{Yeni Borçlar} \\ &+ \text{İmtiyazlı Hisse Senedi Kâr Payları} \end{aligned}$$

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

Firmaya serbest nakit akımları ikinci bir yöntemde de şöyle hesaplanmaktadır:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{FVÖK (1- Vergi Oranı)} \\ &- (\text{Sermaye Harcamaları- Amortismanlar}) \end{aligned}$$

- Δİşletme Sermayesi.

Bu yöntemde ise faiz ve vergi öncesi kârdan vergi ve yeni yatırımlar düşölüp ilgili dönemin amortismanı eklenmektedir.

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 değerinin düşölmesi ve firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi gerekir.

4.3.3.3.2. Holding değeri bulunurken indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılması

Holding değeri bulunurken diğer firmalarda olduğu gibi en temel yöntem indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Bu konuda yapılan bir değerlendirmede bir holding firmayı değerlemenin, tek bir birimden oluşan bir firmayı değerlemekle temel olarak aynı şekilde olduğu söylenmektedir (Copeland vd., 2000). Buna göre holding firmanın değerlemesini kompleks yapan, bu yapıda yer alan her bir birimin kendi nakit akımının, sermaye yapısının ve sermaye maliyetinin olmasıdır.

Holdinglerin indirgenmiş nakit akımları ile değerlemesinde bir başka yorumda farklı sektörlerin büyüme, nakit akımları ve riskliliğinin farklı özelliklerinin bulunması nedeniyle bir zorluk olduğu söylenmektedir. Analistler çoğu zaman konsolide edilmiş verileri kullanmanın veya bu sorunu yoksaymanın bir çözüm olacağını düşünmektedirler. Bunun sebebi holdinglerin konsolide edilmiş değerlerinin kullanılması ile bir anlamda farklı sektörlerdeki yatırımlarının ağırlıklı ortalamasının alınmaktadır. Böylece de bu sorunun ortadan kalktığı düşünülmektedir (Damodaran, 2009:9-10).

Copeland ve v.d. (2000)'nin çalışmasında holding firmayı değerlemenin, bir inşa bloğunu bir araya getirmek gibi olduğu belirtilmektedir. Buna göre tüm firmanın değeri,

parçalarının değerinin toplamına faaliyet dışı varlıkların eklenmesi ve firma merkezine tahsis edilmemiş maliyetleri düşülerek bulunmaktadır. Bu da holdingleri değerlerken yaygın şekilde kullanılan parçaların toplamı yöntemini andırmaktadır.

Çalışmada ayrıca bir holding firmayı değerlerken bunlara özgü durumların şunlar olduğu söylenmektedir (Copeland, v.d., 2000):

- İşletme birimlerini ve onların nakit akımlarını belirlemek,
- Holding merkezinin nakit akımına katkısını ve maliyetini bulmak,
- Holding birimlerinin vergi oranlarını tahmin etmek,
- Holding birimlerinin sermaye yapılarını ve sermaye maliyetlerini tahmin etmek,
- Holding merkezi için bir indirgeme oranı tahmin etmek,
- Holdingin değerini bulmak için firmanın parçalarını toplamak.

Yine çalışmada holding genel merkezinin maliyeti de ortaya konulmaktadır. Buna göre çalışma Amerika’da 1986 yılı mali yılındaki en büyük 25 holding firmasının genel merkez maliyetinin; 1986 özsermaye değerlerinin %1,6’sı, satışlarının ise %0,9’u olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer yandan genel merkezin faydaları da çalışmada ortaya konulmaktadır. Bu faydaların bir kısmı ölçülebilir bir kısmı ölçülemez durumdadır. Ölçülebilir faydalar vergi avantajı ve yüksek oranda borç alabilme kapasitesi iken ölçülemeyen faydalar geleceğe yönelik sinerji ve bilgi avantajlarıdır. Nobel ödülü sahibi Kenneth Arrow, dikey entegrasyonunun enformasyon avantajının değerli olabileceğini çünkü belirsizliği azalttığını iddia etmektedir. Örneğin, bir üretici, üretimi aksatan tedarikçi değişkenliğini ortadan kaldırmak için kendi üretim tesislerine sahip olmanın en uygun olduğuna karar verebilir.

Holdingin genel merkezinin maliyeti çalışmada sayısal olarak ortaya konulsa da, faydalarının ölçüsü direkt olarak ortaya konulmamaktadır. Holding genel merkezinin faydasını ölçmek ayrı bir tez çalışması olabilecek kadar geniş bir çalışma gerektirmektedir. Bu nedenle burada holdingin genel merkezinin maliyeti ve faydasının eşit olduğu varsayılarak tez çalışması kapsamına alınmamaktadır.

Copeland tarafından yapılan bu çalışma holdinglerin indirgenmiş nakit akımları ile değerlendirilmesi anlamında yol göstericidir. Çalışma özellikle parçaların toplamı yöntemine

gönderme yapması ve holding genel merkezi faydaları/maliyetlerini literatüre sokması anlamında katkı yapmaktadır.

Literatürde konu ile ilgili Aswath Damodaran tarafından yapılan bir başka çalışma daha göze çarpmaktadır. Buna göre indirgenmiş nakit akımı yöntemi ile holdingleri değerlerken bir takım durumlara dikkat edilmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki bilgiye erişimdir. Tek bir firma ya da holdingi değerlerken faaliyet detayları (hasılatı, faaliyet kârı ve vergileri v.d.), finansal bilgileri (borcun defter değeri, benzer firmaların piyasa değerleri) ve yatırım bilgilerine (sermaye harcaması, net işletme sermayesi) ihtiyaç vardır. Bu bilgilerin tamamını veren çok az firma olsa da bu bilgilerden bazıları sektör ortalamalarından elde edilebilmektedir. Bir diğer durum ise farklı sektör ve bölgelerde yer alan bağlı firmaların sayısıdır. Eğer özellikleri birbirine yakın iki ülkede ya da bölgede faaliyet gösteren bir holding değerlemesi yapılacaksa bu kabul edilebilir bir durumdur. Fakat bir an için 30 sektörde ve 60 farklı ülkede yer alan bir holding yapısının değerlemesinin yapılacağı düşünölsün. Bu durumda 1800 parçanın (30 firma x 60 ölkö) her birisinin değeri bulunmalıdır. Bu ise pratik olmayacaktır. Bu durumda ortalama alma yasasının düzgün çalışacağını umularak holdingi tek bir firma gibi değerlemek daha mantıklı ve pratik olabilecektir (Damodaran, 2009:14-15).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemini holding firmalar için kullanırken, bağlı firmaların değerlerinden holding firmanın değerine ulaşıldığı daha önce söylenmişti. Bağlı firmaların her birisinin sanayi ve ticaret firması olması durumunda FCFF yöntemi, finansal hizmet firması olması durumunda FCFE yöntemi kullanılmaktadır. Bunun sebeplerine ilişkin açıklamalara yine daha önce indirgenmiş nakit akımları kısmında değinilmektedir.

Tez çalışmasına benzer nitelikte pratikte bir takım analiz ve raporlar mevcuttur. Bunlardan birisi Polisan Holding A.Ş.'nin halka arz raporudur. Bu raporda holdingin bağlı firmaları indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplanmaktadır. Halka açık olmayan ve değerlendirme detaylarına ulaşamayan bağlı firmalar, özkaynakların defter değeri kullanılarak hesaplamaya dâhil edilmektedir. Hesaplanan değerler holdingin iştirak payı ile çarpılarak ve kümülatif toplanarak holding değerine ulaşılmaktadır. Parçaların toplamı yöntemi olarak adlandırılan yöntemin pratikte bir örneğı olan değerlendirme çalışmasının detayları şöyledir:

Çizelge 4.5. Polisan Holding parçaların toplamı yöntemine göre değerlendirme detayları

Bağlı Firma Adı	Değerleme Yöntemi	Firma Değeri (Milyon \$)	Holding İştirak Payı (%)	Holding İştirak Değeri (Milyon \$)
Polisan Boya	İNA	208.9	100.00	208.9
Poliport	İNA	378.4	71.12	269.1
Polisan Kimya	İNA	95.3	100.00	191.1
Yapı Kimyasalları	İNA	21.5	51.00	10.9
Rohm & Haas	İNA	27.7	40.00	11.1
Polisan Yapı	Özkaynak	74.7	99.00	73.9
Polisan Tarım	Özkaynak	0.078	100.00	0.078
Polisan Holding Toplam İştirak Değeri				765.1
Polisan Holding Yatırım Amaçlı ve Kullanımda Olmayan Gayrimenkuller				2.1
Polisan Holding 31.12.2011 Net Borç Tutarı				11.4
Polisan Holding Değeri				755.8

Kaynak: Holding A.Ş.'nin Halka Arz Raporu

Polisan Holding tez çalışmasında kullanılan yöntemle yakın bir örnektir. Tez çalışması da indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak hesaplanan bağlı firmaların değerinden holding değerine ulaşmayı amaçlamaktadır. Bu yöntem literatürde “Parçaların Toplamı” olarak ifade edilmektedir.

Bu anlamda benzer bir değerlendirme çalışması Verusa Holding A.Ş. için yapılmıştır. Bu rapor Eti Menkul tarafından 10 Eylül 2013 tarihinde hazırlanmıştır. Rapor, Polisan Holding değerlemesine göre daha detaylı olarak verilmiş olup teorik altyapısı da daha sağlamdır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılırken varsayımlar teorik temellere dayanmaktadır. Bu çalışmada holding değeri için holdingin bağlı firmaları indirgenmiş nakit akımları ve/veya göreceli değerlendirme yöntemleri ile değerlemektedir. Buna ilişkin değerlendirme detayları şöyledir:

Çizelge 4.6. Verusa Holding parçaların toplamı yöntemine göre değerlendirme detayları

Bağlı Firmalar	Hesaplanan Değer (Bin TL)	Kullanılan Yöntem	İştirak Oranı (%)	İştirak Değeri (Bin TL)
Verusatürk GSYO	102,683	Göreceli	99.99	102,673
Ata Elektrik	36,601	İNA+Göreceli	68.50	25,072
Aldem Çelik	22,207	İNA+Göreceli	40.75	9,050
İnnoted	8,803	İNA	40.00	3,521
Toplam İştirak Değeri				140,316
Verusa Holding Nakit Değerler- Finansal Borçlar				13
Verusa Holding Toplam Değeri				140,329

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi tüm firmalara olduğu gibi holdinglere de uygulanabilecek temel yöntemlerden birisidir. Tez çalışmasında Copeland v.d. (2000)'nin ve Damodaran (2009)'ın yaptıkları çalışmalarda bahsedildiği gibi holdinglerin tek bir firma olarak görülebileceğinden hareketle buna yönelik bir değerlendirme de yapılmaktadır. Bunun için dikkat edilecek nokta bağlı firmaların bir kısmının sanayi ve ticaret firması, bir kısmının finansal hizmet firması olması durumunda FCFE veya FCFF'den hangisinin seçileceği sorunsalıdır. Bu sorunsalın ortadan kaldırılması için holdingin her bir parçasının değerlendirilmesi ardından holding değerine ulaşılması en sağlıklı yol olabilmektedir. Diğer yandan bağlı firmaların tamamının sanayi firması olduğu Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. örneğinde olduğu gibi konsolide tablonun tek bir firma olarak değerlemesinin yapılması da düşünülebilir. Yine bununla ilgili bir değerlendirme çalışması uygulama kısmında verilmektedir.

4.3.3.4. Firma değerinin Ekonomik Katma Değer yöntemi ile tespiti

Küreselleşme ve iş dünyasında artan rekabet, giderek yaygınlaşan firma 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 olsa da, 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 kâr Marshall tarafından, net kârdan yatırılan sermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak faizin düşülmesi ile bulunan bir tutar olduğu şeklinde açıklanmaktadır (Ercan, v.d., 2003:69).

Ekonomik katma değer hesaplanırken, muhasebe verilerinin yanısıra muhasebe raporları dışında yer alan değişkenler de kullanılmaktadır. Ekonomik katma değer başka bir ifadeyle firmaya yatırılan sermayenin sağladığı vergiden sonraki getiri ile sermayenin maliyeti arasındaki fark olarak da tanımlanmaktadır (Chambers, 2009:32).

Ekonomik katma değer ile firmanın değeri, yatırılan sermaye ile geleceğe yönelik oluşturulan katma değer bugünkü değeri toplanarak bulunmaktadır. Ekonomik katma değer, tek bir dönemde firma tarafından oluşturulan değeri ölçmekte ve şu şekilde hesaplanmaktadır (Aksoy, 2014:162).

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

Ekonomik katma değer modelinde bir başka hesaplama biçimi şu şekildedir:

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

Bu modeldeki ifadeler ise şu şekilde açıklanmaktadır:

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 hesaplanırken yukarıda gösterilen iki hesaplama arasında temelde bir farklılık yoktur.

Yukarıdaki formülde görüleceği gibi Ekonomik Katma Değer hesaplanması için yatırılan sermaye, yatırılan sermayenin getirisi ve ağırlık ortalama sermaye maliyeti olarak üç temel değişkene ihtiyaç vardır. Bunları hesaplarken, indirgenmiş nakit akımı değerlemesi anlamında çeşitli düzenlemeler yapılmalıdır. Öncelikle yatırılan sermaye anlamında

firmanın piyasa değeri kullanılabilir fakat piyasa değeri, mevcut varlıklara yatırılan sermayenin yanında gelecek dönemlerde beklenen büyümeye göre varlıkların değerini de oluşturacaktır. Diğer yandan mevcut varlıkların kalitesi de bu analizde dikkate alınmalıdır. Bu anlamda mevcut varlıkların piyasa değerini hesaplamak oldukça güç olacağından sermayenin defter değeri bu değer yerine kullanılabilir. Bütün bu değerlendirmeler ışığında ekonomik katma değer ve yatırılan sermaye hesaplanırken bir kaç düzeltme yapmak gerekmektedir. Bunlar, faaliyetlerden kaynaklı kira ödemelerinin borca dönüştürülmesi, ar-ge harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir kerelik ödemelerin etkisinin çıkarılmasıdır. Yatırılan sermaye ise firmanın net işletme sermayesi ile duran varlık toplamı olarak hesaplanmalıdır.

Bir başka düzenleme olarak sermaye maliyetinin borç ve özsermayenin defter değerine göre değil piyasa değerine göre hesaplanmasıdır. Firmaların sermaye maliyeti hesaplanırken defter değerini kullanması, çoğu firma açısından maliyetin olduğundan düşük gösterilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle kaldırıcı yüksek oranda kullanan firmaları daha avantajlı duruma getirmesi beklenmektedir (Damodaran, 2002: 864-865).

Ekonomik katma değer yöntemine göre değerlendirme yapılırken sermaye maliyetinde dikkat edilecek nokta maliyet hesabında sadece borcun değil, tüm yatırılan sermayenin (borç ve özkaynak) kullanılmasıdır. Bu anlamda şu şekilde bir mantık kurulabilmektedir: Eğer, firma her dönem ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile eşit getiri sağlarsa, firmanın serbest nakit akımlarının bugünkü değeri ile başlangıçta yatırılan sermaye ile aynı olmaktadır. Firmanın ağırlıklı ortalama sermayeden daha yüksek ya da düşük getiri oluşturup oluşturmadığı, yatırdığı sabit ya da işletme sermayesinden daha düşük veya yüksek değeri olup olmadığıyla ilişkili olmaktadır. Bu sebeple en başta firmaya yatırılan sermaye eklenecek kısım firmanın gelecekteki ekonomik katma değerinin bugünkü değeri olmaktadır. Bu durum şu şekilde formüle edilebilmektedir:

Firma Değeri= Yatırılan Sermaye + Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri- Borçların Bugünkü Değeri

Ekonomik katma değer bugünkü değeri, hesaplanan ekonomik katma değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesi ile bulunmaktadır. Yatırılan sermaye ise firmanın dönem başı net işletme sermayesi ve dönen varlık toplamına denilmektedir.

Ekonomik katma değer yaklaşımı ile firmanın hisse senedinin değeri bulunurken önce borçların cari değeri çıkarılmakta ve ardından bulunan değer firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünerek her bir hisse senedi değeri bulunmaktadır.

4.3.3.4.1. Holding değeri bulunurken ekonomik katma değer yönteminin kullanılması

Holdinglerin değeri, ekonomik katma değer yöntemiyle de hesaplanabileceği düşünülmektedir. Buna ilişkin bir uygulama örneğine rastlanılmasa da holdingin bağlı firmalarının her birisinin ekonomik katma değere göre değeri hesaplanarak holdingin sahiplik oranıyla ilişkilendirilmesi yoluyla holding değerine ulaşılabilir.

Diğer yandan holdingin tek bir firma gibi düşünülmesi durumunda da toplulaştırılmış holding verilerden yararlanılarak holding değerine ulaşılabilir.

Ekonomik katma değer hesaplanması için firmayla ilgili çok fazla veriye ihtiyaç duyulmaktadır. Diğer yandan bu yöntemin uygulanmasının oldukça zor ve karmaşık olması ile ancak pekçok varsayımla holdinglerin ekonomik katma değere göre değerlendirilmesi yapılabilecektir.

Ekonomik katma değer hesaplanırken muhasebe verileri dışında muhasebe dışı veri ve bilgiler de kullanılmaktadır. Bu anlamda holding ve bağlı firmaları arasında ilişkilerin tam olarak ortaya konulması oldukça önemli olup, değer hesaplanması için çok detaylı çalışmalar gerekmektedir.

5. BORSA İSTANBUL (BİST)'DE UYGULAMA VE DEĞERLENDİRME

Tez çalışmasının bu bölümünde öncelikle tez kapsamında incelenen üç holdingin değerinin hesaplanmasına ilişkin uygulamalara yer verilmektedir. Değer hesaplamasının ardından değerlendirme kısmında holding firmaların piyasalarda yarattığı duplikasyon etkisi ve bunun sonuçları incelenmektedir.

5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Holding Değeri Hesaplanma Aşamaları

Çalışmanın bu kısmında holding firmaların değerini hesaplayabilmek için holding firmanın bağlı firmalarının değerleri indirgenmiş nakit akımları ile hesaplanmakta ve buradan holding değerine ulaşılmaktadır. Bu değerlendirme işlemi aşamalar halinde yapılmaktadır. Bu aşamalar geçmişe yönelik performans analizi, mali tablo projeksiyonu yapılması, FCFE ve FCFF hesaplanması ile değer hesaplanmasıdır. Bu aşamalar bu kısımda başlıklar halinde incelenmektedir.

5.1.1. Geçmişe yönelik performans analizi

Firma değerlemesi anlamında tecrübeler, her bir firma için kendine özgü gerçeklerinin dikkate alınmasını ve yapılacak her değerlemenin bir diğerinden farklı olacağını söylemektedir. Bu anlamda bir firmayı değerlerken ilk yapılacak işlem, değerlendirilecek firmanın geçmiş performansını analiz etmektir. Firmanın geçmiş performansı doğru bir şekilde analiz edilerek geleceğe yönelik projeksiyonlar daha iyi yapılabilir.

Tez çalışmasında Borsa İstanbul'da (BİST) yer alan holding firmalarının yapılan analize uygun olanları seçilmekte ve değerlendirilmektedir. Holdinglerin finansal tablolarına ilişkin bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) alınmıştır. Çalışmada holding değerlerinin ve bağlı firmalarının değerlerinin bulunması için Microsoft Excel programı kullanılmıştır.

Çalışmanın veri setini oluştururken geçmiş projeksiyonun doğru şekilde yapılması için gerekli yıl sayısı 8 yıl olarak belirlenmiştir. Burada dikkate alınacak faktör de 2008 yılında tüm dünyayı ve sektörleri etkileyen finansal krizdir. Bu anlamda krizin etkisinin Türkiye açısından azalmaya başladığı 2010 yılından başlayarak ve son yıllık bilançoların açıklandığı 2017 yılı çalışmanın zaman aralığını oluşturmaktadır. Tezde analizi yapılan holding

firmalar; Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., Koç Holding A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'dir.

Verilerin elde edilmesi için KAP kullanılmış ve analiz için gerekli ve finansal tablolarda bulunmayan bazı bilgiler için firmaların faaliyet raporları kullanılmıştır. Faaliyet raporlarına ulaşırken ilgili firmaların web siteleri ve KAP veri tabanı kullanılmıştır.

5.1.2. Mali tablo projeksiyonu yapılması

Firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bulunabilmesi için, bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin projeksiyonunun yapılması gerekmektedir..

Firmanın geçmiş performansı analiz edildikten sonra izlenecek yol firmanın gelecekteki durumunu ortaya koymaktır. Bunu tahmin ederken en önemli nokta büyüme ve yatırılan sermayenin getirisi anlamında firmanın nasıl gelişeceğini ortaya konmasıdır. Bunu yaparken şunlara dikkat edilmelidir (Üreten, Ercan, 2000:89-90):

- Hem sektörün özellikleri hem de değerlemesi yapılacak firmanın rekabet avantajları ve dezavantajlarının dikkate alınması ile analizci büyüme potansiyeli ve sermaye maliyeti gibi değişkenleri belirleyebilecektir,

- Mali tablolar ile ilgili tahminlerde bulunulmakta böylece serbest nakit akımları ve firma değerine ulaşılmaktadır,

- Firma değerine ulaştıktan sonra firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili farklı performans senaryoları geliştirilerek duyarlılık analizi yapılabilmektedir. Bu analiz ile firma değerinin, değişkenlerden hangi düzeyde etkilendiği ve en çok hangi değişkene duyarlı olduğu belirlenebilecektir,

- Yapılan tahmin ve sonuçların mantıklı olup olmadığı kontrol edilmelidir. Kontrol yapılırken firma değeri üzerinde önemli etkiye sahip değişkenlere odaklanılmalıdır.

Çalışma kapsamındaki holdingin içerisinde farklı sektörlerde çok farklı firmaların bulunması nedeniyle her firmaya uygulanabilecek projeksiyon kriterleri farklılaşacaktır. Bir holdingin içinde bulunan banka firması ile bir çimento firmasının aynı kriterlerle

değerlenmesi mümkün değildir. Bu anlamda bu kriterler ile ilgili detaylar ek tablolarda verilmektedir.

Projeksiyonlar dikkate alınırken, ilgili projeksiyonun ortalama ve standart sapması da hesaplanmakta ve büyük sapmalar dikkate alınarak ortalamalar düzeltilmektedir.

