Turkish Studies *Economics, Finance, Politics*

Volume 14 Issue 4, 2019, p. 1441-1453
DOI: 10.29228/TurkishStudies.39480
ISSN: 2667-5625
Skopje/MACEDONIA-Ankara/TURKEY

INTERNATIONAL
BALKAN
UNIVERSITY

EXCELLENCE FOR THE FUTURE
IBU.EDU.MK

Research Article / Araştırma Makalesi

Article Info / Makale Bilgisi

✍ Received/Geliş: 26.10.2019

✓ Accepted/Kabul: 20.12.2019

📅 Report Dates/Rapor Tarihleri: Referee 1 (02.11.2019)-Referee 2 (04.11.2019)

This article was checked by iThenticate.

HOLDİNGLERİN YAPISI VE XUTUM (BORSA İSTANBUL ULUSAL TÛM) ENDEKSİ İLE XHOLD (BORSA İSTANBUL HOLDİNG VE YATIRIM) ENDEKSİ ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN ANALİZİ

*Eşref KULOĞLU**

ÖZ

Bu çalışmada holding firmaların Borsa İstanbul'da yer aldıkları XHOLD (Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi) ile XUTUM (Borsa İstanbul Ulusal Tüm Endeksi) arasındaki ilişki analiz edilmektedir. Çalışmada öncelikle holding kavramı ve türleri incelenmekte daha sonra holdinglerin Türkiye'de ve dünyada gelişimine değinilmektedir. Sonraki kısımda ise Borsa İstanbul hakkında genel birtakım bilgiler verildikten sonra XHOLD ve XUTUM endeksleri temel anlamda incelenmektedir.

Holding firmalar, literatürde ana amacı bağlı firmalarını yönetmek olan firmalar olarak tanımlanmaktadır. Bu yapıların bağlı firmaları ile aynı piyasada tekrar halka açılmaları ile piyasalarda bir anlamda mükerrer bir değer oluşmaktadır. Bu mükerrer değer nedeniyle piyasalarda bir şişme etkisi oluşmaktadır. Çalışmada ise holding firmaların piyasalarda oluşturdukları bu şişme etkisi, duplikasyon etkisi olarak ifade edilmektedir.

Holdinglerin piyasalarda ortaya çıkardıkları duplikasyon etkisinin ortaya konulması ana amacında olan çalışmada 2017 ve 2018 yılsonu piyasa verileri ile firmalar ve endeksler analiz edilmektedir. Veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu veri tabanından alınmıştır. Analiz yapılırken XHOLD endeksinde yer alan firmaların piyasa değerleri ile XUTUM endeksinde yer alan firmaların piyasa değerleri dikkate alınmıştır. Bu analize göre amacı bağlı firmalarını yönetmek olan, kendisi üretim ve ticaret yapmayan holding firmalardan kaynaklanan duplikasyonun parasal karşılığı 2017 ve 2018 yılları ortalaması için

Dr. Öğr. Üyesi, Bayburt Üniversitesi, E-posta: esrefkuloglu@bayburt.edu.tr.

yaklaşık 112 Milyar TL'dir. Bu tutarın oransal olarak karşılığı ise yaklaşık %16 olarak saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Holding Firmalar, Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi, Borsa İstanbul Tüm Endeksi, Duplikasyon Etkisi

ANALYSIS OF THE STRUCTURE OF THE HOLDING AND THE RELATIONSHIP BETWEEN XUTUM (BORSA ISTANBUL NATIONAL ALL SHARES) INDEX AND XHOLD (HOLDING AND INVESTMENT) INDEX

ABSTRACT

In this study, the relationship between XHOLD (Borsa Istanbul Holding and Investment Index) and XUTUM (Borsa Istanbul National All Shares Index) in which holding companies are located in Borsa Istanbul are analyzed. Working on the concept and types of holdings are primarily examined are then referred to the development in the holdings of Turkey and the world. In the next section, after giving some general information about Borsa İstanbul, XHOLD and XUTUM indices are analyzed in a basic sense.