Tezin bu bölümünde mali tablo projeksiyonları kullanılarak geleceğe yönelik tahmini veriler hesaplanmaktadır. Elde edilen projeksiyon kriterleri kullanılarak 2017-2022 arası tahmini mali tablolar eklerde verilmektedir. Bu mali tablolar kullanılarak firmaların nakit akımları hesaplanmaktadır.

Çalışmada firma değerlendirme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanıldığı için projeksiyonlar yapılırken serbest nakit akımlarının hesaplanabilmesi anlamında, temel projeksiyon kriterleri olarak; satışlar/aktifler, maddi duran varlık, amortisman, faaliyet kârı ve net işletme sermayesi değişkenleri seçilmiştir. Bu projeksiyon kriterlerinin hesaplanmasında birtakım çalışmalardan yararlanılmaktadır (Karakoca, 2011; Kepez, 2006; Serbest, 2007). Bunların açıklamaları başlıklar halinde aşağıda verilmektedir.

- Satışlar/Aktifler

Holdinglerin içinde sanayi ve ticaret firmaları bulunması durumunda “Satışlar”, banka firması olması durumunda ise “Aktifler” kalemi temel projeksiyon değişkenidir. Bunların yıllar itibariyle artış oranının ortalaması ile gelecek dönemler projekte edilmektedir.

- Maddi Duran Varlık

Maddi Duran Varlıkların net değerinin yıllar itibariyle artış oranı ortalaması ile gelecek dönemler projekte edilmektedir.

- Amortismanlar

Amortismanlar maddi duran varlıklarla ilişkili olduğu için geçmişte her yılın maddi duran varlık/amortisman oranlarının ortalaması ile gelecek dönemlerde projekte edilen maddi duran varlık rakamı ile çarpılması ile projekte edilen amortisman rakamlarına ulaşılmaktadır.

- Faaliyet Kârı

Faaliyet kârı satışlar rakamı ile ilişkili olduğu için geçmiş yıl gelir tablolarındaki faaliyet kârı rakamı satışlar rakamına bölünmüştür. Bulunan her yıl oranının ortalaması alınarak gelecekte projekte edilen satışlar rakamıyla çarpılmakta, böylece tahmini faaliyet kârı rakamına ulaşılmaktadır.

- Net İşletme Sermayesi

Faaliyetlerle ilgili net işletme sermayesi rakamına, menkul kıymetler hariç dönen varlık rakamından, faiz yükü taşımayan kısa vadeli borçların düşülmesiyle ulaşılmaktadır. Firmanın dönen varlıklarından, esas faaliyetleri için gerekli olmayan hazır değerler dönen varlık tutarından düşülmektedir. Örneğin, firma temettü ödemesi ya da yapacağı yeni yatırımlar için elinde hazır değer bulundurabilir. Bu tür yatırım ve fonlar firmanın esas faaliyeti için gerekli olan işletme sermayesi ile ilişkilendirilemediği için düşülmelidir. Bu çıkarılan ihtiyaç fazlası nakit ve menkul kıymetler, firma değeri bulunurken, serbest nakit akımlarının indirgenmesi ile bulunan değere eklenmektedir (Üreten, Ercan, 2000:86).

Yukarıdaki anlatıldığı gibi firmanın değerinin hesaplandığı yıl olan 2017 için net işletme sermayesi hesaplanmaktadır. Bu tutar her bir firmanın maddi duran varlık artış oranıyla projekte edilmektedir.

5.1.3. FCFE ve FCFF'nin hesaplanması

FCFE (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları) ve FCFF (Firmaya Serbest Nakit Akımları) hesaplanmasında, daha önceki bölümlerde bahsedildiği gibi, firmaların sanayi ve ticaret firması ile finansal hizmet firması olması önemlidir. Bu anlamda finansal hizmet firmaları için Özsermayeye Serbest Nakit Akımları hesaplanırken, sanayi ve ticaret firmaları için Firmaya Serbest Nakit Akımları hesaplanmaktadır. Bu hesaplamaların ortak bir şablonu olmakla birlikte her bir firmanın bulunduğu sektör ve kendine özgü durumları nedeniyle şablonlarda bazı değişiklikler bulunabilmektedir.

Bu hesaplamaların temel taslakları daha önceki bölümde verilmiş olup bunu sayısallaştırmak için hem FCFE hem de FCFF'ye ilişkin birer örnek verilmektedir.

Holdinglerin halka açık bağılı firmalarının değerleme detayları detayları eklerde verilmektedir.

FCFE ve FCFE ortak şablonlarındaki değişkenlere ilişkin açıklamalar başlıklar halinde verilmektedir.

- Sermaye harcaması

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firmadan maddi duran varlıklar için oluşan nakit akımlarını hesaplamaya yönelik bir değişken olarak sermaye harcamaları şu şekilde hesaplanmaktadır (Üreten, Ercan, 2000:99):

Sermaye Harcaması= (Net Maddi Duran Varlık_t – Net Maddi Duran Varlık_{t-1}) + Amortismanlar

Sermaye Harcaması=(Brüt Maddi Duran Varlık_t – Brüt Maddi Duran Varlık_{t-1}) + Aktiften Çıkan Maddi Duran Varlıklar

Sermaye harcamaları hesaplanırken şu hususlara dikkat edilmelidir (Aksoy, 2017:541-542):

- Sermaye harcamaları firmanın maddi duran varlıklar için yaptığı net harcamalardan oluşmaktadır,

- Sermaye harcaması hesaplanırken maddi duran varlıklardan hareket edilmesi gerekmektedir,

- Maddi duran varlıklar üretim firmaları için büyük önemde bulunan değerler olup, arazi ve arsalar, yeraltı ve yerüstü düzenleri, binalar, tesis, makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, yapılmakta olan yatırımlar gibi elle tutulan ya da gözle görülen maddi niteliği olan varlıklardır.

- Maddi duran varlık alımı pozitif sermaye harcamasını, satımı ise negatif sermaye harcamasını ifade etmektedir.

Tez çalışmasında sermaye harcaması hesaplaması yapılırken ilk formül kullanılmıştır. Bu anlamda net maddi duran varlık kalemi ve amortismanlar kullanılarak sermaye harcaması tutarları hesaplanmaktadır.

- Devam eden değer (terminal value)

Firma değeri tespit edilirken 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 sıfıra 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. Burada temel varsayımlardan bir diğeri de terminal value hesaplanırken kullanılan formülün pay ve paydasının enflasyondan aynı oranda etkilenmesidir.

Tez çalışmasında ikinci yöntem kullanılmakta ve 5 yıl olarak projekte edilen dönemin 6. yıldan itibaren sonsuza kadar olan “Devam Eden Değeri” Gordon modelinin uyarlanmasıyla hesaplanmaktadır. Buna göre formül FCFF hesaplanırken şu şekilde gösterilebilir:

$$\text{Terminal Value} = \left(\frac{\text{Firmaya Serbest Nakit Akımı}_5 * (1 + \text{Sonsuza kadar büyüme oranı})}{(\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} - \text{Büyüme Oranı})} \right)$$

Burada kullanılan büyüme oranı (g) olarak Maliye Bakanlığı’nın yayımladığı “Orta Vadeli Program” daki Gayri Safi Yurtiçi büyüme beklentilerini yayımladığı raporlar baz alınmıştır (www.bumko.gov.tr/Eklenti/10202) Bu raporlar dikkate alınarak ve Türkiye’nin doğal büyüme oranının %4-5 civarında olduğundan hareketle, tez çalışmasında büyüme oranı %5 olarak kabul edilmektedir.

- Sermaye ve özsermaye maliyeti hesaplanması

Nakit akımları hesaplanan firmaların değerlemesinde aşamalardan bir diğeri de sermaye ve özsermaye maliyetinin hesaplanmasıdır. FCFE indirgemesi yapılması için özsermaye maliyeti, FCFF indirgemesi yapılması için sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu anlamda hesaplamalar CAPM (Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli) ile yapılmıştır. Sharpe tarafından 1963 yılından öne sürülen ve Lintner, Sharpe ve Tobin tarafından geliştirilen bir portföy teorisi olan CAPM varlıkların risk ve getirisi arasındaki ilişkileri ortaya koymaktadır. Portföy teorisinin bir uzantısı olan ve bir denge modeli olan bu model bilimsel ve uygulamalı çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır (Sharpe, 1963:227-293, Karan, 2004:199).

Bu yaklaşım varlıkların fiyatlandırmasının nasıl olduğunu gösteren bir teori oluşturmak amacıyla tasarlanmıştır. Bu tarz yaklaşımlarda modelin tüm karmaşıklığından soyutlanması için ve sadece en önemli konulara odaklanabilmek için bazı varsayımlar gerekmektedir. CAPM sistematğinde de birtakım varsayımlar vardır. Bu varsayımlar olduğunda model ile riskin yüksek olması getirinin de yüksek olacağını söylemektedir. İlgili varsayımlar şunlardır (Karan, 2004:199, Aksoy, Tanrıöven, 2007:644):

- Yatırımcılar portföylerini bir dönem beklenen getirisi ile standart sapması ile yaparlar,
- Yatırımcılar devamlı daha yüksek getiri isterler. Herşeyi aynı olan iki portföyden beklenen getirisi daha yüksek olanı seçerler.
- Piyasada riskle ilgilenen ve çok iyi çeşitlendirme yapan ve riskten kaçan yatırımcılar hakimdir,
- Yatırımcılar piyasada ilgili varlıkla ilgili tüm bilgilere tam, anında ve maliyetsiz olarak sahiptir,
- Piyasada hem borç alıp hem de borç verebilecekleri bir risksiz faiz oranı vardır. Bu oran tüm yatırımcılar için aynıdır,

- Tüm varlıklar sonsuz bölünebilir ve yatırımcılar isterlerse bir varlığın en küçük payını bile satın alabilir,

- Tüm yatırımcıların beklentileri aynıdır. Bu anlamda tüm yatırımcıların ilgili varlığın getirisini, standart sapmasını ve kovaryansını anlaması aynı şekildedir,

- Yatırımcılar için açığa satış işlemleri serbest olup, istedikleri kadar varlığı açığa satışa konu edebilirler,

- İşlem giderleri ve vergiler dikkate alınmamaktadır,

- Enflasyon yoktur veya tam olarak tahmin edilebilmektedir.

Yukarıdaki varsayımlar uygulama açısından çok gerçekçi olmasa da risk ve getiri ölçme anlamında sağladığı büyük fayda ile model genel kabul görmüş ve sıklıkla kullanılmaktadır.

CAPM Modeli formülizasyonu şu şekildedir:

$$r_i = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

CAPM Modeli temelinde adi hisse senetleri için geliştirilmiş olsa da sermaye ve özsermaye maliyetini hesaplarken de kullanılabilir. Bu anlamda özsermaye maliyeti ve sermaye maliyeti hesaplamaları başlıklar halinde verilmektedir.

➤ Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti firmalar açısından sermaye bütçeleme yöntemlerinde kullanılmakla birlikte firmanın bir bütün olarak değerlemesinde de sıklıkla kullanılmaktadır. Firmaların özsermayelerini temsil eden hisse senetlerine sahip olan yatırımcıların temettü ve sermaye kazancı olarak elde edeceği kazançlardan özsermaye maliyeti hesabı yapılabilir. Diğer yandan özsermaye maliyetini hesaplamanın bir başka yolu olarak Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM) de kullanılabilir. Bu çalışmada özsermaye maliyeti hesaplarken CAPM kullanılmaktadır.

CAPM modelinin esas alınması halinde özsermaye maliyeti şöyle hesaplanmaktadır:

$$k_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f) \cdot$$

Formuldeki kısaltmaların açılımı şöyledir:

k_e = Özsermaye maliyeti

r_f = Risksiz faiz oranı

r_m = Pazarın getiri oranı

β_i = Beta Katsayısı

Burada Beta katsayısı olarak, özsermaye maliyeti hesaplanacağı için özsermaye betası kullanılmaktadır.

Tez çalışmasında finansal hizmet firmalarını değerlemek için kullanılan indirgeme oranı olarak kullanılan özsermaye maliyeti yukarıda açıklanan CAPM modeli kullanılarak hesaplanmaktadır. Bunun için her firmanın özsermaye betası bigpara.com web sitesinden alınmıştır. Risksiz faiz oranı olarak ve pazar risk primi, Fernandez, v.d. (2018) tarafından yapılan “Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey” adlı çalışmadan yararlanılarak hesaplamalarda kullanılmaktadır. Bu çalışmada Türkiye için risksiz faiz oranı (r_f) %10,3, piyasa risk primi ($r_m - r_f$) %7,7 olarak verilmektedir ve tez çalışmasında özsermaye maliyeti hesabında bu şekilde kullanılmaktadır.

➤ Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti bir diğer ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, bir firmanın kullandığı toplam kaynakların (uzun vadeli yabancı kaynak+ özsermaye) ortalama maliyeti olarak tanımlanmaktadır. Sermaye maliyeti hesaplanırken firmada kullanılan her bir kaynağın maliyetiyle toplam kaynaklar içindeki ağırlığı çarpılmakta ve kümülatif toplanmaktadır. Bu anlamda sermaye maliyetinin hesaplanması şöyledir:

$$k_a = k_e \times W_e + k_d \times (1 - T) \times W_d$$

k_a = Sermaye maliyeti (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

k_e = Özsermaye maliyeti

W_e = Özsermayenin Toplam Kaynaklar İçerisindeki Ağırlığı

W_d = Borcun Toplam Kaynaklar İçerisindeki Ağırlığı

T = Vergi Oranı

CAPM Modeli kullanılarak da sermaye maliyeti hesaplanabilir. Bu hesaplama yapılırken varlık betası kullanılmaktadır. Varlık betası hesaplaması ise şu şekildedir.

$$\beta_{varlık} = \beta_{borç} \times \frac{D}{D + E} + \beta_{özsermaye} \times \frac{E}{D + E}$$

GE, IBM, ATT gibi blue chip firmalarda varlık betaları hesaplanırken, borçların betası 0 kabul edilmektedir (Ercan, 2014:217).

Varlık betasının hesaplanmasının ardından sermaye maliyeti hesaplayabilmek için CAPM formülü şu şekilde uyarlanabilmektedir.

$$k_a = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

Yukarıdaki formülde klasik CAPM formülünden farklı olarak varlık betası (β_i) denklemde yerine konulmakta ve böylece sermaye maliyeti (k_a) hesaplanmaktadır.

Tez çalışmasında firmaya serbest nakit akımlarını bugüne indirmek için kullanılacak sermaye maliyetinin hesaplanmasında şu varsayımlarda bulunmaktadır:

- Risksiz faiz oranı ve pazar risk primi hesaplamaları için Fernandez v.d. (2018)'nin daha önce bahsedilen çalışmalarındaki oranlar kullanılmaktadır,
- Firmaların borç betası sıfır kabul edilmektedir. Bunun sebebi, analiz ettiğimiz holdinglerin Türkiye'nin en büyük ve finansal açıdan çok güçlü firmaları olmalarından borç ödememe risklerinin çok küçük olmasıdır.

5.1.4. Değerin hesaplanması

Finansal hizmet firmalarında gelecek 5 yıla ait projekte edilen nakit akımları ve devam eden değer özsermaye maliyeti ile indirgenmesi ile firmanın değerine ulaşılmaktadır. Ticaret ve sanayi firmalarında ise yine gelecek 5 yıla ait projekte edilen nakit akımları ve devam eden değer, bu sefer sermaye maliyeti ile indirgenmekte ve bulunan sonuçtan borçların değeri düşülerek firmanın değerine ulaşılmaktadır.

Holdinglerin bağlı firmalarının her birinin ayrı ayrı değerlemesinin ardından bir anahtarla holdingin toplam değerine ulaşılmaktadır. Burada Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. örneklerine geçmeden önce bu anahtarın nasıl kullanılacağına ve holdingin değerine nasıl ulaşıldığına ilişkin bir kurgu yapılmaktadır. Örneğin XYZ holdingin halka açık bağlı firmaları, holdingin toplam hasılatının %80'ini ve toplam FAVÖK'ünün %70'ini sağlamış olsun. Holdingin halka açık bağlı firmalarının indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan değerinin de holdinge düşen kısmı (Değer*Holding Sahiplik Oranı) 750 milyon TL olsun.

Halka açık olmayan bağlı firmaların değeri ise halka açık bağlı firmaların hesaplanan değeriyle orantılı olacağı bu tez çalışmasında varsayılmaktadır. Halka açık olmayan bağlı firmaların değerinin bulunmasında anahtarların ortalamasının alınması ile bulunan %75 oranı, anahtar olarak kullanılmaktadır. Buna göre holdingin halka açık bağlı firmalarının bulunan değeri, holdingin %75'ine denk gelirken, geriye kalan %25'lik kısım halka açık olmayan bağlı firmaların değerinden gelecektir. Buna göre halka açık olmayan bağlı firmaların değeri = $(750 \text{ Milyon TL} / \%75) * \%25 = 250 \text{ Milyon TL}$ olmaktadır.

Holdingin toplam değeri ise "Parçaların Toplamı Yöntemi"ne göre bağlı firmaların toplam değeridir. Buna göre halka açık bağlı firmaların ve halka açık olmayan bağlı firmaların toplamı = $750 \text{ Milyon TL} + 250 \text{ Milyon TL} = 1,000 \text{ Milyon TL}$ olarak holdingin değerini verecektir.

5.2. Borsa İstanbul'da indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile holding değeri hesaplanması uygulamaları

Borsa İstanbul'da indirgenmiş nakit akımları örnekleri olarak Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., Koç Holding A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. incelenmektedir.

5.2.1. Uygulama örneği: Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.

Sabancı Holdingle ilgili tüm veri ve bilgilere ikinci bölümde değinilmektedir. Burada ise özet olarak bazı bilgiler ile bağlı firmalardan iki tanesinin değerlendirme detayları verilmektedir. Bu bağlı firmalardan birisi sanayi firması, diğeri ise finansal hizmet firmasıdır. Sanayi firması olarak Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş., finansal hizmet firması olarak ise Akbank T.A.Ş. seçilmiştir.

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.'nin değerlemesi yapılırken, holdingin halka açık bağlı firmalarının her birinin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bulunan değerler holdingin bağlı firma sahiplik oranıyla çarpılmakta ve kümülatif toplanmaktadır. Son olarak bulunan değer, holdingin belirli bir değişkeninin halka açık bağlı firmalarının payına bölünmekte, halka açık olmayan bağlı firmaların payının bununla orantılı olduğu varsayımıyla, toplam değere ulaşılmaktadır.

5.2.1.1. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. bağlı firma değerlemesi

Bağlı firmalara ve holdingin kendisine ilişkin detaylı bilgiler önceki bölümlerde verildiği için burada değinilmemektedir. Bu kısımda örnek verilecek firmaların projeksiyon kriterlerine ilişkin bilgiler verilmektedir. Holding tüm bağlı firmalarına ilişkin projeksiyon kriterleri detayları eklerde verilmektedir.

- Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. değerlemesi

Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin projeksiyon kriterleri şöyledir:

- Firmanın 2010-2017 arası ortalama büyüme oranı %9,5 olup 2018-2022 arası satış hasılatı tutarları bu oranda artmaktadır.

- Firmanın Maddi Duran Varlık tutarının 2010-2017 yılları arasındaki artış oranı olan %4.75, 2018-2022 yılları arasındaki artışı temsil etmektedir.

- Firmanın 2010-2017 yıllarında her yıla ait amortisman gideri/maddi duran varlık oranı ortalaması, projekte edilen yıllarda hesaplanan tahmini maddi duran varlık tutarıyla çarpılarak tahmini dönem amortisman giderleri hesaplanmaktadır.

- Firmanın FVÖK (Faaliyet Kârı) hesaplanırken, 2010-2017 yılı arası FVÖK/Satışlar oranı ortalamasıyla, projekte edilen satışlar tutarı çarpılmakta ve tahmin dönemi FVÖK tutarları hesaplanmaktadır.

- Firmanın sermaye harcamaları hesaplanırken ilgili yıl sonu maddi duran varlık tutarından, bir önceki yıl sonu maddi duran varlık tutarı çıkarılmakta ve dönemin amortisman gideriyle toplanmaktadır.

- Daha önceki kısımda anlatıldığı şekliyle hesaplanan Net İşletme Sermayesi tutarı maddi duran varlık artış oranıyla projekte edilen yıllarda artırılarak hesaplanmaktadır.

Çizelge 5.1. Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş., FCFF ve firma değerlemesi (Milyon TL.)

	2018	2019	2020	2021	2022	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)	234	256	280	307	337	
(-)(Sermaye Harcamaları)	117	123	129	135	141	
(+)Amortisman	78	82	85	90	94	
(-) İşletme Sermayesi	32	35	38	42	45	
						Terminal Value
FCFF	163	180	199	220	244	3,500
İskonto Oranı (%)	12					
İndirgenmiş Nakit Akışları	145	143	141	138	136	1,959
Faaliyetlerin Değeri	2,662					
(+)Hazır Değerler	53					
Firmanın Değeri	2,715					
(-) Finansal Borçlar	385					
Özsermaye Değeri	2,329					

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Milyon Adet)	191
1 hisse senedi değeri (TL)	12.17

- Akbank T.A.Ş. değerlemesi

Bankaların değerlemesi için temel alınan çalışmalara göre, banka değerlemesi oldukça karmaşık ve detaylı bir çalışma gerektirmektedir (Ercan vd., 2006; Küçükkaplan 2008). Bu anlamda Akbank T.A.Ş.'nin değerlemesi için diğer tüm detaylar eklerde verilmektedir. Burada ise temel bazı ölçütler aktarılmaktadır. Bunlar:

- Banka aktifleri projekte edilen dönemde %15 büyütülmektedir.
- 2010-2017 yılları arası mevduat/pasif oranı ortalaması yaklaşık %60 bulunmakta ve sonraki yıllarda buna göre projekte edilmektedir.
- 2010-2017 yılları arası kredi/mevduat oranı yaklaşık %95 bulunmuş ve sonraki yıllar bu değerle projekte edilmektedir.
- Gelir tablosundaki tüm faiz gelir ve giderleri kalemleri ile bilançodaki ilgili kalem ilişkilendirilerek ortalamaları bulunarak projekte edilmektedir.
- İlgili çalışmalardan elde edilen bilgiler kapsamında banka firmaları için oldukça önemli olan personel giderleri, özsermayeye serbest nakit akımlarında dikkate alınmaktadır.
- Gelir tablosu projeksiyonu yapılırken öncelikle “Kredilerden Alınan Faizler” kalemi oluşturulmaktadır. Bunun için gelecek dönemler için projekte edilen bilançodaki Krediler kalemiyle; geçmiş dönem gelir tablolarından bulunan Kredilerde Alınan Faizler/Krediler oranı ortalaması çarpılmaktadır.
- Faiz gelirleri başlığı altındaki her bir kalemin toplam faiz gelirleri içindeki oranının 2010-2017 yılları ortalaması kullanılarak her bir kalemin projeksiyonu yapılmaktadır.
- Faiz giderleri için öncelikle mevduata verilen faiz tutarı hesaplanmalıdır. Bunun için bilançoda 2018 yılı için projekte edilmiş toplam mevduat tutarı ile 2010-2017 yılları arasındaki geçmiş dönem gelir tablolarından bulunan Mevduata Verilen Faiz/ Mevduat ortalaması çarpılarak “Mevduata Verilen Faiz” bulunmaktadır.

Çizelge 5.2. Akbank T.A.Ş. firma değeri hesaplaması (Milyon TL)

Akbank T.A.Ş.	2018	2019	2020	2021	2022	
Net Kâr	4,233	4,868	5,598	6,438	7,404	
(+) Amortisman	320	368	423	487	560	
(-)Sermaye Harcamaları	6,500	9,758	11,221	12,903	14,838	
Maddi Duran Varlıklar	-1,338	313	360	414	476	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-106	56	64	74	85	
İştirakler	4	4	4	4	4	
Bağlı Ortaklıklar	3	3	3	3	3	
Orta ve Uzun Vadeli Krediler	0	256	294	339	389	
Orta ve Uzun Vad. Alım Sat. A. ve Sat. Haz. Menk. Kıy.	5,967	6,862	7,892	9,075	10,437	
Personel Giderleri	1,969	2,264	2,603	2,994	3,443	
(+)Yeni Borçlar	2,769	5,867	7,181	8,797	10,785	
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat	857	885	1,017	1,170	1,346	
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler	64	48	55	64	73	
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	3,827	4,751	5,897	7,321	9,088	
Muhtelif Borçlar	-11	14	16	19	22	
Diğer Yabancı Kıymetler	-1,968	169	194	224	257	
Finansal Kiralama Borçları	0	0	0	0	0	
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	0	0	0	
(-)Anapara Geri Ödemesi	0	0	0	0	0	Terminal Value
FCFE	822	1,344	1,981	2,818	3,911	25,910
İndirgeme Oranı	%21					
İndirgenmişler	680	1,112	1,639	2,332	3,236	21,440
Toplam Özsermaye Değeri	30,440					

Toplam Hisse Sayısı (Milyon Adet)	4,000
1 Hisse senedi değeri (TL)	7.61
Beta Katsayısı	1.37
Piyasa Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%21

5.2.1.2. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. Değerlemesi

Holdingin halka açık bağlı firmaları değerlendirildikten sonra bu değerlerden holdingin değerine şu şekilde ulaşılmaktadır.

Çizelge 5.3. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. değerlendirme detayları

Sabancı Holding Bağlı Firmaları	Hisse sayısı (Milyon Adet)	İNA'ya Göre Bulunan 1 Adet Hisse Değeri (TL)	Holding Sahiplik Oranı (%)	İNA'ya Göre Toplam Firma Değeri (Milyon TL)
Akbank T.A.Ş.	4,000	5.41	40.75	8,818
Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	700	4.17	50.61	1,477
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	110	4.16	60.29	276
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	191	12.17	39.72	925
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	135	8.54	58.41	674
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	195	6.08	71.11	841
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	305	9.15	43.63	1,218
Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	29	4.65	57.88	78
Aksigorta A.Ş.	306	4.83	36.00	532
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	118	6.11	40.00	288
Enerjisa Enerji A.Ş.	1,181	9.73	50.00	5,745
Toplam				20,873

Sabancı Holding Toplam Hisse Sayısı (Milyon Adet)	2,040
Sabancı Holding Hisse Değeri (Halka Açık Bağlı Firmalar) (TL)	10.23
Sabancı Holding 1 Hisse Değeri (Tamamı) (TL)	12.79

Holdingin bağlı firmalarının indirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan değerinin holding sahiplik oranıyla çarpılmasıyla bulunan tutar “Halka Açıklık Dikkate Alındığında Değer” e ulaşılmaktadır. Ardından, daha önceki bölümlerde verilen Sabancı Holding’in net aktif değerinin %80’inin halka açık firmalarından geldiği verisi dikkate alınarak toplam holding değerine ulaşılmaktadır.

Holding Değeri= Halka Açıklık Dikkate Alındığındaki Değer / %80

Buradan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile holdingin her bir hisse senedinin değerinin 12,79 TL. olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

5.2.2. Uygulama örneği: Koç Holding

Koç Holding ile ilgili detaylı bilgiler ikinci bölümde verilmektedir. Bu kısımda ise holdingi değerlemek amacıyla bağlı firmaların değerlemesi yapılmakta ve holding değerine ulaşılmaktadır.

5.2.2.1. Koç Holding A.Ş. bağlı firma değerlemesi

Bağlı firmalara ve holdingin kendisine ilişkin detaylı bilgiler önceki bölümlerde verildiği için burada değinilmemektedir. Bu kısımda örnek verilecek firmaların projeksiyon kriterlerine ilişkin bilgiler verilmektedir. Holding tüm bağlı firmalarına ilişkin projeksiyon kriterleri detayları eklerde sunulmaktadır.

Bu anlamda holdingin bağlı firmalarından Tofaş Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş. ve Yapı Kredi Bankası A.Ş. değerlemesi bu kısımda verilmektedir.

- Tofaş Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş.

Tofaş Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş.'nin projeksiyon kriterleri şöyledir:

-Firmanın 2010-2017 arası ortalama satışlarındaki büyüme oranı ile satış tutarı projekte edilmektedir.

- Maddi duran varlıklar hesaplanırken 2010-2017 arası artış oranı ortalaması, 2018-2022 arası tahmin dönemi artış oranı ile projekte edilmektedir.

- Amortisman gideri tutarı hesaplanırken geçmiş dönem ortalama amortisman/maddi duran varlık ortalaması ile gelecekte projekte edilen maddi duran varlık rakamı ile çarpılarak amortisman gideri hesaplanmaktadır.

- Faaliyet kârı hesaplanırken, bu tutar satışlarla ilişkilendirilmektedir. Daha sonra 2010-2017 arası ortalama FVÖK/Satışlar oranı hesaplanmakta ve tahmin döneminde projekte edilen satışlar tutarı ile çarpılarak FVÖK tutarları belirlenmektedir.

-Sermaye harcaması tutarları hesaplanırken ilgili dönemin net maddi duran varlık rakamından bir önceki dönem net maddi duran varlık rakamı arasındaki farka dönemin amortismanı eklenmektedir.

- Net işletme sermayesi tutarı 2017 yılı için hesaplanmış, bu tutar maddi duran varlık artış oranıyla tahmin döneminde artırılmaktadır.

Çizelge 5.4. Tofaş Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş tahmin dönemi mali tablo verileri, FCFF ve firma değerlemesi (Milyon TL.)

	2018	2019	2020	2021	2022	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)	1,112	1,296	1,511	1,762	2,054	
(-)(Sermaye Harcamaları)	557	614	677	747	823	
(+)Amortisman	316	349	384	424	467	
(-) Δİşletme Sermayesi	23	25	28	30	34	
	244	269	297	327	361	
						Terminal Value
FCFF	848	1,006	1,191	1,408	1,664	27,418
İskonto Oranı	%11					
İndirgenmiş Nakit Akışları	762	811	862	915	971	16,000
Faaliyetlerin Değeri	20,321					
(+)Hazır Değerler	3,239					
Firma Değeri	23,560					
(-) Finansal Borçlar	5,811					
Özsermaye Değeri	17,749					

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Milyon Adet)	500
1 hisse senedi değeri (TL)	35.50
Özsermaye Betası	0.54
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%14
Varlık Betası	%14
Sermaye Maliyeti	%11

-Yapı Kredi Bankası A.Ş.

Yapı Kredi Bankası A.Ş. değerlemesi yapılırken daha önce Akbank T.A.Ş. değerlemesinde anlatıldığı şekilde ilgili kaynaklardan yararlanılmaktadır. Yapı Kredi Bankası'nın kendisine özgü değişkenleri de ortaya konularak değerlemesi yapılmaktadır. Burada temel bazı değerlendirme ölçütleri verilmektedir. Geri kalan tüm detaylar eklerde verilmektedir. Bu temel ölçütler şunlardır:

- Aktif büyüme oranı olarak %15 kullanılmaktadır.
- Mevduat/Pasif oranı olarak geçmiş yıllar ortalaması %56 bulunmuş fakat sektör durumu göz önüne alınmakta ve %60 olarak projekte edilmektedir.
- Kredi/Mevduat oranı olarak geçmiş yıllar ortalaması olan %112'ye yakın olarak %110 kullanılmaktadır.
- Gelir tablosu projeksiyonu yapılırken öncelikle "Kredilerden Alınan Faizler" kalemi oluşturulmaktadır. Bunun için 2018 yılı için daha önce projekte edilen bilançodaki Krediler kalemiyle; geçmiş dönem gelir tablolarından bulunan Kredilerde Alınan Faizler/Krediler oranı ortalaması çarpılmaktadır.
- Ardından faiz gelirleri toplamına ulaşmak için geçmiş yıllardaki Kredilerde Alınan Faiz/Faiz Gelirleri oranı paydaya yazılmakta, diğer bir ifadeyle kredilerden alınan faiz bu orana bölünerek "Faiz Gelirleri" tutarına ulaşılmaktadır.
- Faiz gelirleri başlığı altındaki her bir kalemin toplam faiz gelirleri içindeki oranının geçmiş ortalaması kullanılarak her bir kalemin projeksiyonu yapılmaktadır.
- Faiz giderleri için öncelikle mevduata verilen faiz tutarı hesaplanmaktadır. Bunun için bilançoda 2018 yılı için projekte edilmiş toplam mevduat tutarı ile 2010-2017 yılları arasındaki geçmiş dönem gelir tablolarından bulunan Mevduata Verilen Faiz/ Mevduat ortalaması çarpılarak "Mevduata Verilen Faiz" bulunmaktadır.
- Her bir faiz gideri kalemi için de "Faiz Giderlerinin Gelir Tablosu İçindeki Payı" ile toplam faiz gideri içindeki payının 2010-2017 yılları arası ortalaması projekte edilmektedir.

Çizelge 5.5. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. firma değeri hesaplaması (Milyon TL.)

YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	2018	2019	2020	2021	2022	
Net Kâr	4,696	5,420	6,257	7,226	8,347	
(+) Amortisman	262	302	347	399	459	
(-)Sermaye Harcamaları	29,488	19,926	22,694	25,921	29,731	
Maddi Duran Varlıklar	678	493	568	653	751	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,460	471	542	623	717	
İştirakler	777	669	550	461	451	
Bağlı Ortaklıklar	7	7	7	2	2	
Orta ve Uzun Vadeli Krediler	14,039	3,880	4,462	5,131	5,900	
Orta ve Uzun Vadeli Alım Satım Amaçlı ve Sat. Haz. Menk. Kıy.	9,920	11,408	13,120	15,088	17,351	
Personel Giderleri	2,606	2,997	3,447	3,964	4,558	
(+)Yeni Borçlar	-8,158	16,433	20,975	26,913	34,699	
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat	3,369	1,120	1,288	1,481	1,703	
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler	-15,573	3,542	4,073	4,684	5,387	
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	7,994	10,740	14,428	19,383	26,040	
Muhtelif Borçlar	0	0	0	0	0	
Diğer Yabancı Kıymetler	-3,949	1,032	1,186	1,364	1,569	
Finansal Kiralama Borçları	0	0	0	0	0	
Sermaye Benzeri Krediler	0	0	0	0	0	
(-)Anapara Geri Ödemesi	0	0	0	0	0	
						Terminal Value
FCFE	-32,687	2,228	4,885	8,616	13,774	97,914
İndirgenmiş Nakit Akımları	-27,291	1,553	2,843	4,187	5,589	39,727
Toplam Özsermaye Değeri	26,608					

Toplam Hisse Sayısı (Milyon Adet)	8,206
1 Hisse senedi değeri (TL)	3.24
Beta Katsayısı	1.23
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%20

5.2.2.2. Koç Holding A.Ş. değerlemesi

Koç Holding A.Ş.'nin halka açık bağlı firmaları değerlendirildikten sonra bu değerlerden holdingin değerine şu şekilde ulaşılmaktadır.

Çizelge 5.6. Koç Holding A.Ş. değerlendirme detayları

Bağlı Firmalar	Hisse sayısı (Milyon Adet)	İNA'ya Göre Bulunan 1 Adet Hisse Değeri (TL)	Holding Sahiplik Oranı(%)	İNA'ya Göre Toplam Firma Değeri (Milyon TL)
Ford Otosan	351	44.49	38.46	6,004
Tofaş	500	35.50	37.59	6,672
Türk Traktör	53	54.69	37.50	1,095
Tüpraş	250	115.65	51.00	14,770
Aygaz	300	7.94	40.68	969
Otokar	24	128.67	44.92	1,387
Arçelik	676	14.26	40.51	3,903
Yapı Kredi Bankası	8,447	3.24	50.00	13,684
Tat Gıda	136	2.15	44.07	129
Toplam				48,614

Koç Holding Toplam Hisse Sayısı (Milyon Adet)	2,536
Koç Holding Hisse Değeri (Halka Açık Bağlı Firmalar) (TL)	19.17
Koç Holding Hisse Değeri (Tamamı) (TL)	21.30

Holdingin bağlı firmalarının indirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan değeri ile holding sahiplik oranıyla çarpılmasıyla “Halka Açıklık Dikkate Alındığında Değer” e ulaşılmaktadır. Ardından, daha önce bahsedilen Koç Holding net aktif değerinin %90'ının halka açık firmalarından geldiği dikkate alınarak toplam holding değerine şöyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Holding Değeri} = \text{Halka Açıklık Dikkate Alındığındaki Hisse Değeri} / \%90$$

Buradan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile holdingin bir adet hisse senedinin değerinin 21,30 TL olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

5.2.3. Uygulama örneği: Şişecam Holding (Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.)

Şişecam Holding ile ilgili detaylı bilgiler 2. bölümde verilmiştir. Burada firmanın değerlemesi yapılırken Sabancı Holding ve Koç Holding örneklerinde olduğu gibi bağlı

firma değerlerinden holding değerine ulaşılmaktadır. Diğer yandan Şişecam Holding'in bağlı firmalarının tamamı sanayi firmalarından oluştuğu için değerlendirme yapılırken holdingin tümü değerlendirilebilmektedir. Böylece holdingin tümünün tek bir firma gibi değerlendirilmesi yöntemiyle, parçaların toplamı yöntemi karşılaştırılabilecektir.

Holdingin bağlı firmalarının değerlendirme detayları eklerde verilmekte olup, burada ise Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. ünvanına sahip Şişecam'ın bir bütün olarak değerlendirilmesi örneği incelenmektedir.

5.2.3.1. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin tek bir firma gibi değerlendirilmesi

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. bir holding olarak fakat tek bir firma gibi değerlendirmesine ilişkin birtakım bilgiler ve veriler şunlardır:

- Şişecam Holding'in daha önceki bölümlerde, holdingi detaylı incelerken verildiği gibi satışlarındaki artışın %30 olması beklenmektedir.

- Son yıllarda yapılan yatırımların bir kısmının bitmesi ve holdingin geleceğe yönelik projeksiyonları da dikkate alındığında geçmiş yıl ortalamalarından farklı olarak %10 seviyesinde bir maddi duran varlık artışı olacağı projekte edilmektedir.

- Holdingin amortisman gideri, geçmiş yıllar amortisman/maddi duran varlık ortalamasının, projekte edilen maddi duran varlıklarla çarpılmasıyla bulunmaktadır.

- Holdingin faaliyet kârı, geçmiş yıllar FVÖK/Satışlar oranı ortalaması ile tahmin dönemi satışlar tutarı çarpılması ile hesaplanmaktadır.

- Net işletme sermayesi duran varlık artış oranı olan % 10 artırılarak bulunmaktadır. Her yılın net işletme sermayesi yatırımı tutarı, ilgili dönem ve mevcut dönem net işletme sermayesi farkı bulunarak hesaplanmaktadır.

Çizelge 5.7. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin tek bir firma gibi değerlemesi
(Milyon TL.)

	2018	2019	2020	2021	2022	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)	1,192	1,550	2,015	2,619	3,405	
(-)(Sermaye Harcamaları	2,068	2,275	2,502	2,753	3,028	
(+)Amortisman	1,148	1,263	1,389	1,528	1,681	
(-) Dışletme Sermayesi	302	332	365	401	441	
						Terminal Value
FCFF	-29	206	537	994	1,617	19,263
İskonto Oranı	%14					
İndirgenmiş Nakit Akışları	-26	159	364	592	847	10,087
Faaliyetlerin Değeri	12,024					
(+)Hazır Değerler	3,534					
Firma Değeri	15,557					
(-) Finansal Borçlar	3,941					
Özsermaye Değeri	11,616					

Toplam hisse senedi sayısı	2,250
(Milyon Adet)	
1 hisse senedi değeri (TL)	5.16
Özsermaye Betası	0.84
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%17
Varlık Betası	0,46
Sermaye Maliyeti	%14

5.2.3.2. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding şeklinde değerlemesi

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.’nin halka açık bağlı firmaları değerlendirildikten sonra, elde edilen bu değerlerden holdingin değerine şu şekilde ulaşılmaktadır.

Çizelge 5.8. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding olarak değerlemesi

Bağlı Firmalar	Hisse sayısı (Milyon Adet)	İNA’ya Göre Bulunan 1 Adet Hisse Değeri (TL)	Holding Sahiplik Oranı (%)	İNA’ya Göre Toplam Firma Değeri (Milyon TL)
Anadolu Cam Sanayi A.Ş.	750	2.74	77.1	1,585
Trakya Cam Sanayi A.Ş.	1,250	5.98	69.45	5,188
Soda Sanayi A.Ş.	1,000	7.88	60.67	4,779
Toplam				11,552
Şişecam Holding Toplam Hisse Sayısı (Milyon Adet)				2,250
Şişecam Holding Hisse Değeri (Halka Açık Bağlı Firmalar) (TL)				5.13
Şişecam Holding Hisse Değeri (Tamamı) (TL)				6.42

Holdingin bağlı firmalarının indirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan değerinin holding sahiplik oranıyla çarpılmasıyla “Halka Açıklık Dikkate Alındığında Değer” e ulaşılmaktadır. Ardından, daha önce verilen, Şişecam Holding’in toplam satışları ve FAVÖK tutarının ortalamasının %80 ’inin halka açık firmalarından geldiği verisi kullanılarak toplam holding değerine şöyle ulaşılmaktadır:

$$\text{Holding Değeri} = \text{Halka Açıklık Dikkate Alındığındaki Değer} / \%80$$

Buradan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile holdingin değerinin 6,42 TL. olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

5.3. Değerlendirme

Değerlendirme bölümünde bulunan sonuçların yorumlanmasına açıklık getirmek amacıyla öncelikle varsayımsal bir örnek verilmektedir.

Örnek şu şekilde olsun:

A, B ve C firmaları borsada işlem görmekte ve borsa bu üç firmadan oluşmaktadır. Bu firmaların her birisinin toplam piyasa değeri 1 Milyar TL olup bu durumda toplam piyasa değeri 3 Milyar TL olmaktadır.

Bu üç firmanın sahipleri firmalarının %99.99'unu yeni kurulan ABC Holding'e devretmiş ve holding de sembolik bir payla borsaya açılmış olsun.

Yeni durumda holding firması ile birlikte borsada toplam 4 firma işlem görecektir. Bu toplam 4 firmanın toplam piyasa değeri de 6 Milyar TL olacaktır. Eğer bu 3 firma bir holding çatısı altında yer almaz ya da ilgili holding borsada işlem görmezse, borsadaki firmaların toplam değeri 3 Milyar TL olacaktır. Temel amacı bağlı firmalarını yönetmek olan holdingin çok küçük bir kısmı dahi borsaya kote olunca bu örnekteki gibi 2 katlık bir duplikasyon oluşmaktadır.

Bağlı ortaklıklarda holding sahiplik oranlarının bu örnekte olduğu gibi %100'e yaklaşmasıyla duplikasyon da 2'ye yaklaşacak ve bazı istisnai örneklerde piyasa fiyatına bağlı olarak 2'yi dahi geçebilecektir.

Toplam borsa değeri içinde duplikasyonların ortaya çıkarılması, holding değerinin tespiti ile birlikte bu tezin temel amacıdır. Bu durum Borsa İstanbul için araştırılmakta, birden çok senaryo altında duplikasyonlar ve etkileri incelenmektedir.

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve bağlı firmalarının tez kapsamında hesaplanan indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan değerinin (İNA); 2017 yılsonu, bilanço açıklandığı tarihteki ve 14.11.2018 tarihindeki değerinin karşılaştırılması amacıyla verilen çizelge aşağıdadır.

Çizelge 5.9. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. holdingi ve bağlı firmalarının değeri karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi (Milyon TL.)

	İNA'ya Göre Değer	2017 Yıl Sonundaki Değeri	Bilanço Açıklandığı Tarihteki Değer	14.11.2018 Tarihindeki Değeri
Akbank	21,640	37,320	40,160	29,200
Carrefoursa	2,919	3,906	3,983	3,549
Teknosa	458	567	550	378
Akçansa Çimento	2,329	1,960	1,913	1,375
Çimsa Çimento	1,154	1,782	1,793	1,024
Kordsa Global	1,182	1,428	1,375	1,945
Brisa	2,791	2,227	2,175	1,855
Yünsa	136	131	181	139
Aksigorta A.Ş.	1,478	927	1,123	1,144
Avivasa	721	2,089	2,072	1,370
Enerjisa	11,490	7,453	7,453	5,716
Bağlı Firmalar Değeri	46,297	59,789	62,777	47,696
Sabancı Holding Değeri	26,097	22,036	21,404	15,548
Holding+Bağlı Firmalar	72,394	81,826	84,181	63,244

(Holding+ Bağlı Firmalar)/Bağlı Firmalar	1.56	1.37	1.34	1.33
Duplikasyon Etkisi	%56	%37	%34	%33
Ortalama Duplikasyon Etkisi	%40			
Ortalama Duplikasyon Değeri (Milyon TL)	30,071			

Bir an için Sabancı Holdingin, holding haricinde bağlı firmalarından bir borsa oluşturulduğunu düşünelim. Bu durumda borsanın değeri 11 tane bağlı firmanın değerinden oluşacaktır. Bu bağlı ortaklıkların bir holding yapısı oluşturduğu Sabancı Holding'in de borsaya açılması ile toplam 12 firmadan oluşan bir borsa oluşacaktır.