Holding companies are defined in the literature as companies whose main purpose is to manage their affiliated companies. With the reopening of these structures in the same market with their affiliated companies, a repetitive value is formed in the markets in a sense. This creates a swelling effect in the markets due to the repeated value. In this study, this swelling effect created by holding companies in the markets is expressed as duplication effect.

The main purpose of the study is to determine the duplication effect of the holdings in the markets and analyze the 2017 and 2018 year-end market data and firms and indices. Data were taken from the Public Disclosure Platform database. In the analysis, the market values of the companies in the XHOLD index and the market values of the companies in the XUTUM index were taken into consideration. According to this analysis, the monetary value of the duplication arising from the holding companies whose purpose is to manage their affiliated companies and which do not engage in production and trade is approximately 112 Billion TL for the 2017 and 2018 average. The proportional equivalent of this amount was determined as 16%.

STRUCTURED ABSTRACT

Globalization, advances in technology, competitive pressure and the desire to increase cost control and the desire to merge or incorporate more than one company are parallel to each other. As a result of this process, the holdings that offer central management services started to take part in the business life.

Since the 1960s, holding companies in both national and international modern economic systems have grown considerably and

become the locomotive of the economy. Although these structures are important for both the private and public sectors, the rate of dissemination within the private sector is higher. The existence of these structures and the distribution of risk, tax facilities and increasing the value of the economic sense is important in the sense of management of production sales and marketing operations are also important in terms of business (Aydınlı, 1999: 3).

The concept of “holding” as a growing phenomenon since the 20th century has begun to play a very important role in the economy. In addition to reaching large dimensions in terms of capital management, large-scale holdings in the world have a high impact. To illustrate this effect, the annual revenues of the holdings can be compared with the gross domestic product of the countries. In such comparisons, there are holding structures that have a higher revenue than some countries produce in a year. An example of this is the Japanese Post Holdings, one of the largest holding companies. The total proceeds of the holding, which ranked 45th in the 2017 Fortune Global 500 list, totaled \$ 116 billion (fortune.com/global500/list/). With this firm's revenue, if it is put into its place in the Gross Domestic Product created by the World Bank for a moment, it is seen that Sudan, which is ranked 59th, will be the 60th largest economy under one step (data.worldbank.org/indicator/).

The main purpose of this study is to reveal the duplication effect of holding companies in Borsa İstanbul after the concept, types and historical development of the holding. For this purpose, the relations between the XHOLD Index and the XUTUM Index where the holding companies are located in Borsa İstanbul are presented.

In order to explain the duplication effect created by the holding companies in their markets, a hypothetical example is given below.

A, B and C companies, each of which is worth 1 Billion TL, are traded on a stock exchange. The stock exchange consists only of these three companies. The owners A, B and C of these companies transferred 99.99% of their companies to ABC Holding. Let the newly established holding company open to the stock exchange with a small share. In this case, a total of 4 companies are traded on the stock exchange together with the holding company. Total market value of 4 companies is 6 billion TL. If these 3 companies do not belong to a holding or are not traded on the stock exchange, the total value of the companies in the stock exchange will be 3 Billion TL. When a very small part of the holding, whose main purpose is to manage its affiliated companies, is opened to the stock market, a duplication of 2-fold occurs like this one.

In this study, which aims to reveal the duplication of holding companies whose sole purpose is to manage their subsidiaries, is aimed to reveal this effect for Borsa İstanbul. When the literature review was made, no studies were found to investigate such an effect.

The main purpose of the study is based on holding shares traded on Borsa İstanbul. Accordingly, the total value of firms in the XHOLD Index is approximately 123 billion TL as of the end of 2017 and 102 billion TL as of the end of 2018. Total value of companies in the XUTUM Index is approximately 880 billion TL at the end of 2017 and TL 794 billion at the end of 2018. According to these data, we can find the duplication

effect by dividing the value of the holdings in the relevant year by the total value of the stock exchange. Accordingly, the duplication effect created by holding companies in the XHOLD index in BIST is approximately 16%. According to these data, approximately 16% of Borsa İstanbul's total value stems from the duplication effect of holding structures established to manage only its subsidiaries that are not engaged in any production activities. The monetary equivalent of this amount is approximately 113 Billion TL.