Holding firmanın bulunmadığı durum ile bulunduğu durum incelendiğinde borsa için duplikasyon etkisi görülmektedir. Holding firmanın bulunduğu durumda İNA ile bulunan değer yaklaşık 72 Milyar TL'dir. Holdingin bulunmadığı durumda bulunan değer ise yaklaşık 46 Milyar TL'dir. Bu iki değerlerin birbirine oranlanması ile bulunan değer olan 1.56 duplikasyon katsayısıdır. İNA için yapılan bu analiz, farklı tarihlerdeki piyasa değerleri için de yapıldığında 1.33 ile 1.37 arasında katsayılar ortaya çıkmaktadır.

Duplikasyon katsayısından 1 çıkarıldığında bulunan oran duplikasyon etkisidir. Holdinglerin borsada yer alması ile oluşan bu etki, Sabancı Holding için %33 ile %56

arasındadır. Bunların ortalama değeri %40'tır. Hesaplanan İNA değerleri baz alındığında halka açık bağlı firmalarda ortalama holding sahiplik oranı %37 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran ile duplikasyon etkisi arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre oran arttıkça holdingin değeri ve piyasada oluşacak duplikasyon da yükselecektir. Görüldüğü gibi holding ve bağlı firmaların toplam değeri ile bağlı firmaların toplam değeri arasındaki ilişki toplam piyasa değerinde ortalama %40 duplikasyona neden olmaktadır. Bunun karşılığı da yaklaşık 30 Milyar TL.'dir.

Koç Holding A.Ş. ve bağlı firmalarının indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan değerinin (İNA); 2017 yılsonu, bilanço açıklandığı tarihteki ve 14.11.2018 tarihindeki değerinin karşılaştırılması amacıyla verilen çizelge aşağıdadır.

Çizelge 5.10. Koç Holding A.Ş. Holding değeri ile bağlı firma değer karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi (Milyon TL.)

	İNA'ya Göre Değer	2017 Yıl Sonu Değeri	Bilanço Açıklandığı Tarihteki Değer	14.11.2018 Tarihindeki Değeri
Ford Otosan	15,612	19,935	19,423	18,651
Tofaş	17,750	15,575	14,885	8,700
Türk Traktör	2,919	3,762	3,722	1,868
Tüpraş	28,961	27,008	25,340	30,426
Aygaz	2,382	4,236	3,984	3,444
Otokar	3,088	2,897	2,862	1,873
Arçelik	9,636	14,035	12,433	10,771
Yapı Kredi Bankası	27,368	23,652	25,426	13,938
Tat Gıda	292	699	758	510
Bağlı Firmalar Değeri	108,009	111,799	108,833	90,181
Koç Holding Değeri	54,015	45,874	43,668	38,393
Holding+ Bağlı Firmalar	162,023	157,673	152,501	128,574

(Holding+ Bağlı Firmalar)/Bağlı Firmalar	1.50	1.41	1.40	1.43
Ortalama Duplikasyon Etkisi	%43.5			
Ortalama Duplikasyon Değeri (Milyon TL)	45,488			

Koç Holding ve bağlı firmaları için duplikasyon etkisi %40 ile %50 arasında değişmektedir. Duplikasyon etkisi ile holdingin bağlı firma sahiplik oranı yakın ilişki içindedir. Holdingin halka açık bağlı firmalardaki sahiplik oranının ortalama değeri de

yaklaşık %41'dir. Bir anlamda ortalama holding sahiplik oranı ile duplikasyon etkisi birbirine çok yakındır. Buna göre sadece Koç Holding ve bağlı firmaları ile oluşturulacak bir piyasada ortalama %43.5'lik bir duplikasyon oluşmaktadır. Bunun da karşılığı yaklaşık 45 Milyar TL'dir.

Şişecam Holding ve bağlı firmalarının tez kapsamında hesaplanan indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan değerinin (İNA); 2017 yıl sonu, bilanço açıklandığı tarihteki ve 14.11.2018 tarihindeki değerinin karşılaştırılması amacıyla verilen çizelge aşağıdadır.

Çizelge 5.11. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. holding değeri ile bağlı firma değer karşılaştırmaları ve aralarındaki ilişkilerin analizi (Milyon TL.)

	İNA'ya Göre Değer	2017 Yıl Sonu Değeri	Bilanço Açıklandığı Tarihteki Değer	14.11.2018 Tarihindeki Değeri
Anadolu Cam	2,055	1,913	2,318	2,318
Trakya Cam	7,470	5,038	3,938	3,938
Soda Sanayi	7,878	4,330	7,070	7,070
Bağlı Firmalar Değeri	17,403	11,280	13,325	13,325
Şişecam Holding Değeri	14,445	10,238	11,543	11,543
Holding+ Bağlı Firmalar	31,848	21,518	24,868	24,868
(Holding+ Bağlı Firmalar)/Bağlı Firmalar	1.83	1.91	1.87	1.87
Ortalama Duplikasyon Etkisi	%87,5			
Ortalama Duplikasyon Değeri (Milyon TL)	11,661			

Şişecam Holding ve bağlı firmaları için oluşturulan bir piyasanın toplam değeri, bağlı firmaların toplam değerinin 1.83 ile 1.91 katı arasındadır. Bunun da duplikasyon etkisi ortalama %87.5'dir. Bu oranın diğer holdinglere göre daha yüksek olmasının nedeni, Şişecam Holding ortalama holding sahiplik oranının daha yüksek olmasıdır.

Holdingler ve bağlı firmalarının her birinin birer piyasa olması senaryosunda oluşan duplikasyonlar verildikten sonra tezde incelenen üç holdingin duplikasyonu aşağıdaki çizelgede incelenmektedir.

Çizelge 5.12. Tez kapsamında incelenen holdingler ve bağlı firmaların toplam değerlerinin arasındaki ilişkilerin analizi (Milyon TL.)

	İNA'ya göre Değer	2017 Yıl Sonu Değeri	Bilanço Açıklandığı Tarihteki Değer	14.11.2018 tarihindeki değeri
Bağlı Firmalar Toplam Değeri	171,709	182,868	183,325	151,201
Holding ve Bağlı Firmaların Toplam Değeri	266,265	261,016	258,814	216,685
Holding ve Bağlı Firmaların Toplam Değeri/Bağlı Firmaların Toplam Değeri	1.55	1.43	1.41	1.43
Duplikasyon Etkisi	%55		%41	%43
Ortalama Duplikasyon Etkisi	%45.5			
Ortalama Duplikasyon Değeri (Milyon TL)	78,420			

Tabloya göre holdingler ve bağlı firmalardan oluşan toplam 23 firma ile bir piyasa oluşturduğunda duplikasyon etkisi % 41 ile % 55 arasındadır. Bu dört değer ortalama da % 45.5'tir. Bunun ortalama değeri yaklaşık 78 Milyar TL'dir.

Bu kısımda holdingler ve bağlı firmalarının ayrı ayrı piyasa oluşturması ile duplikasyon etkileri ortaya çıkarılmaktadır. Holdinglerin temel amacı bağlı firmalarının sermayelerine iştirak ederek onları yönetmektir. Holdinglerin sembolik de olsa piyasada işlem görmesi ile piyasada duplikasyon oluşmaktadır.

Tez kapsamında incelenen holdinglerin ortaya çıkardığı duplikasyon etkisinin ortalamasını ortaya koymak için toplulaştırılmış bir piyasa senaryosu da oluşturulmaktadır. Böylece üç holding bu piyasada %45,5'lik duplikasyon etkisi yaratmakta olup bunun değeri de yaklaşık 78 Milyar TL'dir.



6. 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. Bu güçlü yapıların sayılarının artması ve borsaya açılmaları ile birlikte ayrı bir sektör haline geldikleri görülmektedir. Bu anlamda Borsa İstanbul’da Holding ve Yatırım Firmaları sektörü yer almaktadır. Bu sektördeki 47 adet holding firmadan belirli şartları sağlayanlar, XHOLD kodlu “Holding ve Yatırım Endeksi” nde işlem görmektedir. Bu holdinglerin toplam borsa değeri içindeki oranı 12.11.2018 tarihi itibariyle yaklaşık %13’tür. Tez kapsamında incelenen üç holding firmanın 12.11.2018 tarihi itibariyle piyasa değeri toplamı 63.8 milyar TL olup bu da borsa değerinin %8,5’ini oluşturmaktadır. Bu üç holding ve bu üç holdinge ait halka açık bağlı firma değerlerinin toplamı ise 216.3 milyar TL olup borsanın toplam değerinin %29’udur. Bu anlamda borsanın yaklaşık üçte birlik kısmını bu üç holding kontrol etmektedir.

Çalışma kapsamına alınan Koç Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.’nin seçimi yapılırken, holdinglerin toplam net aktif değeri, satışları ve FAVÖK’ünün büyük kısmını halka açık bağlı firmalarından sağlanması esas alınmıştır.

Bu holdinglerin bağlı firmalarının değerlemesi yapılırken, 2010-2017 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Bu veriler kullanılarak ilgili firmaların 2018-2022 tarihleri arası mali tablo kalemleri tahmin edilmiştir. 2022 yılından sonrası için de devam eden değer hesaplanmış, Diğer yandan ilgili firmaların mevcut durumu, geleceğe yönelik tahminleri ile sektör beklentileri de projeksiyon oluşturulurken dikkate alınmıştır.

Tez kapsamındaki holdinglerin değeri hesaplanırken literatürde “Parçaların Toplamı” olarak adlandırılan yöntem kullanılmaktadır. Buna göre değerlemesi yapılan bağlı firmaların toplam değeri hesaplanmakta, bu değer holdingin sahiplik oranıyla çarpılmaktadır. Tüm değerlerin toplanmasıyla ile bulunan değer holdingin toplam değeri olup bu değer de hisse senedi sayısına bölünmesi ile holdingin bir adet hisse senedinin fiyatı bulunmaktadır.

Hesaplanan üç holdingin değeri, 31.12.2017 tarihindeki değeri ve bilanço açıklanma tarihindeki değeri karşılaştırmalı olarak aşağıda verilmektedir.

Çizelge 6.1. Tez kapsamında incelenen holdinglerin belirli tarihlerdeki değerlerinin karşılaştırılması ve holding iskontosu oranları

Holding Adı	İNA'ya Göre 1 Adet Hisse Değeri	31.12.2017 1 Adet Hisse Değeri	31.12.2017 Tarihindeki Değere Göre Holding İskontosu	Bilanço Açıklanma Tarihindeki 1 Adet Hisse Değeri	Bilanço Açıklanma Tarihindeki Değere Göre Holding İskontosu
Koç Holding A.Ş.	21.30 TL	18.48 TL	% 13.24	17.70 TL	% 16.90
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	12.79 TL	11.12 TL	% 13.05	10.80 TL	% 15.55
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	6.19 TL	4.70 TL	% 24.07	4.78 TL	% 22.78

Tablodaki holdinglerin bilanço açıklanma tarihi; Koç Holding A.Ş. için 17.02.2018, Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. için 27.02.2018, Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. için 28.02.2018'dir.

Literatür incelendiğinde, holding firmaların üzerine yapılan ampirik çalışmalarda yaklaşık %13-15 arası bir holding iskontosu olduğu ortaya konulmaktadır. Pratikte yapılan değerlendirme çalışmalarında da bu oranlar kullanılmakta ve belirlenen değer buna yakın olacak şekilde düşürülmektedir. Bu durumu açıklayıcı olabilecek ilgili iskonto değerleri %13 ile %17 arasında değişmektedir. Buna göre indirgenmiş nakit akımları ile hesaplanan değerler tutarlıdır. Bu açıdan bakıldığında piyasanın holdingleri, hesaplanan değere oldukça yakın fiyatladığı görülmektedir. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. için ise bu oran yaklaşık %24 olup bu firma için holding iskontosu dikkate alınsa bile piyasanın firmayı yaklaşık %11 düşük değerlediği görülmektedir. Holding firmaların indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre tek bir firma gibi değerlemesi bazı durumlarda yapılabilmektedir. Holdinglerin bağlı firmalarının tamamının sanayi ve ticaret firmalarından oluşması durumunda bu yöntemle değerlendirme mümkündür. Finansal hizmet firmalarına sahip holding firmalarında ise finansal verilerin konsolide edilmesiyle oluşan mali tabloların hangi indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle (FCFE ya da FCFF) değerlendirileceği sorunu vardır. Bu nedenle tek bir firma gibi

değerleme örneği olarak tüm bağlı firmaları sanayi firması olan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. seçilmiştir.

Tezin uygulama kısmında yer verilen duplikasyon etkisi ile borsa değerlerinin bir anlamda şişmektedir. Bunu ortaya koymak için tez kapsamındaki holdinglerin değeri ile XHOLD endeksi ve BİST Ulusal Tüm Endeksi arasındaki ilişkilerin verildiği tablo aşağıdadır.

Çizelge 6.2. Tez kapsamındaki holdinglerin değeri ile XHOLD Endeksi ve BİST Ulusal Tüm Endeksi arasındaki ilişkiler

Tarih	31.12.2017	14.11.2018
Tez Kapsamında Holdinglerin Değeri (Milyon TL)	78,000	65,000
XHOLD Endeksindeki Firmaların Toplam Değeri (Milyon TL)	120,000	101,500
XUTUM Endeksindeki Firmaların Toplam Değeri (Milyon TL)	880,000	750,000
XUTUM /(XUTUM-XHOLD)	1.16	1.16
XUTUM /(XUTUM-Tez Kapsamındaki Holdinglerin Değeri)	1.10	1.09
BİST Ulusal Tüm Endeksinde Ortalama Duplikasyon Etkisi (Tüm Holdingler)	%16	
BİST Ulusal Tüm Endeksinde Ortalama Duplikasyon Etkisi (Tez Kapsamındaki Holdingler)	%10	
BİST Ulusal Tüm Endeksinde Ortalama Duplikasyon Değeri (Tüm Holdingler) (Milyon TL)	110,750	
BİST Ulusal Tüm Endeksinde Ortalama Duplikasyon Değeri (Tez Kapsamındaki Holdingler) (Milyon TL)	71,500	

Tabloya göre XHOLD endeksindeki holding firmaların BİST’de yarattığı duplikasyon etkisi %16’dır. Tez kapsamındaki üç holdingin yarattığı duplikasyon etkisi ise %10’dur. Bu verilere göre Borsa İstanbul’un toplam değerinin yaklaşık %16’sı, herhangi bir üretim faaliyeti içinde olmayan sadece bağlı firmalarını yönetmek amacıyla kurulmuş holding yapıların oluşturduğu duplikasyon etkisinden kaynaklanmaktadır. Bunun parasal karşılığı da yaklaşık 110 Milyar TL’dir.

Sonuçta tez çalışmasında daha önce uygulaması az olan bir konu seçilmekte ve çeşitli varsayımlar altında holdinglerin değeri indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanmaktadır. Daha sonra holdinglerin piyasada oluşturduğu duplikasyon etkisi de ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Bu çalışmanın literatürde oldukça sınırlı olan holding değerlendirme çalışmalarına yardımcı olacağı umulmaktadır. Bu anlamda holding firmalara yatırım yapmak isteyen yatırımcılara, holding firma yöneticilerine ve konuya ilgi duyan araştırmacılara katkı verileceği düşünülmektedir.



KAYNAKLAR

- Ahn, S., Hong, G., Kim, D., and Park, Y. S. (2012). Valuation of a Holding Company: The Case of SK C&C IPO. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4(2), 301-313.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksoy, A., Yalçiner, K. (2013). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, E.E. (2014). *Uluslararası Portföy Yönetimi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, E.E. (2017). *Finansal Yönetim Teorik Yaklaşımlar, Çözümlü Örnekler ve Öneri Yaklaşımlar*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksöyek, İ., Yalçiner, K. (2014). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Alpay, G. (1987). *Holding Yönetimine Gelince....* İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Anthony, R. N. (1960). The trouble with profit maximization. *Harvard Business Review*, 38(6), 126-134.
- Aydın, N. (1997). *Finansal Yönetim*. Eskişehir.
- Benninga, S.Z., & Sarig, O.H (1997). *Corporate finance: A valuation approach*. New York: McGraw-Hill.
- Berger, P. G., Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*, İstanbul.
- Chandler, A. D. (1959). The beginnings of “big business” in American industry. *Business History Review*, 33(1), 1-31.
- Copeland, T, Koller, T, Murrin, J. (1996). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. Mckinsey Company.
- Copeland, T., Koller, T., and Murrin, J. (2000). *Valuation*, 3. Edition, New York: John Wiley & Sons Inc.
- Çevik, O.N. (2002). *Anonim Şirketler*, Dördüncü Baskı, Ankara: 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. (1996). *Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation, valuing old tech, new tech and new economy companies*, Canada, 40
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). New York: John Wiley & Sons Inc.
- Davis, G. F., Diekmann, K. A., and Tinsley, C. H. (1994). The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form. *American Sociological Review*, 59, 547-547.
- Doğan, A.A. (1999). *Sermaye Şirketleri Kuruluş ve Genel Kurul Rehberi*. Ankara: Özcan Ofset.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., & Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E. S., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi-Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ercan, M.K., Ban, Ü. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E.S., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi*, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Erdoğan, M. (1990). *İşletme Finansmanı*. Diyarbakır: Dicle Üniversitesi.
- Fazzini, M. (2018). *Business Valuation: Theory and Practice*. Springer.
- Fernandez, P., Pershin, V., & Fernández Acín, I. (2018). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709
- Ferris, S. P., Kim, K. A., and Kitsabunnarat, P. (2003). The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols. *Journal of Banking & Finance*, 27(2), 251-273.
- Frykman, D., Tolleryd, J. (2003). *Corporate Valuation: An Easy Guide to Measuring Value*, New York: Prentice Hall.
- Hatipoğlu, M. (2011). *Firma Değerlemesi ve İMKB’de Enerji Sektöründe Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çankırı.
- Hitchner, J.R. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. New York: John Wiley & Sons.

İldır, A. (2003). *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Pradigma Akademi.

İnternet: Borsa İstanbul Entegre Faaliyet Raporu (2017), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2017-entegre-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=10> adresinden 12.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Borsa İstanbul Pay Piyasası Pazarları, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi> adresinden 10.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Damodaran, A. (2009). The octopus: Valuing multi-business, multi-national companies. <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=582114003071117098105014083017112081029032054004040066067028091028071099106088014096122097062099041113051099030082122079127098126050004093022006020103091073071072089020025004116077100078027002020105108084103096105097113023000031025109070111066081&EXT=pdf>

İnternet: Fortune 500 Global Listesi, <http://fortune.com/global500/> adresinden 14.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <http://bigpara.hurriyet.com.tr/borsa/hisse-fiyatlari/kchol-koc-holding-detay/> adresinden 10.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <http://fortune.com/global500/list/> adresinden 14.12.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <http://www.bumko.gov.tr/Eklenti/11280,2019-2021-donemi-orta-vadeli-mali-planpdf.pdf?0> adres Erişim Tarihi: 15.11.2018.

İnternet: <http://www.sisecam.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/sunumlar-ve-raporlar/yillik-faaliyet-raporlari> adresinden 13.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/aylik-konsolide-veriler>, Erişim tarihi: 10.11.2018.

İnternet: <https://www.kap.org.tr/tr/bildirim-sorgu> adresinden 2.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> adresinden 10.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <https://www.yatirimyap.com/piyasa-degeri> adresinden 10.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: <https://yatirimciiliskileri.sabanci.com.tr/faaliyet-raporlari> adresinden 10.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet: http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c18086b768031.55459926 adresinden 03.04.2018'de alınmıştır.

İnternet: <http://www.bloomberght.com/borsa/endeks/bist-holding-ve-yatirim> adresinden 12.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:<http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari-haziran-2018.pdf?sfvrsn=4> adresinden 12.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:<http://www.bumko.gov.tr/Eklenti/10202,ortavadelimaliplan20172019pdf.pdf?0> adresinden 15.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:<http://www.bumko.gov.tr/Eklenti/10801,20182020donemiortavadelimaliplanipdf.pdf?0> adresinden 15.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:http://www.doganholding.com.tr/_files/faaliyetraporu/DOHOL_2017_Faaliyet_Raporu_20180716.pdf adresinden 13.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:http://www.doganholding.com.tr/_files/faaliyetraporu/DOHOL_2017_Faaliyet_Raporu_20180716.pdf adresinden 13.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:<http://www.sisecam.com.tr/sites/catalogs/tr/Investor%20Relations/Presentations%20and%20Bulletins/Annual%20Reports/2017-Yillik-Faaliyet-Raporu.PDF> adresinden 15.11.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=map&year_high_desc=true adresinden 14.12.2018 tarihinde alınmıştır.

İnternet:<https://www.koc.com.tr/tr-tr/yatirimci-iliskileri/finansal-raporlar-ve-istatistikler/> adresinden 13.11.2018 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 in Business and Management*, 4(1), 77.

Karakoca, A. (2011). *Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Karan, M.B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Kepez, M. (2006). *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Kiper, O. (1996). *Uygulamada Ticaret Şirketleri*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.

Konuralp, G. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler. Kurumlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Kitabevi.

Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Küçükcaraba, M. (2012). *Firma Değerlemesi ve bir İMKB Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Küçükkaplan, İ. (2008). *Bankaların Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti ve İMKB Uygulaması*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Okka, O. (2009). *Finansal yönetim: teori ve çözümlü problemler*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Okka, O. (2010). *Finansal yönetim: teori ve çözümlü problemler*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Palepu, K. G., Healy, P. M. and Bernard, V. L. (2000). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. Australia: South Western College Publishing,
- Sariaslan, H., Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Sayılgan, G. (2008). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Serbest, Ç. (2007). *Firmada Değer Yaratan Unsurlar ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi Uygulaması*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İzmir.
- Sullivan, P. H. (2000). *Value Driven Intellectual Capital: How To Convert Intangible Corporate Assets Into Market Value*. New York: John Wiley & Sons, Inc..
- Tekinalp, Ü. (2015). *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Üreten, A., Ercan, M.K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.





EK-1. Holding ve Yatırım Firmaları İşlem Gördüğü Pazar ve Hisse Senedi Grubu

KOD	ŞİRKET ADI	İşlem Gördüğü Pazar	ABCD Grubu
AGHOL	AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
ARTI	ARTI YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
ATSYH	ATLANTİS YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
AVHOL	AVRUPA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Gelişen İşletmeler Pazarı	C
BERA	BERA HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
BOYP	BOYNER PERAKENDE VE TEKSTİL YATIRIMLARI A.Ş.	Yıldız Pazar	A
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	Yıldız Pazar	A
COSMO	COSMOS YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
DAGHL	DAGİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	C
DENGE	DENGE YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Gelişen İşletmeler Pazarı	A
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİN. YAT. SAN. VE TİC. A.Ş.	Yıldız Pazar	A
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	Yıldız Pazar	A
EGCEY	EGELİ & CO ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
EGCYH	EGELİ & CO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
EUHOL	EURO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	B
GYHOL	GEDİK YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	C
GLRYH	GÜLER YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	A
GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
IEYHO	IŞIKLAR ENERJİ VE YAPI HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
IHYAY	İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	A
ISBİR	İŞBİR HOLDİNG A.Ş.	Piyasa Öncesi İşlem Pazarı	D
ITTFH	İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A

EK-1. (devam) Holding ve Yatırım Firmaları İşlem Gördüğü Pazar ve Hisse Senedi Grubu

KPHOL	KAPİTAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
KERVN	KERVANSARAY YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
MARKA	MARKA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	B
MZHLD	MAZHAR ZORLU HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
METRO	METRO TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
MMCAS	MMC SANAYİ VE TİCARİ YATIRIMLAR A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
OSTIM	OSTİM ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR VE İŞLETME A.Ş.	Ana Pazar	A
POLHO	POLİSAN HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
RALYH	RAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
SALIX	SALİX YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	Yıldız Pazar	A
UFUK	UFUK YATIRIM YÖNETİM VE GAYRİMENKUL A.Ş.	Yakın İzleme Pazarı	D
UMPAS	UMPAŞ HOLDİNG A.Ş.	Piyasa Öncesi İşlem Pazarı	D
TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.	Yıldız Pazar	A
VERUS	VERUSA HOLDİNG A.Ş.	Yıldız Pazar	A
YESIL	YEŞİL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Ana Pazar	A

EK-2. Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) Firma Verileri (12.11.2018 tarihi itibariyle, veriler Bin TL. cinsindedir.)

Firma Adı	Son Fiyat	Ödenmiş Sermaye	Halka Açıklık Oranı (%)	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Adet)	Piyasa Değeri		İşlem Gördüğü Pazar	Abcd Grubu
					\$	TL		
Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.	12.8	243,534,518	0.21	50,776,947	572,496	3,117,242	Yıldız Pazar	A
Alarko Holding A.Ş.	1.96	435,000,000	0.30	128,673,000	156,584	852,600	Yıldız Pazar	A
Bera Holding A.Ş.	1.57	341,600,000	0.46	156,999,360	98,496	536,312	Yıldız Pazar	A
Boyner Perakende Ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	2.32	657,700,000	0.13	85,501,000	230,013	1,252,422	Yıldız Pazar	A
Borusan Yatırım Ve Pazarlama A.Ş.	8.14	141,750,000	0.12	17,010,000	193,802	1,055,250	Yıldız Pazar	A
Denge Yatırım Holding A.Ş.	1.23	50,000,000	0.45	22,420,000	11,295	61,500	Gelişen İşletmeler Pazarı	A
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	1.12	2,616,938,288	0.36	938,434,070	538,287	2,930,971	Yıldız Pazar	A
Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai Ve Fin. Yat. San. Ve Tic. A.Ş.	2.9	685,260,000	0.20	134,996,220	364,969	1,987,254	Yıldız Pazar	A
Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı A.Ş.	6.95	105,000,000	0.19	19,866,000	134,022	729,750	Yıldız Pazar	A
Euro Yatırım Holding A.Ş.	0.43	60,000,000	0.58	34,542,000	4,738	25,800	Ana Pazar	B
Güler Yatırım Holding A.Ş.	1.36	30,000,000	0.73	21,885,000	7,493	40,800	Ana Pazar	A
Global Yatırım Holding A.Ş.	2.56	325,888,410	0.33	107,217,287	153,218	834,274	Yıldız Pazar	A
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.34	385,000,000	0.29	112,920,500	165,455	900,900	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	A
Gsd Holding A.Ş.	0.75	450,000,000	0.50	224,595,000	61,983	337,500	Yıldız Pazar	A
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.04	64,000,000	0.72	46,156,800	12,224	66,560	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	A
İşıklar Enerji Ve Yapı Holding A.Ş.	0.3	543,595,733	0.99	540,442,878	29,950	163,079	Yıldız Pazar	A
İhlas Holding A.Ş.	0.3	790,400,000	0.86	682,510,400	43,548	237,120	Yıldız Pazar	A
İhlas Yayın Holding A.Ş.	0.3	200,000,000	0.48	96,280,000	11,019	60,000	Ana Pazar	A
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1.67	74,652,480	0.31	23,276,643	22,896	124,670	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	A
İttifak Holding A.Ş.	3.96	60,000,000	0.84	50,220,000	43,636	237,600	Yıldız Pazar	A
Koç Holding A.Ş.	14.82	2,535,898,050	0.26	670,491,444	6,902,114	37,582,009	Yıldız Pazar	A
Marka Yatırım Holding A.Ş.	0.59	20,990,000	0.99	20,824,179	2,274	12,384	Ana Pazar	B
Metro Ticari Ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	0.81	300,000,000	0.57	171,600,000	44,628	243,000	Yıldız Pazar	A
Net Holding A.Ş.	2.13	563,875,937	0.36	203,446,438	220,580	1,201,056	Yıldız Pazar	A
Ostim Endüstriyel Yatırımlar Ve İşletme A.Ş.	0.97	54,000,000	0.38	20,395,800	9,620	52,380	Ana Pazar	A
Polisan Holding A.Ş.	6.43	370,000,000	0.12	45,436,000	436,933	2,379,100	Yıldız Pazar	A
Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0.53	41,550,000	0.95	39,297,990	4,044	22,022	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	A

EK-2. (devam) Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) Firma Verileri (12.11.2018 tarihi itibariyle, veriler Bin TL. cinsindedir.)

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	7.34	2,040,403,931	0.47	955,113,080	2,750,517	14,976,565	Yıldız Pazar	A
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	5	2,250,000,000	0.34	761,400,000	2,066,116	11,250,000	Yıldız Pazar	A
Tav Havalimanları Holding A.Ş.	22.5	363,281,250	0.44	160,969,922	1,501,162	8,173,828	Yıldız Pazar	A
Tekfen Holding A.Ş.	23.1	370,000,000	0.51	188,330,000	1,569,697	8,547,000	Yıldız Pazar	A
Turcas Petrol A.Ş.	1.35	255,600,000	0.28	71,619,120	63,372	345,060	Yıldız Pazar	A
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	3.04	52,000,000	0.35	17,976,400	29,032	158,080	Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı	A
Verusa Holding A.Ş.	14.01	70,000,000	0.26	18,354,000	180,110	980,700	Yıldız Pazar	A

EK-3. Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. Bağlı Sanayi Ve Ticaret Firmaları	Değerleme Varsayımları (Temel Varsayımlara Ek Olarak)
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Detayları tezin uygulama kısmında, uygulama örneği olarak verilmiştir.
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- Maddi duran varlıklar için 2016 ve 2017’de yapılan yaklaşık %116 yatırım artışı uç değer olarak dışarıda bırakılarak ortalama hesaplanmıştır. - Satışlardaki büyüme için, 2011 ve 2017’deki büyüme çok yüksek olduğu için gelecek projeksiyonunda bunlar dışarıda bırakılarak ortalama hesaplanmıştır. Bu anlamda firmanın son yıllardaki yatırımlarının satışlardaki büyüme oranını %30’ a çıkaracağı düşünülmektedir.
Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	- Satış büyümesi olarak, firmanın son yıllarda mağaza kapatma v.b. gibi verimlilik artışına yönelik çalışmalarının etkisini göstermeye başladığı 2014 yılından itibaren satışlarının büyümesinin ortalaması olan %20’ye yakın olacağı öngörülmektedir. - Firmanın son yıllarda çok düşük pozitif ya da negatif olan faaliyet kârı tutarının, verimlilik artışına yönelik çalışmaların etkisiyle bir miktar pozitifte döneceği ve böylece FVÖK/Satışlar oranının %2 olacağı öngörülmektedir.
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- Maddi duran varlık artışında 2016 yılındaki %66’lık artış uç değer olarak kabul edilerek dışarıda tutulmuştur. - Satışlarda artış olarak yapılan yatırımın gelecekte etkisinin görüleceği beklentisiyle %25 olmuştur.
Enerjisa Enerji A.Ş.	- Firmanın daha çok yeni halka açılmış olması nedeniyle yeteri kadar verisine ulaşılamamış ve maddi duran varlık büyüme oranı olarak sektördeki en büyük firmalardan olan Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ortalama artış oranı olan %20 kullanılmış ve buna göre projekte edilmiştir. - Firmanın amortisman/M.D.V. oranı olarak seçilen sektör firmalarının oranlarına yakın olarak %10 kullanılmıştır.
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- Satışlardaki büyüme, firmanın 2016 ve 2017 yılında yaptığı yatırımın etkisinin gelecekte görüleceği beklentisiyle %30 olarak projekte edilmiştir. -Firmanın maddi duran varlık artışında uç değer olan 2016 yılı dışarıda bırakılarak oran hesaplanmıştır.
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	- Firmanın sermaye maliyeti için varlık betası hesaplanırken özsermaye defter değeri negatif olduğu için kullanılamamış, bunun yerine özsermayenin piyasa değeri kullanılmıştır. Bu anlamda piyasa değeri için , Teknosa A.Ş. Hisse senedi 31.12.2017 itibariyle değeri olan 5,07 TL kullanılmış ve firmanın toplam hisse senedi sayısı olan 110,000,000 ile çarpılarak özsermaye değeri olarak 557.700.000 TL. kullanılmıştır.
Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Temel projeksiyonlar dışında ek projeksiyon detayı bulunmamaktadır.

EK-3. (devam) Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. Bağlı Finansal Hizmet Firmaları	Değerleme Varsayımları
Akbank T.A.Ş.	Tezin uygulama kısmında Akbank'a ilişkin verilen projeksiyon kriterlerine ek olarak şunlar kullanılmıştır: - Net ücret ve komisyon gelirleri, geçmiş gelir tablosundaki gelir artış oranı ile projekte edilmiştir. - Temettü gelirlerinin yıllar itibarıyla sabit kalacağı öngörülmektedir. - Ticari kâr/zarar kalemi hesaplanırken, bu kalem ile net faiz geliri kalemi ilişkilendirilerek, elde edilen oranın geçmiş ortalaması kullanılmıştır. - Diğer faaliyet gelirleri faiz gelirleri ile ilişkilendirilerek, elde edilen oranın geçmiş yıllar ortalaması kullanılarak projekte edilmiştir. - Kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı, geçmişte her yılın kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı/kredi ve alacaklar oranının geçmiş yıllar ortalamasının, projekte edilen yıllardaki kredi ve alacaklar kalemiyle çarpılmasıyla hesaplanmıştır. - Diğer faaliyet giderleri, her yılın faaliyet giderleri artışı ortalaması ile artırılmıştır. - Maddi duran varlıklar projekte edilirken, geçmiş yıllar maddi duran varlık/aktif toplamı ortalaması kullanılmıştır. Bu oran ile her yılın aktif toplamı çarpılarak, projekte edilen maddi duran varlık rakamına ulaşılabılır. - Maddi duran varlıklar için yapılan projeksiyonun aynısı maddi olmayan duran varlıklar için de yapılmıştır. - Orta ve uzun vadeli krediler ve finansal varlıklar kalemleri ile krediler, aktif ve pasif kalemleriyle ilişkilendirilmesi ile projekte edilmişlerdir. - Orta ve uzun vadeli mevduat/mevduat oranı ortalaması kullanılmıştır. - İştirakler ve bağlı ortaklıklar kalemleri tutarlarının 2017 yılından itibaren sabit kalacağı öngörülmektedir. - İhraç edilen menkul kıymetlerin artış oranının son yıllarda giderek artan şekilde gelecekte de devam edeceği öngörülmektedir ve uç değerler dışı bırakılarak değeri, %25 olarak artırılmıştır.
Aksigorta A.Ş.	- Hayat ve hayat dışı teknik gelirin 2010-2017 yılları içindeki büyüme oranı hesaplanarak projekte edilmiştir. - Yatırımların geliri/Hayat dışı teknik gelir oranı yıllar içinde hesaplanarak ortalaması alınarak projekte edilen her yılın hayat dışı teknik geliriyle çarpılır. Böylece yatırımların geliri tutarına ulaşılır. - Diğer gelirler/giderler ile yatırımların geliri kalemleri oranının yıllar içindeki ortalaması alınmış ve projekte edilen yatırımların geliri ile çarpılarak diğer gelir/gider kalemi bulunmaktadır. - Hayat ve hayat dışı teknik gideri bulabilmek için, hayat ve hayat dışı teknik gider/hayat ve hayat dışı teknik gelir oranı ortalaması ile projekte edilen her yılın hayat dışı teknik gelir rakamı çarpılarak hayat dışı teknik gider rakamı bulunmuştur. - Özsermayedeki artış rakamını bulabilmek için geçmiş yılların ortalama özsermaye kârlılığı oranı ile projekte edilen her yılın kâr rakamı çarpılarak özsermaye değeri hesaplanır. Bulunan değer her yıl farklılık göstermesi nedeniyle uç değerlerin çıkarılması ile bulunan değer %20 civarında çıkması ile değer %20 alınması uygun görülmüştür.
Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.	- Hayat ve hayat dışı teknik gelirin toplam rakamı 2010-2017 arası dönem için ortalama büyüme oranı hesaplanmış ve büyüme oranı olarak kullanılmıştır. - Yatırımların geliri kalemini hesaplayabilmek için, yatırımların geliri/hayat ve hayat dışı teknik gelir oranının geçmiş ortalaması kullanılarak, projekte edilen her yılın hayat ve hayat dışı teknik gelir rakamıyla çarpılmıştır. - Hayat ve hayat dışı teknik gideri bulabilmek için, hayat ve hayat dışı teknik gider/hayat ve hayat dışı teknik gelir oranı ortalaması ile projekte edilen her yılın hayat dışı teknik gelir rakamı çarpılarak hayat dışı teknik gider rakamı bulunmuştur. - Diğer giderler kalemi için diğer giderler/hayat ve hayat dışı teknik gider oranı 2010-2017 yılları itibarıyla bulunarak, projekte edilen yıllardaki hayat ve hayat dışı teknik gider rakamıyla çarpılır. - Her yılın özsermaye rakamına ulaşmak için, geçmiş yıllar ortalama özsermaye kârlılığı rakamı ile projekte edilen net kâr rakamı çarpılır.

EK-3. (devam) Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları

Koç Holding A.Ş. Bağlı Sanayi Ve Ticaret Firmaları	Değerleme Varsayımları (Temel Varsayımlara Ek Olarak)
Arçelik A.Ş.	- 2016 yılında yaptığı büyük yatırım uç değer olarak göz ardı edilerek maddi duran varlık artışı hesaplanmıştır. - Yaptığı yüksek yatırımın etkisini gelecekte göstereceği varsayımıyla satışların gelecekte ortalama %20 artacağı öngörülmektedir.
Aygaz A.Ş.	- Maddi duran varlıklar için 2016 ve 2017’de yapılan yaklaşık %116 yatırım artışı uç değer olarak dışarıda bırakılarak ortalama hesaplanmıştır. - Satışlardaki büyüme için, 2011 ve 2017’deki büyüme çok yüksek olduğu için gelecek projeksiyonunda bunlar dışarıda bırakılarak ortalama hesaplanmıştır. Bu anlamda firmanın son yıllardaki yatırımlarının satışlardaki büyüme oranını %30’ a çıkaracağı düşünülmektedir.
Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	- Satış büyümesi olarak, firmanın son yıllarda mağaza kapatma v.b. gibi verimlilik artışına yönelik çalışmalarının etkisini göstermeye başladığı 2014 yılından itibaren satışlarının büyümesinin ortalaması olan %20’ye yakın olacağı öngörülmektedir. - Firmanın son yıllarda çok düşük pozitif ya da negatif olan faaliyet kârı tutarının, verimlilik artışına yönelik çalışmaların etkisiyle bir miktar pozitifte döneceği ve böylece FVÖK/Satışlar oranının %2 olacağı öngörülmektedir.
Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi Anonim Şirketi	- Maddi duran varlık artışında 2016 yılındaki %66’lık artış uç değer olarak kabul edilerek dışarıda tutulmuştur. - Satışlarda artış olarak yapılan yatırımın gelecekte etkisinin görüleceği beklentisiyle %25 olmuştur.
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	- Satışlardaki artışın son yıllarda yüksek tutarlardaki maddi duran varlık artışlarının etkisiyle % 25 olacağı öngörülmektedir.
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	- Satışlardaki büyüme, firmanın 2016 ve 2017 yılında yaptığı yatırımın etkisinin gelecekte görüleceği beklentisiyle %30 olarak projekte edilmiştir. -Firmanın maddi duran varlık artışında uç değer olan 2016 yılı dışarıda bırakılarak oran hesaplanmıştır.
Türk Traktör Ve Ziraat Makineleri A.Ş.	- Satış tutarının, son yıllarda firmanın hasılatında yaşanan büyümenin etkisiyle %25 olacağı tahmin edilmektedir.
Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	- Sektörün büyüme beklentisi ve yapılan yatırımlar dikkate alındığında satışlardaki büyümenin %40-50 arası olması beklenmektedir. - FVÖK/Satışlar oranının son 3 yılda stabil hale gelmesi ile bu oranın gelecekte de %10 olması beklenmektedir.

EK-3. (devam) Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları

Koç Holding A.Ş. Bağlı Finansal Hizmet Firmaları	Değerleme Varsayımları
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	Tezin uygulama kısmında Yapı Kredi Bankası'na ilişkin verilen projeksiyon kriterlerine ek olarak şunlar kullanılmıştır: - Net ücret ve komisyon gelirleri, geçmiş gelir tablosundaki gelir artış oranı ile projekte edilmiştir. - Temettü gelirlerinin yıllar itibariyle sabit kalacağı öngörülmektedir. - Ticari kâr/zarar kalemi hesaplanırken, bu kalem ile net faiz geliri kalemi ilişkilendirilerek, elde edilen oranın geçmiş ortalaması kullanılmıştır. - Diğer faaliyet gelirleri faiz gelirleri ile ilişkilendirilerek, elde edilen oranın geçmiş yıllar ortalaması kullanılarak projekte edilmiştir. - Kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı, geçmişte her yılın kredi ve diğer alacaklar değer düşüş karşılığı/kredi ve alacaklar oranının geçmiş yıllar ortalamasının, projekte edilen yıllardaki kredi ve alacaklar kalemiyle çarpılmasıyla hesaplanmıştır. - Diğer faaliyet giderleri, her yılın faaliyet giderleri artışı ortalaması ile artırılmıştır. - Maddi duran varlıklar projekte edilirken, geçmiş yıllar maddi duran varlık/aktif toplamı ortalaması kullanılmıştır. Bu oran ile her yılın aaktif toplamı çarpılarak, projekte edilen maddi duran varlık rakamına ulaşılabilir. - Maddi duran varlıklar için yapılan projeksiyonun aynısı maddi olmayan duran varlıklar için de yapılmıştır. - Orta ve uzun vadeli krediler ve finansal varlıklar kalemleri ile krediler, aktif ve pasif kalemleriyle ilişkilendirilmesi ile projekte edilmişlerdir. - Orta ve uzun vadeli mevduat/mevduat oranı ortalaması kullanılmıştır. - İştirakler ve bağlı ortaklıklar kalemleri tutarlarının 2017 yılından itibaren sabit kalacağı öngörülmektedir. - İhraç edilen menkul kıymetlerin artış oranının son yıllarda giderek artan şekilde gelecekte de devam edeceği öngörülerek ve uç değerler dışta bırakılarak değeri, %34 olarak artırılmıştır.

EK-3. (devam) Holding ve Bağlı Firmalarının Değerleme Varsayımları

Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş. ve Bağlı Firmaları	Değerleme Varsayımları (Temel Varsayımlara Ek Olarak)
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	- 2016 yılında yaptığı büyük yatırım uç değer olarak göz ardı edilerek maddi duran varlık artışı hesaplanmıştır. - Yaptığı yüksek yatırımın etkisini gelecekte göstereceği varsayımıyla satışların gelecekte ortalama %30 artacağı öngörülmektedir.
Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	- Maddi duran varlıklar için son yıllarda yapılan yaklaşık %60'lık yatırımın gelecekte firmanın satışlarını %30 artıracığı öngörülmektedir. - Son yılda yapılan Maddi duran varlık yatırımın son yılda % 7 olduğu fakat sonraki yıllarda %10 olacağı varsayılmıştır. - FVÖK/Satışlar oranının son yıllarda %10 civarına geldiği ve sonraki yıllarda da bu oranı koruyacağı tahmin edilmektedir.
Denizli Cam Sanayii A.Ş.	- Firmanın satışlarının büyümesi olarak holding genelinde beklenen %30'luk büyüme düzeyine ulaşılacağı öngörülmektedir. - Maddi duran varlık ortalama büyümesinin ise %10 olacağı düşünülmektedir. - FVÖK/Satışlar oranının geçmiş yıllar ortalaması ve standart sapmasına bakılarak %5 civarında olacağı öngörülmüştür.
Soda Sanayii A.Ş.	- Maddi duran varlık artış oranı 2015 yılında yapılan yüksek yatırım oranı dışarıda bırakılarak hesaplanmıştır. - Maddi duran varlık yatırımının gelecek yıllarda sağlayacağı satış büyümesinin %30 olacağı düşünülmektedir.
Trakya Cam Sanayii A.Ş.	- Firmanın son 4 yılda yaptığı toplam %100'e yakın maddi duran varlık yatırımının, gelecekte satışlarında yaratacağı yıllık etkinin %40 olacağı öngörülmüştür. - Firmanın sonraki yıllarda maddi duran varlık yatırımının %10 artacağı öngörülmektedir.