No studies have been found in the literature on the duplication effect of holding companies in stock exchanges. In this sense, this study is expected to attract the attention of researchers by shedding light on this subject.

Keywords: Holding Companies, Borsa İstanbul Holding and Investment Index, Duplication Effect

Giriş

Globalleşme, teknolojiye gelişmeler, rekabet baskısı ve maliyet kontrolünü artırma isteği ile birden fazla firma ile birleşme ya da bunları bünyelerine katma isteği ile holdingleşme süreci birbirine paraleldir. Bu süreçle birlikte merkezi yönetim hizmetleri sunan holdingler ticaret hayatında yer almaya başlamışlardır.

1960'lı yıllardan günümüze kadar hem ulusal hem de uluslararası modern ekonomik sistemlerde yer alan holding firmalar oldukça büyümüşler ve ekonomilerin lokomotifine haline gelmişlerdir. Bu yapılar hem özel sektör hem de kamu sektörü için de önemli olsa da özel sektör içinde yaygınlaşma hızı daha yüksek olmaktadır. Bu yapıların varlığı ile riskin dağıtılması, vergi kolaylıkları ve değerin artırılması ekonomik anlamda önemliyen üretim satış ve pazarlama işlemlerinin ele alınması da işletmecilik anlamında önemlidir (Aydınlı, 1999:3).

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 karşılaştırılabilir. 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 verilebilir. 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/).

Çalışmada holding kavramı, türleri ve tarihi gelişimine değinildikten sonra Borsa İstanbul'da holdinglerin oluşturduğu duplikasyon etkisini ortaya koymak ana amaçtır. Bunun için Borsa İstanbul'da holdinglerin yer aldığı XHOLD endeksi ile XUTUM Endeksi arasındaki ilişkiler ortaya konulmaktadır.

1. Holding Kavramı ve Türleri

1.1. 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) holding ifadesini “Ana Ortaklık” olarak tanımlanmaktadır.

Holding için “şirketlerin şirketi” de denilmektedir. Holding firmaların en belirgin özelliği, diğer firmaların hisse senetlerine sahip olarak ile bir üst kuruluş olmasıdır. Bu birlikteliğe rağmen, hem çatı firma (holding) hem de bağlı firmalar tüzel kişiliklerini devam ettirmektedir. Bağlı firmalar holding firmanın yönetim ve kontrolü altındadırlar (İpekçi, 2000:4).

Holding firmaların amacı iştirak ettiği firmanın yönetiminde etkin olmaktır. Bu anlamda bu oran en az %51 olmalıdır. Diğer yandan bu oran holding firma sayılmanın mutlak bir koşulu olmamaktadır. İştirak edilen bağlı firmanın payları geniş bir halk tabakası tarafından elde tutuluyorsa, holdingin düşük oranda bir payla dahi bu bağlı firmayı kontrol edebilir (Otlu, 1999:103).

Holdinglerin tanımlanmasında yer alacak unsurlar anlamında literatürde bir takım farklı görüşler bulunmaktadır. Sıklıkla kullanılan bir holding tanımının; “Bir firmanın başka firma ya da firmaların sermayesine iştirak etmesidir” olduğu görülmektedir. Uygulamacıların gözünden “Bankalar” da geniş iştirak portföyleri kurmakta ve bir çeşit holding hizmeti görmektedirler. Diğer yandan denetim unsurunun tanıma konulması ile iştirakte bulunan fakat denetlenmeyen firmaların yer alması ile bankaların holding gibi görünmesi engellenmektedir. Denetim ölçüsü sayesinde bankaların yanında bazı kamu kurumlarının da iştirakleri olmasına rağmen holding olmadıkları söylenebilmektedir (İldır, 2003:218).