EK-4. Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	1,519,001	1,664,111	1,823,085	1,997,245	2,188,042	2,397,067	
FVÖK	225,495	292,062	319,963	350,529	384,015	420,700	
Maddi Duran Varlıklar	830,479	869,969	911,336	954,670	1,000,065	1,047,619	
Amortisman	77,972	77,910	81,615	85,495	89,561	93,819	
Net İşletme Sermayesi	330,603	362,185	396,785	434,690	476,216	521,709	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		292,062	319,963	350,529	384,015	420,700	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		233,649	255,970	280,423	307,212	336,560	
(-)(Sermaye Harcamaları		117,399	122,982	128,830	134,956	141,373	
(+)Amortisman		77,910	81,615	85,495	89,561	93,819	
(-) Δişletme Sermayesi		31,583	34,600	37,905	41,526	45,493	
							Terminal Value
FCFF		162,577	180,003	199,184	220,291	243,514	3,500,040
İskonto Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akışları		144,764	142,718	140,622	138,483	136,308	1,959,166
Faaliyetlerin Değeri	2,662,061						
(+)Hazır Değerler	52,747						
Firmanın Değeri	2,714,807						
(-) Finansal Borçlar	385,419						
Özsermaye Değeri	2,329,388						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	191,447						
1 hisse senedi değeri (TL)	12.17						
Özsermaye Betası	0.45						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%14						
Varlık Betası	0.26						
Sermaye Maliyeti	%12						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	2,294,136	2,982,377	3,877,090	5,040,217	6,552,282	8,517,966	
FVÖK	217,999	306,789	398,826	518,474	674,016	876,221	
Maddi Duran Varlıklar	1,692,960	1,855,558	2,033,772	2,229,103	2,443,194	2,677,847	
Amortisman	87,989	231,887	254,158	278,568	305,323	334,647	
Net İşletme Sermayesi	538,452	590,167	646,849	708,974	777,067	851,699	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		306,789	398,826	518,474	674,016	876,221	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		245,432	319,061	414,779	539,213	700,977	
(-)(Sermaye Harcamaları		394,485	432,372	473,899	519,414	569,300	
(+)Amortisman		231,887	254,158	278,568	305,323	334,647	
(-) Aışletme Sermayesi		51,715	56,682	62,126	68,092	74,632	
							Terminal Value
FCFF		31,119	84,165	157,323	257,030	391,692	6,784,386
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		28,019	68,234	114,840	168,935	231,801	4,014,959
Faaliyetlerin Değeri	4,626,789						
(+)Hazır Değerler	194,516						
Firma Değeri	4,821,305						
(-) Finansal Borçlar	2,029,995						
Özsermaye Değeri	2,791,310						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	305,117						
1 hisse senedi değeri (TL)	9.15						
Özsermaye Betası	0.50						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%14						
Varlık Betası	0.10						
Sermaye Maliyeti	%11						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	1,490,580	1,863,225	2,329,031	2,911,289	3,639,111	4,548,889	
FVÖK	302,521	401,841	502,301	627,876	784,845	981,057	
Maddi Duran Varlıklar	1,812,560	2,083,777	2,395,576	2,754,030	3,166,121	3,639,873	
Amortisman	78,768	130,428	149,945	172,381	198,175	227,828	
Net İşletme Sermayesi	386,405	444,223	510,693	587,109	674,959	775,954	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		401,841	502,301	627,876	784,845	981,057	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		321,473	401,841	502,301	627,876	784,845	
(-)(Sermaye Harcamaları		401,645	461,744	530,836	610,265	701,581	
(+)Amortisman		130,428	149,945	172,381	198,175	227,828	
(-) İşletme Sermayesi		57,818	66,470	76,416	87,850	100,995	
							Terminal Value
FCFF		-7,562	23,572	67,431	127,936	210,098	3,513,036
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		-6,796	19,035	48,934	83,432	123,125	2,058,762
Faaliyetlerin Değeri	2,326,491						
(+)Hazır Değerler	204,303						
Firma Değeri	2,530,794						
(-) Finansal Borçlar	1,376,837						
Özsermaye Değeri	1,153,957						
Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	135,084						
1 hisse senedi değeri (TL)	8.54						
Özsermaye Betası	0.29						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%13						
Varlık Betası	0.13						
Sermaye Maliyeti	%11						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	4,553,989	5,469,045	6,567,968	7,887,704	9,472,621	11,376,003	
FVÖK	13,270	109,381	131,359	157,754	189,452	227,520	
Maddi Duran Varlıklar	766,581	813,715	863,746	916,854	973,227	1,033,066	
Amortisman	78,009	82,694	87,778	93,175	98,904	104,986	
Net İşletme Sermayesi	-690,992	-733,478	-778,576	-826,447	-877,262	-931,200	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		109,381	131,359	157,754	189,452	227,520	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		87,505	105,087	126,203	151,562	182,016	
(-)(Sermaye Harcamaları		129,827	137,810	146,283	155,278	164,825	
(+)Amortisman		82,694	87,778	93,175	98,904	104,986	
(-) Δişletme Sermayesi		-42,486	-45,098	-47,871	-50,814	-53,939	
							Terminal Value
FCFF		82,857	100,154	120,967	146,003	176,116	3,475,965
İskonto Oranı	%10						
İndirgenmiş Nakit Akışları		75,106	100,154	120,967	146,003	176,116	3,475,965
Faaliyetlerin Değeri	4,094,311						
(+)Hazır Değerler	511,633						
Firma Değeri	4,605,944						
(-) Finansal Borçlar	1,687,087						
Özsermaye Değeri	2,918,856						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	700,000						
1 hisse senedi değeri (TL)	4.17						
Özsermaye Betası	0.82						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%17						
Varlık Betası	0.002						
Sermaye Maliyeti	%10						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Enerjisa Enerji A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	12,344,818	13,579,300	14,937,230	16,430,953	18,074,048	19,881,453	
FVÖK	2,240,710	1,357,930	1,493,723	1,643,095	1,807,405	1,988,145	
Maddi Duran Varlıklar	137,925	165,510	198,612	238,334	286,001	343,202	
Amortisman	18,674	16,551	19,861	23,833	28,600	34,320	
Net İşletme Sermayesi	320,725	384,870	461,844	554,213	665,055	798,066	
FVÖK		1,357,930	1,493,723	1,643,095	1,807,405	1,988,145	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		1,086,344	1,194,978	1,314,476	1,445,924	1,590,516	
(-)(Sermaye Harcamaları		44,136	52,963	63,556	76,267	91,520	
(+)Amortisman		16,551	19,861	23,833	28,600	34,320	
(-) Δişletme Sermayesi		64,145	76,974	92,369	110,843	133,011	
							Terminal Value
FCFF		994,614	1,084,902	1,182,385	1,287,414	1,400,305	23,188,443
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		893,306	875,150	856,636	837,726	818,374	13,551,925
Faaliyetlerin Değeri	17,833,117						
(+)Hazır Değerler	864,610						
Firma Değeri	18,697,727						
(-) Finansal Borçlar	7,208,020						
Özsermaye Değeri	11,489,707						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	1,181,069						
1 hisse senedi değeri (TL)	9.73						
Özsermaye Betası	0.32						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%13						
Varlık Betası	0.14						
Sermaye Maliyeti	%11						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	2,485,166	3,230,715	4,199,930	5,459,909	7,097,882	9,227,246	
FVÖK	236,242	234,292	304,580	395,954	514,740	669,162	
Maddi Duran Varlıklar	1,426,735	1,558,424	1,702,269	1,859,391	2,031,016	2,218,482	
Amortisman	95,320	108,992	119,053	130,041	142,044	155,155	
Net İşletme Sermayesi	783,096	855,377	934,330	1,020,570	1,114,770	1,217,665	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		234,292	304,580	395,954	514,740	669,162	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		187,434	243,664	316,763	411,792	535,330	
(-)(Sermaye Harcamaları		240,682	262,898	287,163	313,669	342,621	
(+)Amortisman		108,992	119,053	130,041	142,044	155,155	
(-) Δişletme Sermayesi		72,281	78,953	86,240	94,200	102,895	
							Terminal Value
FCFF		-16,537	20,866	73,401	145,967	244,969	2,923,891
İskonto Oranı	%14						
İndirgenmiş Nakit Akışları		-14,532	16,113	49,809	87,042	128,368	1,532,164
Faaliyetlerin Değeri	1,798,965						
(+)Hazır Değerler	15,683						
Firma Değeri	1,814,648						
(-) Finansal Borçlar	632,304						
Özsermaye Değeri	1,182,344						
Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	194,529						
1 hisse senedi değeri (TL)	6.08						
Özsermaye Betası	0.79						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%16						
Varlık Betası	0.45						
Sermaye Maliyeti	%14						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	3,397,855.00	3,933,836	4,554,363	5,272,772	6,104,504	7,067,435	
FVÖK	133,764.00	89,972	104,165	120,596	139,619	161,642	
Maddi Duran Varlıklar	137,925.00	172,406	215,508	269,385	336,731	420,914	
Amortisman	20,909.00	40,962	51,203	64,003	80,004	100,005	
Net İşletme Sermayesi	-281,559.00	-288,095	-294,783	-301,627	-308,629	-315,793	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		89,972	104,165	120,596	139,619	161,642	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		71,978	83,332	96,477	111,695	129,314	
(-)(Sermaye Harcamaları		75,443	94,304	117,880	147,350	184,188	
(+)Amortisman		40,962	51,203	64,003	80,004	100,005	
(-) Δişletme Sermayesi		-6,536	-6,688	-6,843	-7,002	-7,165	
							Terminal Value
FCFF		44,033	46,918	49,443	51,351	52,296	485,934
İskonto Oranı	%16						
İndirgenmiş Nakit Akışları		37,862	34,688	31,432	28,069	24,579	228,391
Faaliyetlerin Değeri	385,020						
(+)Hazır Değerler	72,703						
Firma Değeri	457,723						
(-) Finansal Borçlar	0						
Özsermaye Değeri	457,723						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	110,000
1 hisse senedi değeri (TL)	4.16
31.12.2017 1 hisse senedi değeri (TL)	5.15
32.12.2017 özsermayenin toplam değeri (Bin TL)	566,500
Özsermaye Betası	0.93
Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%17
Varlık Betası	0.78
Sermaye Maliyeti	%16

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	297,580	329,982	365,911	405,752	449,932	498,922	
FVÖK	32,130	18,174	20,153	22,347	24,780	27,478	
Maddi Duran Varlıklar	47,021	47,887	48,769	49,667	50,581	51,513	
Amortisman	7,268	7,558	7,697	7,839	7,983	8,130	
Net İşletme Sermayesi	83,329	84,863	86,426	88,017	89,638	91,289	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		18,174	20,153	22,347	24,780	27,478	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		14,539	16,122	17,877	19,824	21,982	
(-)(Sermaye Harcamaları		8,424	8,579	8,737	8,898	9,061	
(+)Amortisman		7,558	7,697	7,839	7,983	8,130	
(-) Δişletme Sermayesi		1,534	1,563	1,591	1,621	1,651	
							Terminal Value
FCFF		12,139	13,678	15,388	17,289	19,400	288,221,443
İskonto Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akışları		10,832	10,890	10,933	10,961	10,975	163,051,689
Faaliyetlerin Değeri	217,643						
(+)Hazır Değerler	10,898						
Firma Değeri	228,541						
(-) Finansal Borçlar	92,961						
Özsermaye Değeri	135,580						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	29,160						
1 hisse senedi değeri (TL)	4.65						
Özsermaye Betası	0.86						
Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%17						
Varlık Betası	0.23						
Sermaye Maliyeti	%12						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Arçelik A.Ş	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	20,840,613	25,008,736	30,010,483	36,012,579	43,215,095	51,858,114	
FVÖK	1,371,744	1,892,540	2,271,047	2,725,257	3,270,308	3,924,370	
Maddi Duran Varlıklar	3,264,771	3,652,185	4,085,571	4,570,385	5,112,729	5,719,430	
Amortisman	395,711	468,573	524,176	586,377	655,959	733,799	
Net İşletme Sermayesi	5,886,979	6,585,557	7,367,031	8,241,239	9,219,185	10,313,179	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		1,892,540	2,271,047	2,725,257	3,270,308	3,924,370	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		1,514,032	1,816,838	2,180,206	2,616,247	3,139,496	
(-)(Sermaye Harcamaları		855,986	957,562	1,071,191	1,198,303	1,340,500	
(+)Amortisman		468,573	524,176	586,377	655,959	733,799	
(-) İşletme Sermayesi		698,578	781,474	874,208	977,946	1,093,994	
							Terminal Value
FCFF		428,040	601,977	821,184	1,095,957	1,438,801	20,629,012
İskonto Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akışları		339,269	477,133	579,469	688,514	804,729	11,537,922
Faaliyetlerin Değeri	14,427,037						
(+)Hazır Değerler	2,581,964						
Firma Değeri	17,009,001						
(-) Finansal Borçlar	7,376,103						
Özsermaye Değeri	9,632,898						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	675,728						
1 hisse senedi değeri (TL)	14.26						
Özsermaye Betası	0.74						
Pazar Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%16						
Varlık Betası	0.26						
Sermaye Maliyeti	%12						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Aygaz A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	8,469,276	9,269,577	10,145,502	11,104,197	12,153,484	13,301,923	
FVÖK	247,481	305,808	334,706	366,333	400,950	438,838	
Maddi Duran Varlıklar	677,927	714,804	753,688	794,686	837,915	883,496	
Amortisman	83,117	96,880	102,150	107,707	113,566	119,744	
Net İşletme Sermayesi	105,156	110,876	116,908	123,267	129,972	137,043	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		305,808	334,706	366,333	400,950	438,838	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		244,647	267,764	293,067	320,760	351,070	
(-)(Sermaye Harcamaları		133,758	141,034	148,706	156,795	165,324	
(+)Amortisman		96,880	102,150	107,707	113,566	119,744	
(-) Δişletme Sermayesi		5,720	6,031	6,359	6,705	7,070	
							Terminal Value
FCFF		202,049	222,850	245,709	270,826	298,420	3,639,915
İskonto Oranı	%14						
İndirgenmiş Nakit Akışları		177,847	172,660	167,567	162,573	157,679	1,923,259
Faaliyetlerin Değeri	2,761,584						
(+)Hazır Değerler	593,172						
Firma Değeri	3,354,756						
(-) Finansal Borçlar	973,270						
Özsermaye Değeri	2,381,486						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	300,000						
1 hisse senedi değeri (TL)	7.94						
Özsermaye Betası	0.73						
Pazar Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%16						
Varlık Betası	0.43						
Sermaye Maliyeti	%14						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	25,341,290	31,218,148	37,443,332	46,126,755	56,823,936	70,001,884	
FVÖK	1,526,220	1,860,218	2,231,162	2,748,587	3,386,007	4,171,251	
Maddi Duran Varlıklar	3,536,220	4,250,040	5,107,951	6,139,039	7,378,263	8,867,636	
Amortisman	396,015	443,469	532,988	640,576	769,883	925,291	
Net İşletme Sermayesi	755,298	907,762	1,091,003	1,311,232	1,575,916	1,894,030	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		1,860,218	2,231,162	2,748,587	3,386,007	4,171,251	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		1,488,174	1,784,930	2,198,870	2,708,806	3,337,001	
(-)(Sermaye Harcamaları		1,157,289	1,390,899	1,671,665	2,009,107	2,414,664	
(+)Amortisman		443,469	532,988	640,576	769,883	925,291	
(-) Δişletme Sermayesi		152,464	183,240	220,229	264,685	318,114	
							Terminal Value
FCFF		621,890	743,778	947,552	1,204,898	1,529,514	24,148,631
İskonto Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akışları		556,998	596,654	680,803	775,369	881,559	13,918,432
Faaliyetlerin Değeri	17,409,815						
(+)Hazır Değerler	1,805,945						
Firma Değeri	19,215,760						
(-) Finansal Borçlar	3,604,047						
Özsermaye Değeri	15,611,713						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	350,910
1 hisse senedi değeri (TL)	44.49
Özsermaye Betası	0.57
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%15
Varlık Betası	0.18
Sermaye Maliyeti	0.12

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi Anonim Şirketi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	1,785,272	2,172,819	2,644,495	3,218,562	3,917,248	4,767,605	
FVÖK	123,796	168,850	205,504	250,115	304,410	370,491	
Maddi Duran Varlıklar	101,009	101,590	102,174	102,761	103,352	103,946	
Amortisman	16,598	11,918	11,986	12,055	12,125	12,194	
Net İşletme Sermayesi	843,932	848,783	853,662	858,569	863,505	868,469	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		168,850	205,504	250,115	304,410	370,491	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		135,080	164,403	200,092	243,528	296,393	
(-)(Sermaye Harcamaları		12,498	12,570	12,643	12,715	12,788	
(+)Amortisman		11,918	11,986	12,055	12,125	12,194	
(-) Δişletme Sermayesi		4,851	4,879	4,907	4,935	4,964	
							Terminal Value
FCFF		129,648	158,940	194,597	238,002	290,835	4,864,371
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		116,509	128,356	141,225	155,219	170,453	2,850,910
Faaliyetlerin Değeri	3,562,671						
(+)Hazır Değerler	228,958						
Firma Değeri	3,791,629						
(-) Finansal Borçlar	703,658						
Özsermaye Değeri	3,087,971						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	24,000						
1 hisse senedi değeri (TL)	128.67						
Özsermaye Betası	0.90						
Pazar Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%17						
Varlık Betası	0.13						
Sermaye Maliyeti	%11						

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Tat Gıda Sanayi A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	1,074,035	1,181,438	1,299,582	1,429,540	1,572,494	1,729,744	
FVÖK	50,121	61,485	67,633	74,397	81,836	90,020	
Maddi Duran Varlıklar	185,507	191,429	197,541	203,847	210,355	217,071	
Amortisman	12,523	17,433	17,990	18,564	19,157	19,768	
Net İşletme Sermayesi	381,491	393,670	406,239	419,208	432,592	446,403	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		61,485	67,633	74,397	81,836	90,020	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		49,188	54,107	59,517	65,469	72,016	
(-)(Sermaye Harcamaları		23,355	24,101	24,871	25,665	26,484	
(+)Amortisman		17,433	17,990	18,564	19,157	19,768	
(-) Δişletme Sermayesi		12,179	12,568	12,970	13,384	13,811	
							Terminal Value
FCFF		31,086	35,427	40,241	45,577	51,489	526,200
İskonto Oranı	%15						
İndirgenmiş Nakit Akışları		26,967	26,660	26,271	25,812	25,296	258,516
Faaliyetlerin Değeri	389,522						
(+)Hazır Değerler	13,026						
Firma Değeri	402,548						
(-) Finansal Borçlar	109,633						
Özsermaye Değeri	292,914						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	136,000
1 hisse senedi değeri (TL)	2.15
Özsermaye Betası	1.03
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%18
Varlık Betası	0.65
Sermaye Maliyeti	%15

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	17,467,806	20,364,040	23,740,480	27,676,749	32,265,667	37,615,446	
FVÖK	1,304,776	1,389,938	1,620,396	1,889,064	2,202,279	2,567,425	
Maddi Duran Varlıklar	2,350,019	2,590,984	2,856,658	3,149,573	3,472,522	3,828,587	
Amortisman	369,883	316,090	348,502	384,236	423,635	467,073	
Net İşletme Sermayesi	221,448	244,155	269,190	296,792	327,224	360,777	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		1,389,938	1,620,396	1,889,064	2,202,279	2,567,425	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		1,111,951	1,296,317	1,511,251	1,761,823	2,053,940	
(-)(Sermaye Harcamaları		557,056	614,175	677,151	746,584	823,137	
(+)Amortisman		316,090	348,502	384,236	423,635	467,073	
(-) Aışletme Sermayesi		22,707	25,035	27,602	30,432	33,553	
		0	0	0	0	0	Terminal Value
FCFF		848,279	1,005,608	1,190,734	1,408,441	1,664,323	27,417,813
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		761,650	810,706	861,919	915,393	971,234	15,999,958
Faaliyetlerin Değeri	20,320,859						
(+)Hazır Değerler	3,239,492						
Firma Değeri	23,560,351						
(-) Finansal Borçlar	5,810,911						
Özsermaye Değeri	17,749,440						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	500,000
1 hisse senedi değeri (TL)	35.50
Özsermaye Betası	0.54
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%14
Varlık Betası	0.14
Sermaye Maliyeti	%11

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	4,215,056	5,268,820	6,586,025	8,232,531	10,290,664	12,863,330	
FVÖK	423,429	744,970	931,213	1,164,016	1,455,020	1,818,776	
Maddi Duran Varlıklar	497,227	512,926	529,120	545,826	563,059	580,836	
Amortisman	51,486	45,253	46,681	48,155	49,676	51,244	
Net İşletme Sermayesi	712,354	1,006,476	1,422,037	2,009,179	2,838,745	4,010,828	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		744,970	931,213	1,164,016	1,455,020	1,818,776	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		595,976	744,970	931,213	1,164,016	1,455,020	
(-)(Sermaye Harcamaları		60,951	62,876	64,861	66,909	69,021	
(+)Amortisman		45,253	46,681	48,155	49,676	51,244	
(-) Δişletme Sermayesi		294,122	415,562	587,142	829,566	1,172,083	
							Terminal Value
FCFF		286,156	313,215	327,366	317,218	265,160	4,302,089
İskonto Oranı	%11						
İndirgenmiş Nakit Akışları		256,707	252,065	236,341	205,447	154,058	2,499,519
Faaliyetlerin Değeri	3,604,137						
(+)Hazır Değerler	441,722						
Firma Değeri	4,045,859						
(-) Finansal Borçlar	1,126,906						
Özsermaye Değeri	2,918,953						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	53,369
1 hisse senedi değeri (TL)	54.69
Özsermaye Betası	0.56
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%15
Varlık Betası	0.15
Sermaye Maliyeti	%11

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	53,948,110	75,527,354	105,738,296	148,033,614	207,247,059	290,145,883	
FVÖK	5,063,658	6,497,179	9,096,051	12,734,472	17,828,260	24,959,564	
Maddi Duran Varlıklar	12,303,437	14,764,124	17,716,949	21,260,339	25,512,407	30,614,888	
Amortisman	554,602	597,222	716,667	860,000	1,032,000	1,238,400	
Net İşletme Sermayesi	-838,000	-1,006,190	-1,208,136	-1,450,613	-1,741,756	-2,091,333	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		6,497,179	9,096,051	12,734,472	17,828,260	24,959,564	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		5,197,743	7,276,841	10,187,577	14,262,608	19,967,651	
(-)(Sermaye Harcamaları		3,057,910	3,669,491	4,403,390	5,284,068	6,340,881	
(+)Amortisman		597,222	716,667	860,000	1,032,000	1,238,400	
(-) Aışletme Sermayesi		-168,190	-201,946	-242,477	-291,143	-349,577	
							Terminal Value
FCFF		2,905,246	4,525,962	6,886,665	10,301,684	15,214,747	14,978,938
İskonto Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akışları		2,602,031	3,630,532	4,947,638	6,628,677	8,768,253	8,632,356
Faaliyetlerin Değeri	35,209,487						
(+)Hazır Değerler	8,802,069						
Firma Değeri	44,011,556						
(-) Finansal Borçlar	15,050,984						
Özsermaye Değeri	28,960,572						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	250,419
1 hisse senedi değeri (TL)	115.65
Özsermaye Betası	0.64
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%15
Varlık Betası	0.18
Sermaye Maliyeti	%12

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	2,410,837	3,134,088	4,074,315	5,296,609	6,885,592	8,951,269	
FVÖK	245,785	313,409	407,431	529,661	688,559	895,127	
Maddi Duran Varlıklar	2,191,530	2,410,683	2,651,751	2,916,926	3,208,619	3,529,481	
Amortisman	295,987	339,502	373,452	410,797	451,877	497,065	
Net İşletme Sermayesi	493,403	551,915	617,365	690,577	772,471	864,077	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		313,409	407,431	529,661	688,559	895,127	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		250,727	325,945	423,729	550,847	716,102	
(-)(Sermaye Harcamaları		558,655	614,520	675,972	743,570	817,927	
(+)Amortisman		339,502	373,452	410,797	451,877	497,065	
(-) Δişletme Sermayesi		58,512	65,450	73,212	81,894	91,606	
							Terminal Value
FCFF		-26,938	19,426	85,342	177,261	303,634	3,908,864,147
İskonto Oranı	%13						
İndirgenmiş Nakit Akışları		-23,805,670	15,171,776	58,901,336	108,118,102	163,665,836	2,106,970,385
Faaliyetlerin Değeri	2,429,022						
(+)Hazır Değerler	581,775						
Firma Değeri	3,010,797						
(-) Finansal Borçlar	955,612						
Özsermaye Değeri	2,055,185						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	750,000
1 hisse senedi değeri (TL)	2.74
Özsermaye Betası	0.82
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%17
Varlık Betası	0.37
Sermaye Maliyeti	%13

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Denizli Cam Sanayii Ve Ticaret A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	81,882	106,446	138,380	179,894	233,862	304,020	
FVÖK	1,753	5,322	6,919	8,995	11,693	15,201	
Maddi Duran Varlıklar	51,465	56,612	62,273	68,500	75,350	82,886	
Amortisman	4,031	8,381	9,220	10,142	11,156	12,271	
Net İşletme Sermayesi	17,585	19,343	21,277	23,405	25,746	28,320	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		5,322	6,919	8,995	11,693	15,201	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		4,258	5,535	7,196	9,354	12,161	
(-)(Sermaye Harcamaları		13,528	14,881	16,369	18,006	19,806	
(+)Amortisman		8,381	9,220	10,142	11,156	12,271	
(-) Aışletme Sermayesi		1,758	1,934	2,128	2,341	2,575	
							Terminal Value
FCFF		-2,647,152	-2,060,300	-1,159,291	163,929	2,051,217	107,239,260
İskonto Oranı	%13						
İndirgenmiş Nakit Akışları		-2,350,691	-1,624,664	-811,788	101,935	1,132,647	59,215,689
Faaliyetlerin Değeri	55,663						
(+)Hazır Değerler	244						
Firma Değeri	55,907						
(-) Finansal Borçlar	0						
Özsermaye Değeri	55,907						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	6,000
1 hisse senedi değeri (TL)	9.32
Özsermaye Betası	0.56
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%15
Varlık Betası	0.30
Sermaye Maliyeti	%13

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Soda Sanayii A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	2,067,700	2,688,010	3,494,413	4,542,737	5,905,558	7,677,225	
FVÖK	402,529	523,289	680,276	884,358	1,149,666	1,494,566	
Maddi Duran Varlıklar	1,294,927	1,466,209	1,660,146	1,879,736	2,128,372	2,409,895	
Amortisman	133,654	151,810	171,890	194,627	220,370	249,519	
Net İşletme Sermayesi	488,789	553,442	626,646	709,534	803,385	909,650	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		523,289	680,276	884,358	1,149,666	1,494,566	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		418,631	544,221	707,487	919,733	1,195,653	
(-)(Sermaye Harcamaları		323,092	365,828	414,217	469,006	531,042	
(+)Amortisman		151,810	171,890	194,627	220,370	249,519	
(-) Δişletme Sermayesi		64,653	73,205	82,887	93,851	106,265	
							Terminal Value
FCFF		182,697	277,078	405,009	577,246	807,865	10,764,198
İskonto Oranı	%13						
İndirgenmiş Nakit Akışları		161,850	217,453	281,585	355,539	440,805	5,873,401
Faaliyetlerin Değeri	7,330,634						
(+)Hazır Değerler	811,566						
Firma Değeri	8,142,200						
(-) Finansal Borçlar	264,644						
Özsermaye Değeri	7,877,556						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	1,000,000
1 hisse senedi değeri (TL)	7.88
Özsermaye Betası	0.46
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%14
Varlık Betası	0.34
Sermaye Maliyeti	%13

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Trakya Cam Sanayii A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	3,016,238	4,242,361	5,966,912	8,392,506	11,804,122	16,602,586	
FVÖK	583,885	585,795	823,925	1,158,857	1,629,941	2,292,524	
Maddi Duran Varlıklar	3,577,374	3,935,111	4,328,623	4,761,485	5,237,633	5,761,397	
Amortisman	295,539	374,118	411,530	452,683	497,951	547,746	
Net İşletme Sermayesi	784,538	862,992	949,291	1,044,220	1,148,642	1,263,506	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		585,795	823,925	1,158,857	1,629,941	2,292,524	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		468,636	659,140	927,086	1,303,953	1,834,019	
(-)(Sermaye Harcamaları		731,855	805,041	885,545	974,099	1,071,509	
(+)Amortisman		374,118	411,530	452,683	497,951	547,746	
(-) Δişletme Sermayesi		78,454	86,299	94,929	104,422	114,864	
							Terminal Value
FCFF		32,445	179,330	399,294	723,382	1,195,392	12,420,332
İskonto Oranı	%14						
İndirgenmiş Nakit Akışları		28,507	138,443	270,846	431,128	625,977	6,504,013
Faaliyetlerin Değeri	7,998,915						
(+)Hazır Değerler	1,430,548						
Firma Değeri	9,429,463						
(-) Finansal Borçlar	1,959,369						
Özsermaye Değeri	7,470,094						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	1,250,000
1 hisse senedi değeri (TL)	5.98
Özsermaye Betası	0.84
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%17
Varlık Betası	0.46
Sermaye Maliyeti	%14

EK-4. (devam) Ticaret ve Sanayi Firmalarının Tahmin Dönemi Mali Tablo Verileri, FCFF ve Firma Değer Hesaplaması (Bin TL)

Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Satışlar	11318495	14,714,044	19,128,257	24,866,734	32,326,754	42,024,780	
FVÖK	1478287	1,490,265	1,937,345	2,518,548	3,274,112	4,256,346	
Maddi Duran Varlıklar	9199542	10,119,496	11,131,446	12,244,590	13,469,049	14,815,954	
Amortisman	927305	1,148,155	1,262,970	1,389,268	1,528,194	1,681,014	
Net İşletme Sermayesi	3015131	3,316,644	3,648,309	4,013,139	4,414,453	4,855,899	
FCFF Hesaplaması							
FVÖK		1,490,265	1,937,345	2,518,548	3,274,112	4,256,346	
FVÖK*(1-Vergi Oranı)		1,192,212	1,549,876	2,014,838	2,619,290	3,405,077	
(-)(Sermaye Harcamaları		2,068,109	2,274,920	2,502,412	2,752,653	3,027,919	
(+)Amortisman		1,148,155	1,262,970	1,389,268	1,528,194	1,681,014	
(-) İşletme Sermayesi		301,513	331,664	364,831	401,314	441,445	
							Terminal Value
FCFF		-29,255	206,262	536,863	993,517	1,616,727	19,262,898
İskonto Oranı	%14						
İndirgenmiş Nakit Akışları		-25,705	159,235	364,160	592,126	846,613	10,087,181
Faaliyetlerin Değeri	12,023,610						
(+)Hazır Değerler	3,533,787						
Firma Değeri	15,557,397						
(-) Finansal Borçlar	3,941,320						
Özsermaye Değeri	11,616,077						

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı (Bin Adet)	2,250,000						
1 hisse senedi değeri (TL)	5.16						
Özsermaye Betası	0.84						
Pazar Risk Primi	%7,7						
Risksiz Faiz Oranı	%10,3						
Özsermaye Maliyeti	%17						
Varlık Betası	0.46						
Sermaye Maliyeti	%14						

EK-5. Banka Firmaları Tahmin Dönemi Gelir Tablosu Verileri (Bin TL)

Akbank T.A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Faiz Gelirleri	24,389,468	25,896,820	29,781,343	34,248,545	39,385,826	45,293,700
- Kredilerden Alınan Faizler	19,181,616	17,604,710	20,245,416	23,282,229	26,774,563	30,790,748
- Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	256,456	84,127	96,747	111,259	127,947	147,140
- Bankalardan Alınan Faizle	254,073	148,075	170,287	195,830	225,204	258,985
- Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	31,266	70,987	81,635	93,880	107,962	124,156
- Menkul Değerlerden Alınan Faizler	4,220,083	7,564,070	8,698,681	10,003,483	11,504,005	13,229,606
- Finansal Kiralama Gelirleri	412,127	371,076	426,738	490,748	564,361	649,015
- Diğer Faiz Gelirleri	33,853	53,774	61,840	71,116	81,784	94,052
2. Faiz Giderleri	13,096,669	14,445,341	16,612,143	19,103,964	21,969,559	25,264,993
- Mevduata Verilen Faizler	10,337,683	11,003,967	12,654,562	14,552,746	16,735,658	19,246,006
- Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	856,081	810,296	931,841	1,071,617	1,232,359	1,417,213
- Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	786,677	1,598,539	1,838,320	2,114,068	2,431,178	2,795,855
- İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	1,071,253	965,916	1,110,804	1,277,424	1,469,038	1,689,394
- Diğer Faiz Giderleri	44,975	66,623	76,617	88,110	101,326	116,525
3. Net Faiz Geliri/Gideri	11,292,799	11,451,479	13,169,200	15,144,581	17,416,268	20,028,708
4. Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri/Giderleri	2,961,964	357,081	43,048	5,190	626	75
5. Temettü Gelirleri	2,658	2,658	2,658	2,658	2,658	2,658
6. Ticari Kâr / Zarar (Net)	-529,945	294,891	339,124	389,993	448,492	515,766
7. Diğer Faaliyet Gelirleri	1,247,964	1,380,441	1,587,508	1,825,634	2,099,479	2,414,401
8. Faaliyet Gelirleri/Giderleri Toplamı	14,975,440	13,486,549	15,141,538	17,368,055	19,967,522	22,961,608
9. Kredi Ve Diğer Alacaklar Değer Düşüş Karşılığı	2,441,912	2,812,085	3,233,898	3,718,982	4,276,830	4,918,354
10. Diğer Faaliyet Giderleri	4,879,293	5,383,105	5,938,939	6,552,166	7,228,711	7,975,113
11. Net Faaliyet Kârı/Zararı	7,654,235	5,291,359	5,968,702	7,096,907	8,461,982	10,068,141
12. Birleşme İşlemi Sonrasında Gelir Olarak Kaydedilen Fazlalık Tutarı	0	0	0	0	0	0
13. Özkaynak Yöntemi Uygulanan Ortaklıklardan Kâr/Zarar	0	0	0	0	0	0
14. Net Parasal Pozisyon Kârı/Zararı	0	0	0	0	0	0
15. Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi K/Z	7,654,235	5,291,359	5,968,702	7,096,907	8,461,982	10,068,141
16. Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı	1,633,953	1,058,272	1,193,740	1,419,381	1,692,396	2,013,628
17. Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net K/Z	6,020,282	4,233,087	4,774,961	5,677,526	6,769,585	8,054,513
Net Dönem Kârı/Zararı (Xvii+Xxi)	6,020,282	4,233,087	4,774,961	5,677,526	6,769,585	8,054,513

EK-5. (devam) Banka Firmaları Tahmin Dönemi Gelir Tablosu Verileri (Bin TL)

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Faiz Gelirleri	22,985,702	27,032,392	31,087,251	35,750,339	41,112,890	47,279,823
- Kredilerden Alınan Faizler	18,020,957	20,981,971	24,129,266	27,748,656	31,910,955	36,697,598
- Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	233,964	95,765	110,129	126,649	145,646	167,493
- Bankalardan Alınan Faizle	330,887	295,746	340,108	391,124	449,793	517,262
- Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	23,368	209,376	240,782	276,900	318,434	366,200
- Menkul Değerlerden Alınan Faizler	3,436,507	4,330,849	4,980,476	5,727,547	6,586,680	7,574,682
- Finansal Kiralama Gelirleri	661,126	746,485	858,457	987,226	1,135,310	1,305,606
- Diğer Faiz Gelirleri	278,893	372,239	428,075	492,286	566,129	651,048
2. Faiz Giderleri	-1,3250,685	-1,427,3824	-1,641,4897	-1,8877,132	-2,1708,702	-2,4965,007
- Mevduata Verilen Faizler	-9,638,329	-10,647,066	-12,244,126	-14,080,745	-16,192,857	-18,621,785
- Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	-1,498,314	-1,773,200	-2,039,180	-2,345,057	-2,696,816	-3,101,338
- Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	-824,556	-959,727	-1,1036,86	-1,269,239	-1,459,625	-1,678,569
- İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	-1232565	-847667	-974817	-1121039	-1289195	-1482575
- Diğer Faiz Giderleri	-56,830	-46,163	-53,088	-61,051	-70,209	-80,740
3. Net Faiz Geliri/Gideri	9,735,017	12,758,569	14,672,354	16,873,207	19,404,188	22,314,816
4. Net Ücret Ve Komisyon Gelirleri/Giderleri	3,315,309	3,645,160	4,007,830	4,406,582	4,845,008	5,327,055
5. Temettü Gelirleri	10,726	10,726	10,726	10,726	10,726	10,726
6. Ticari Kâr / Zarar (Net)	-512,878	-149,247	-171,634	-197,379	-226,986	-261,034
7. Diğer Faaliyet Gelirleri	1,143,615	130,445	150,012	172,514	198,391	228,150
8. Faaliyet Gelirleri/Giderleri Toplamı (I ₁₁ +I _v +V+V ₁ +V ₁₁)	1,3691,789	1,6395,653	1,8669,288	2,1265,650	2,4231,327	2,7619,713
9. Kredi Ve Diğer Alacaklar Değer Düşüş Karşılığı (-)	-3,358,109	-4,020,270	-4,623,310	-5,316,807	-6,114,328	-7,031,477
10. Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-5,819,966	-6,505,276	-7,271,283	-8,127,488	-9,084,513	-10,154,229
11. Net Faaliyet Kârı/Zararı (V ₁₁₁ -I _x -X)	4,513,714	5,870,107	6,774,694	7,821,355	9,032,486	10,434,006
12. Birleşme İşlemi Sonrasında Gelir Olarak Kaydedilen Fazlalık Tutarı	0	0	0	0	0	0
13. Özkaynak Yöntemi Uygulanan Ortaklıklardan Kâr/Zarar	0	0	0	0	0	0
14. Net Parasal Pozisyon Kârı/Zararı	0	0	0	0	0	0
15. Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi K/Z (X ₁ +...+X _{1v})	4,601,326	5,870,107	6,774,694	7,821,355	9,032,486	10,434,006
16. Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı (±)	-987,168	1,174,021	1,354,939	1,564,271	1,806,497	2,086,801
17. Sürdürülen Faaliyetler Dönem Net K/Z (X _v ±X _{vi})	3,614,158	4,696,086	5,419,755	6,257,084	7,225,989	8,347,205
Net Dönem Kârı/Zararı (X _{v11} +X _{x11})	3,614,158	4,696,086	5,419,755	6,257,084	7,225,989	8,347,205

EK-6. Banka Firmaları Faiz Gelirleri ve Faiz Giderlerinin Faiz Marjları ve Gelir Tablosu İçindeki Payları

Akbank T.A.Ş.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ort.
FAİZ GELİRLERİ İÇİN FAİZ MARJLARI									
Kredilerden Alınan Faizler/Krediler	0.074	0.071	0.080	0.071	0.078	0.081	0.084	0.092	0.079
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler/Zorunlu Karşılıklar	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.003	0.008	0.009	0.002
Bankalardan Alınan Faiz/Bankalar	0.050	0.014	0.008	0.006	0.007	0.007	0.010	0.247	0.044
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler/Para Piyasaları	0.096	0.000	0.000	0.000	0.091	0.000	0.000	0.020	0.026
Menkul Değerlerden Alınan Faiz/(Alım Sat. A. Menkul Değ.+Sat. Hazır Menkul Değ.+Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değ.)	0.088	0.091	0.087	0.070	0.075	0.051	0.053	0.060	0.072
Diğer Faiz Gelirleri/Diğer Aktifler	0.035	0.027	0.006	0.015	0.037	0.019	0.017	0.008	0.020
FAİZ GİDERLERİ İÇİN FAİZ MARJLARI									
Mevduata Verilen Faiz	0.051	0.050	0.053	0.036	0.045	0.041	0.046	0.051	0.047
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faiz/Para Piyasaları	0.052	0.053	0.034	0.027	0.035	0.037	0.037	0.027	0.038
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler/Alınan Krediler	0.019	0.017	0.023	0.017	0.018	0.017	0.019	0.025	0.019
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faiz/İhraç Edilen Menkul Kıymetler	0.015	0.055	0.063	0.054	0.058	0.060	0.063	0.068	0.054
Diğer Faiz Giderleri/(Muhtelif Borçlar+Diğer Yabancı Kaynaklar)	0.018	0.012	0.006	0.004	0.005	0.004	0.005	0.006	0.007
FAİZ GELİRLERİNİN GELİR TABLOSU İÇİNDEKİ PAYI									
Faiz Gelirleri	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Kredilerden Alınan Faizler	0.474	0.553	0.631	0.699	0.721	0.780	0.794	0.786	0.680
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.004	0.012	0.011	0.003
Bankalardan Alınan Faiz	0.013	0.005	0.002	0.003	0.003	0.004	0.006	0.010	0.006
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0.000	0.001	0.004	0.002	0.004	0.008	0.001	0.001	0.003
Menkul Değerlerden Alınan Faiz	0.500	0.428	0.351	0.278	0.253	0.184	0.168	0.173	0.292
Diğer Faiz Gelirleri	0.003	0.003	0.001	0.002	0.003	0.002	0.002	0.001	0.002
Finansal Kiralama Gelirleri	0.009	0.010	0.011	0.016	0.016	0.019	0.017	0.017	0.014
FAİZ GİDERLERİNİN GELİR TABLOSU İÇİNDEKİ PAYI									
Faiz Giderleri	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Mevduata Verilen Faizler	0.799	0.761	0.764	0.737	0.731	0.745	0.769	0.789	0.762
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	0.048	0.057	0.058	0.060	0.050	0.053	0.057	0.065	0.056
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0.135	0.129	0.109	0.114	0.134	0.109	0.096	0.060	0.111
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0.008	0.046	0.066	0.085	0.082	0.090	0.076	0.082	0.067
Diğer Faiz Giderleri	0.010	0.007	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.005

EK-6. (devam) Banka Firmaları Faiz Gelirleri ve Faiz Giderlerinin Faiz Marjları ve Gelir Tablosu İçindeki Payları

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ort.
FAİZ GELİRLERİ İÇİN FAİZ MARJLARI									
Kredilerden Alınan Faizler/Krediler	0.090	0.089	0.086	0.079	0.078	0.100	0.083	0.086	0.086
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler/Zorunlu Karşılıklar	0.010	0.006	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.025	0.005
Bankalardan Alınan Faiz/Bankalar	0.068	0.051	0.027	0.032	0.027	0.022	0.034	0.030	0.036
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler/Para Piyasaları	0.029	85.472	0.132	0.154	0.042	0.053	0.015	0.048	10.743
Menkul Değerlerden Alınan Faiz/(Alım Sat. A. Menkul Değ.+Sat. Hazır Menkul Değ.+Vadeye Kadar Elde Tutulacak Menkul Değ.)	0.080	0.073	0.075	0.073	0.071	0.072	0.074	0.063	0.073
Diğer Faiz Gelirleri/Diğer Aktifler	0.048	0.037	0.048	0.061	0.055	0.055	0.064	0.057	0.053
FAİZ GİDERLERİ İÇİN FAİZ MARJLARI									
Mevduata Verilen Faiz	-0.056	-0.050	-0.049	-0.044	-0.040	-0.057	-0.047	-0.042	-0.048
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faiz/Para Piyasaları	-0.051	-0.104	-0.066	-0.057	-0.047	-0.043	-0.046	-0.018	-0.054
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler/Alınan Krediler	-0.035	-0.035	-0.040	-0.040	-0.040	-0.044	-0.037	-0.037	-0.039
Çıkarılan Menkul Kıymetlere Verilen Faiz/İhraç Edilen Menkul Kıymetler	-0.053	-0.054	-0.048	-0.038	-0.032	-0.056	-0.024	-0.018	-0.040
Diğer Faiz Giderleri/(Muhtelif Borçlar+ Diğer Yabancı Kaynaklar)	-0.004	-0.002	-0.001	-0.002	-0.002	-0.001	-0.004	-0.002	-0.002
FAİZ GELİRLERİNİN GELİR TABLOSU İÇİNDEKİ PAYI									
Faiz Gelirleri	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100
Kredilerden Alınan Faizler	0.784	0.821	0.806	0.785	0.781	0.773	0.732	0.728	0.776
Zorunlu Karşılıklardan Alınan Faizler	0.010	0.006	0.003	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009	0.004
Bankalardan Alınan Faiz	0.014	0.009	0.005	0.010	0.011	0.012	0.015	0.012	0.011
Para Piyasası İşlemlerinden Alınan Faizler	0.001	0.001	0.002	0.019	0.012	0.014	0.004	0.007	0.008
Menkul Değerlerden Alınan Faiz	0.150	0.126	0.147	0.147	0.155	0.161	0.201	0.196	0.160
Diğer Faiz Gelirleri	0.012	0.010	0.010	0.013	0.012	0.016	0.020	0.017	0.014
Finansal Kiralama Gelirleri	0.029	0.027	0.027	0.026	0.029	0.024	0.028	0.031	0.028
FAİZ GİDERLERİNİN GELİR TABLOSU İÇİNDEKİ PAYI									
Faiz Giderleri	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100
Mevduata Verilen Faizler	0.727	0.722	0.695	0.717	0.728	0.782	0.766	0.830	0.746
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	0.113	0.098	0.110	0.128	0.159	0.120	0.131	0.135	0.124
Para Piyasası İşlemlerine Verilen Faizler	0.062	0.088	0.104	0.076	0.054	0.054	0.077	0.024	0.067
İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0.093	0.089	0.091	0.077	0.055	0.042	0.019	0.009	0.059

EK-7. Banka Firmalarını Değerlerken Kullanılan Bazı Geçmiş Veri ve Oranlar

Akbank T.A.Ş.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zorunlu Karşılıklar(Dipnot) (Milyon TL)	5,279	12,834	15,242	16,682	18,825	23,152	27,997	29,974
Bankalararası Mevduat (Milyon TL)	7,686	10,286	10,750	11,422	13,583	12,918	7,202	13,929
Tasarruf Mevduatı (Milyon TL)	25,041	27,380	29,690	34,078	40,009	43,615	49,949	57,708
Resmi Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	409	141	947	900	997	889	379	341
Ticari Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	13,417	13,023	15,259	16,272	17,508	19,675	26,975	30,063
Diğer Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	1,079	1,109	2,326	2,004	3,419	3,486	5,483	3,212
Döviz Tevdiat Hesabı (Milyon TL)	24,076	28,831	30,255	46,030	4,553	68,110	82,813	94,750
Kıymetli Maden Depo Hesapları (Milyon TL)	0	0	1,461	1,767	1,225	777	1,167	1,451
Orta ve Uzun Vadeli Krediler/Krediler	0.004	0.010	0.006	0.005	0.015	0.006	0.005	0.010
Orta ve Uzun Vadeli Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (Milyon TL)	14,639	17,017	17,591	10,825	17,372	27,750	17,760	23,768
Orta ve Uzun Vadeli Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar/Aktif	0.122	0.122	0.108	0.055	0.079	0.110	0.060	0.070
Orta ve Uzun Vad. Ger. Uy. Değ. Kâr/Zarara Yans. Fin. Var. (Milyon TL)	423	161	60	251	374	409	1,229	4,390
Orta ve Uzun Vad. Ger. Uy. Değ. Kâr/Zarara Yans. Fin. Var. /Aktif	0.004	0.001	0.000	0.001	0.002	0.002	0.004	0.013
Orta ve Uzun Vadeli Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar (Milyon TL)	998	1,016	0	6,389	6,468	6,873	13,331	9,856
Orta ve Uzun Vadeli Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar/Aktif	0.008	0.007	0.000	0.033	0.030	0.027	0.045	0.029
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Varlıklar (Milyon TL)	557	704	975	1,496	1,732	2,028	2,335	4,858
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Varlıklar/Aktif	0.005	0.005	0.006	0.008	0.008	0.008	0.008	0.014
Orta ve Uzun Vadeli İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyon TL)	1,555	2,696	4,411	56,745	5,000	9,219	9,089	9,247
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler (Milyon TL)	232	743	547	615	2,054	948	834	2,078
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler/Krediler	0.004	0.010	0.006	0.005	0.015	0.006	0.005	0.010
Orta ve Uzun Vadeli Muhtelif Borçlar (Milyon TL)	0	0	0	0	0	172	280	107
Orta ve Uzun Vadeli Muhtelif Borçlar/Pasif	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.000
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler (Milyon TL)	148	161	226	432	478	489	1,119	3,095
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler/Pasif	0.001	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.004	0.009
Personel Giderleri (Milyon TL)	917	1,002	1,205	1,423	1,484	1,671	1,799	1,969
Maddi Duran Varlık/Aktif	0.008	0.006	0.005	0.004	0.004	0.003	0.003	0.010
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
Kiralama İşlemlerinden Alacaklar/Aktif	0.008	0.010	0.012	0.016	0.017	0.016	0.017	0.017
Kiralama İşlemlerinden Borçlar/Aktif	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat (Milyon TL)	1,132	381	1,050	4,333	4,389	2,980	6,534	7,289
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat/Mevduat	0.02	0.00	0.01	0.04	0.04	0.02	0.04	0.04
Mevduat/Pasif	0.60	0.58	0.55	0.58	0.56	0.59	0.59	0.59

EK-7. (devam) Banka Firmalarını Değerlerken Kullanılan Bazı Geçmiş Veri ve Oranlar

YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zorunlu Karşılıklar(Dipnot) (Milyon TL)	23,832	19,820	20,285	17,414	14,961	7,831	3,439	2,307
Bankalararası Mevduat (Milyon TL)	9,433	8,172	5,116	2,544	2,373	1,449	1,562	1,784
Tasarruf Mevduatı (Milyon TL)	46,108	41,084	33,563	29,611	23,784	24,100	21,309	17,656
Resmi Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	257	235	907	903	3,311	881	238	397
Ticari Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	24,545	33,466	25,903	26,214	13,401	13,821	11,922	12,069
Diğer Kuruluşlar Mevduatı (Milyon TL)	1,872	3,796	3,470	5,313	2,517	1,708	1,182	1,600
Döviz Tevdiat Hesabı (Milyon TL)	89,909	69,435	60,487	42,205	41,917	27,871	28,564	21,356
Kıymetli Maden Depo Hesapları (Milyon TL)	1,260	900	579	840	1,178	1,313	1,409	344
Orta ve Uzun Vadeli Krediler/Krediler	0.194	0.150	0.149	0.082	0.089	0.094	0.097	0.082
Orta ve Uzun Vadeli Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (Milyon TL)	10,274	5,880	7,335	6,453	6,772	9,885	4,481	4,225
Orta ve Uzun Vadeli Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar/Aktif	0.032	0.022	0.031	0.033	0.042	0.075	0.038	0.046
Orta ve Uzun Vad. Ger. Uy. Değ. Kâr/Zarara Yans. Fin. Var. (Milyon TL)	723	719	289	125	95	429	113	212
Orta ve Uzun Vad. Ger. Uy. Değ. Kâr/Zarara Yans. Fin. Var./Aktif	0.002	0.003	0.001	0.001	0.001	0.003	0.001	0.002
Orta ve Uzun Vadeli Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar (Milyon TL)	8,755	9,203	5,491	4,008	3,223	2,734	9,403	7,958
Orta ve Uzun Vadeli Vadeye Kadar Elde Tutulacak Yatırımlar/Aktif	0.027	0.034	0.023	0.021	0.020	0.021	0.080	0.086
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Varlıklar (Milyon TL)	8,064	5,794	4,966	3,368	2,385	1,613	1,652	1,027
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Varlıklar/Aktif	0.025	0.021	0.021	0.017	0.015	0.012	0.014	0.011
Orta ve Uzun Vadeli İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyon TL)	9,334	5,567	6,284	4,957	5,006	869	0	19
Orta ve Uzun Vadeli İhraç Edilen Menkul Kıymetler/Pasif	0.029	0.021	0.027	0.025	0.031	0.007	0.000	0.000
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler (Milyon TL)	39,185	26,880	22,884	10,396	8,931	7,376	6,829	4,463
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler/Pasif	0.122	0.099	0.097	0.053	0.056	0.056	0.058	0.048
Orta ve Uzun Vadeli Muhtelif Borçlar (Milyon TL)	0	0	0	0	0	0	0	0
Orta ve Uzun Vadeli Muhtelif Borçlar/Pasif	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler (Milyon TL)	10,826	10,178	6,280	4,869	38	2,228	536	437
Orta ve Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler/Pasif	0.034	0.038	0.027	0.025	0.000	0.017	0.005	0.005
Personel Giderleri (Milyon TL)	2,606	2,323	1,959	1,711	1,456	1,348	1,281	1,126
Maddi Duran Varlık/Aktif	0.008	0.010	0.012	0.006	0.006	0.008	0.009	0.012
Maddi Olmayan Duran Varlık/Aktif	0.005	0.006	0.006	0.007	0.009	0.010	0.011	0.013
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat (Milyon TL)	4,096	2,845	3,942	2,875	4,035	3,788	3,181	1,367
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat/Mevduat	0.024	0.018	0.030	0.027	0.046	0.053	0.048	0.025
Mevduat/Pasif	0.542	0.579	0.553	0.552	0.552	0.541	0.564	0.595
Kredi/Mevduat	1.165	1.137	1.185	1.178	1.137	1.107	1.059	0.990

EK-8. Banka Firmalarının FCFE ve Hisse Değerinin Hesaplaması (Bin TL)

Akbank T.A.Ş.	2018	2019	2020	2021	2022	
Net Kâr	4,233,087	4,868,050	5,598,258	6,437,997	7,403,696	
(+) Amortisman	320,005	368,006	423,207	486,688	559,691	
(-)Sermaye Harcamaları	6,499,690	9,758,402	11,221,105	12,903,213	14,837,638	
Maddi Duran Varlıklar	-1,337,507	313,261	360,250	414,288	476,431	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-105,572	55,945	64,337	73,988	85,086	
İştirakler	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	
Bağlı Ortaklıklar	3,125	3,125	3,125	3,125	3,125	
Orta ve Uzun Vadeli Krediler	0	256,067	294,477	338,649	389,446	
Orta ve Uzun Vad. Alım Sat. A. ve Sat. Haz. Menk. Kıy.	5,967,188	6,862,267	7,891,607	9,075,348	10,436,650	
Personel Giderleri	1,968,533	2,263,813	2,603,385	2,993,893	3,442,977	
(+)Yeni Borçlar	2,768,948	5,866,778	7,180,833	8,796,758	10,785,120	
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat	857,139	884,695	1,017,400	1,170,009	1,345,511	
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler	64,033	48,059	55,268	63,558	73,092	
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	3,826,901	4,750,582	5,897,208	7,320,589	9,087,525	
Muhtelif Borçlar	-11,244	14,321	16,469	18,939	21,780	
Diğer Yabancı Kıymetler	-1,967,881	169,121	194,490	223,663	257,212	
Finansal Kiralama Borçları	0	0	0	0	0	
						Terminal Value
FCFE	822,350	1,344,433	1,981,193	2,818,230	3,910,869	25,909,600
İndirgeme Oranı	%21					
İndirgenmiş Nakit Akımları	680,478	1,112,490	1,639,396	2,332,026	3,236,162	21,439,648
Toplam Özsermaye Değeri	30,440,199					

Toplam Hisse Sayısı (Bin Adet)	4,000,000
1 Hisse senedi değeri (TL)	7.61
Beta Katsayısı	1.37
Piyasa Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%21

EK-8. (devam) Banka Firmalarının FCFE ve Hisse Değerinin Hesaplaması (Bin TL)

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	2018	2019	2020	2021	2022	
Net Kâr	4,696,086	5,419,755	6,257,084	7,225,989	8,347,205	
(+) Amortisman	262,336	301,686	346,939	398,980	458,827	
(-)Sermaye Harcamaları	29,487,773	19,926,387	22,694,494	25,921,473	29,730,563	
Maddi Duran Varlıklar	678,024	493,481	567,503	652,629	750,523	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,459,973	471,330	542,029	623,334	716,834	
İştirakler	776,528	669,117	549,728	461,087	451,464	
Bağlı Ortaklıklar	7,300	7,300	7,300	2,300	2,300	
Orta ve Uzun Vadeli Krediler	14,039,389	3,879,617	4,461,559	5,130,793	5,900,412	
Orta ve Uzun Vadeli Alım Satım Amaçlı ve Sat. Haz. Menk. Kıy.	9,920,348	11,408,400	13,119,660	15,087,609	17,350,751	
Personel Giderleri	2,606,211	2,997,143	3,446,714	3,963,721	4,558,279	
(+)Yeni Borçlar	-8,157,527	16,433,118	20,975,468	26,912,605	34,698,759	
Orta ve Uzun Vadeli Mevduat	3,369,295	1,119,829	1,287,803	1,480,973	1,703,119	
Orta ve Uzun Vadeli Alınan Krediler	-15,572,604	3,541,859	4,073,138	4,684,108	5,386,724	
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	7,994,296	10,739,769	14,428,117	19,383,151	26,039,887	
Muhtelif Borçlar	0	0	0	0	0	
Diğer Yabancı Kıymetler	-3,948,513	1,031,661	1,186,411	1,364,372	1,569,028	
Finansal Kiralama Borçları	0	0	0	0	0	
						Terminal Value
FCFE	-32,686,879	2,228,172	4,884,997	8,616,101	13,774,228	97,914,425
İndirgeme Oranı	%20					
İndirgenmiş Nakit Akımları	-27,291,146	1,553,264	2,843,212	4,187,011	5,588,676	39,727,231
Toplam Özsermaye Değeri	26,608,248					

Toplam Hisse Sayısı (Bin Adet)	8,205,706
1 Hisse senedi değeri (TL)	3.24
Beta Katsayısı	1.23
Pazar Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%20

EK-9. Sigorta Firmaları Projeksiyon Kriterleri

Aksigorta A.Ş.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ort.
Hayat Dışı Teknik Gelirdeki Büyüme		0.184	0.177	0.158	0.168	-0.008	-0.043	0.213	0.121
Yatırım Gelirleri/Finansal Varlıklar	0.217	0.569	1.002	0.556	0.447	0.336	0.212	0.535	0.484
Diğer gelir/yatırım gelirleri	-0.456	-0.176	-0.152	0.728	-0.126	0.063	-0.342	-0.102	-0.071
Net hasar/net prim	0.968	1.000	0.942	0.907	0.967	1.117	0.892	0.854	0.956
Diğer gider/net prim	-0.038	-0.013	-0.011	0.065	-0.013	0.012	-0.052	-0.020	-0.009
Teknik karşılıklar/yatırımlar									
Ticari alacaklar/net primler	0.554	0.556	0.312	0.270	0.254	0.314	0.336	0.358	0.369
Maddi duran varlıklar/toplam gelir	0.053	0.042	0.034	0.010	0.021	0.021	0.023	0.020	0.028
Diğer varlıklar/toplam gelir	0.009	0.004	0.006	0.002	0.005	0.004	0.010	0.003	0.005
Ticari borçlar/toplam gelir	0.089	0.119	0.079	0.096	0.085	0.138	0.139	0.209	0.119
Karşılıklardaki artış/net prim	0.777	0.781	0.710	0.727	0.720	0.871	0.946	1.044	0.822
Yatırımların Geliri/Hayat Dışı Teknik Gelir	0.082	0.072	0.074	0.089	0.100	0.184	0.152	0.192	0.118
Hayat dışı teknik gider/hayat dışı teknik gelir	-0.968	-1.000	-0.942	-0.908	-0.967	-1.117	-0.890	-0.855	-0.956
Yatırım Gideri/Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gider	0.066	0.058	0.058	0.085	0.093	0.166	0.184	0.239	0.119
Özsermaye Kârlılığı	0.004	0.080	0.115	0.300	0.060	-0.390	0.116	0.202	0.061

EK-9. (devam) Sigorta Firmaları Projeksiyon Kriterleri

AvivaSA Emeklilik ve Hayat Anonim Şirketi	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Ort.
Hayat Dışı Teknik Gelirdeki Büyüme		-0.122	0.016	0.086	0.140	0.246	0.075	0.195	0.091
Yatırım Gelirleri/Finansal Varlıklar	0.045	0.079	0.072	0.120	0.137	0.148	0.132	0.109	0.105
Diğer Gelir/Yatırım Gelirleri	-0.244	0.042	-0.067	0.220	0.155	0.379	0.036	0.154	0.084
Net Hasar/Net Prim	-1.127	-0.978	-0.942	-0.905	-0.874	-0.845	-0.887	-0.891	-0.931
Diğer Gider/Net Prim	-0.165	0.048	-0.067	0.285	0.209	0.411	0.038	0.156	0.114
Ticari Alacaklar/Net Primler	0.401	0.583	0.704	0.692	0.887	1.090	0.575	0.636	0.696
Maddi Duran Varlıklar/Toplam Gelir	0.017	0.016	0.030	0.026	0.027	0.020	0.019	0.040	0.024
Diğer Varlıklar/Toplam Gelir	0.048	0.014	0.002	0.002	0.004	0.001	0.021	0.156	0.031
Ticari Borçlar/Toplam Gelir	1.426	2.011	2.627	3.418	4.866	4.821	5.300	4.900	3.671
Karşılıklardaki Artış/Net Prim	18.948	21.772	20.899	17.152	15.110	12.488	13.013	13.596	16.622
Yatırımların Geliri/Hayat Dışı Teknik Gelir	0.094	0.133	0.128	0.128	0.163	0.152	0.132	0.115	0.131
Diğer Gider/Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gider	0.020	-0.006	0.009	-0.031	-0.029	-0.068	-0.005	-0.020	-0.016
Yatırım Gideri/Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gider	0.021	0.024	0.037	0.036	0.057	0.171	0.025	0.016	0.048
Özsermaye Kârlılığı	0.241	0.212	0.230	0.195	0.258	0.205	0.341	0.385	0.258
Hayat Dışı Teknik Gider/Hayat Dışı Teknik Gelir	-1.127	-0.978	-0.942	-0.905	-0.874	-0.845	-0.887	-0.891	-0.931

EK-10. Sigorta Firmaları Tahmini Gelir Tablosu, FCFE ve Hisse Değeri Hesaplama (Bin TL)

Aksigorta A.Ş.							
Tahmini Gelir Tablosu	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gelir		1,650,887	1,850,763	2,074,839	2,326,045	2,607,664	
Yatırım Geliri		195,138	218,764	245,251	274,944	308,232	
Diğer Gelirler/Giderler		-13,758	-15,424	-17,291	-19,385	-21,732	
Gelir Toplamı		1,832,267	2,054,104	2,302,799	2,581,603	2,894,164	
Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gider		-1,577,940	-1,768,985	-1,983,160	-2,223,265	-2,492,441	
Yatırım Gideri		-77,955	-95,342	-105,732	-117,886	-146,618	
Gider Toplamı		-1,655,896	-1,864,327	-2,088,891	-2,341,151	-2,639,059	
Vergi Öncesi Kâr/Zarar		176,372	189,776	213,907	240,452	255,105	
(-) Vergi		-35,274	-37,955	-42,781	-48,090	-51,021	
Dönem Net Kârı		141,097	151,821	171,126	192,362	204,084	
Özsermaye (Özsermaye Kârlılığı Kullanılarak Hesaplanan)		705,486	759,106	855,629	961,809	1,020,421	
(-)Özsermayedeki Artış		-76,384	-53,620	-96,523	-106,180	-58,612	
							Terminal Value
FCFE		64,714	98,202	74,603	86,181	145,472	2,070,009
İndirgeme Oranı	%12						
İndirgenmiş Nakit Akımları		57,585	77,759	52,565	54,035	81,162	1,154,905
Özsermaye Değeri	1,478,011						

Toplam Hisse Sayısı (Bin Adet)	306,000
1 Hisse Senedi Değeri (TL)	4.83
Beta Katsayısı	0.27
Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%12

EK-10. (devam) Sigorta Firmaları Tahmini Gelir Tablosu, FCFE ve Hisse Değeri Hesaplama (Bin TL)

Avivasa							
Tahmini Gelir Tablosu	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gelir		589,448	667,663	756,256	856,605	970,269	
Yatırımların Geliri		76,989	87,204	98,776	111,882	126,728	
Diğer Gelirler/Giderler		6,486	7,346	8,321	9,425	10,676	
Gelir Toplamı		672,922	762,213	863,353	977,912	1,107,673	
Hayat Ve Hayat Dışı Teknik Gider		-548,776	-621,594	-704,075	-797,499	-903,321	
Yatırım Giderleri		-12,947	-11,849	-10,428	-14,231	-12,715	
Gider Toplamı		-561,724	-633,443	-714,502	-811,730	-916,036	
Vergi Öncesi Kâr/Zarar		111,199	128,770	148,850	166,182	191,637	
Vergi		-22,240	-25,754	-29,770	-33,236	-38,327	
Dönem Net Kârı		88,959	103,016	119,080	132,946	153,309	
Özsermaye (Özsermaye Kârlılığı Kullanılarak Hesaplanan)		344,258	398,657	460,824	514,481	593,286	
(-)Özsermayedeki Artış		-80,212	-54,399	-62,167	-53,657	-78,804	
							Terminal Value
FCFE		8,747	48,617	56,914	79,289	74,505	997,707
İndirgeme Oranı	%13						
İndirgenmiş Nakit Akımları		7,752	38,182	39,611	48,904	40,724	545,341
Özsermaye Değeri	720,513						

Toplam Hisse Sayısı (Bin Adet)	118,000,000
1 Hisse Senedi Değeri (TL)	6.11
Beta Katsayısı	0.33
Risk Primi	%7,7
Risksiz Faiz Oranı	%10,3
Özsermaye Maliyeti	%13

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı :Kuloğlu Eşref
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 15.05.1987- Konya
Medeni hali : Evli
Telefon : 05336206717
e-mail : esrefkuloglu42@gmail.com

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Doktora	Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü	Devam ediyor
Yüksek Lisans	Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü	2014
Lisans	İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi	2009
Lise	Meram Konya Süper Lisesi	2005

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2017- Halen	Bayburt Üniversitesi	Arş. Gör.
2011-2017	Gazi Üniversitesi	Arş. Gör.
2011-2011	Bayburt Üniversitesi	Arş. Gör.
2009-2011	Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi	Arş. Gör.

Yabancı Dil

İngilizce

Hobiler

Finans, Teknoloji, Bilim Kurgu, Uzay



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