“Başka firmaların hisse senetlerine sahip olan her firmanın holding” olduğu şeklindeki bir tanım; holdingi, yatırım ortaklığından farklılaştırmaktadır. Yatırım ortaklıklarının yatırım portföyü oluşturma yoluyla riski azaltma ve getiriye artırma amacı vardır. Bu sebeple yatırım ortaklıkları, daha çok kendi portföylerine uygun hisse senedine yatırım yapmak istemektedir. Amaçları ilgili firmayı yönetmek olmadığı için de bekledikleri getiriye elde ettiklerinde hisseyi elden çıkarmaktadır. Buna rağmen holdingleşmede ise hisse senedi alınan firmanın yönetimi kontrol edilmektedir (Akgüç, 1998:933-934, Okka,2009:896).

Holdinglerin tanımı ortaya konulduktan sonra holdingleşmenin nedenleri ve faydaları şu şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998:933-941, Okka, 2009:593-594):

- Holdingleşme ile küçük sermaye ile büyük tutarlı sermaye kontrolü altına alınabilmektedir.
- Holdingleşme ile kaldıraç etkisi kullanılmakta ve holdingin karı normalden fazla olabilmektedir.
- Holding firma birden çok firmayı kontrol ederek birden çok sektöre girmiş olmaktadır. Böylece işletme ve finansal risk, portföy etkisi ile dağıtılmakta ve azaltılmaktadır.
- Holdinge bağlı firmaların verimliliklerinin kontrolü, yardımlaşmaları ve birbirleriyle etkileşimleriyle bu firmaların hayatta kalmaları, karlarının artması ve büyümelerinin sürekli olması sağlanmaktadır.
- Holdingin tek bir yönetimi olması ile yatırımların birbirleriyle koordineli olmasını sağlar. Böylece verimsiz ve gereksiz yatırımların yapılmasını engellenmektedir.
- Holding sistemi içerisinde yer alan firmaların finans kuruluşlarından alacakları krediler için verilecek teminat daha kolay verilmekte ve bu sayede kaynak maliyeti düşürülmektedir.

Hukukun ekonomik hayatı düzenleyen bölümleri ekonomik hayata göre gelişmekte ve değişmektedir. Özellikle Ticaret ve İş Hukuku alanlarında bu durum gözükmemektedir. Bu değişme ve gelişmelerin en önemlilerinden birisi de işletmelerin bütünleşmeleridir. Kişisel ya da kolektif talebin artması, eğitim düzeyinin yükselmesi ile emeğin üretim gücünün artması ve teknolojiye son yıllarda baş döndürücü gelişmeler nedeniyle işletmelerin yapılarında da gelişme ve değişimler

görülmektedir. Büyük çapta işletmeler riski dağıtmak, finansman maliyetlerini ve işgücü maliyetlerini düşürmek amacıyla mevcut olan firmaları bünyelerine katmak ya da onlarla işbirliği yoluna gitmektedir. Bu tarz birlikteliklerin en göze çarpanı holding yapılarıdır (Aydınlı, 1999:4).

1.2. Holding Türleri

Holding firmaları sınıflandırırken bazı ölçütler kullanılır. Bu ölçütlerden birisi holdinglerin bağlı firmalarına sağladıkları hizmet anlamındadır. Bir holding bağlı firmalarına temel anlamda mali hizmet sağlarsa “mali holding firması”, yönetim hizmeti sağlarsa “yönetim holding firması” olarak adlandırılmaktadır. Holding firmaları sınıflandırmada başka bir ölçüt, holding firmaların piramit sistemi içerisindeki yerleridir. Örnek olarak, üretim yapan firmalarda ve demiryolları sektöründeki firmalarda basit bir piramit sistemi vardır. Bu basitlik, holding firmanın direkt olarak bağlı firmalarını kontrol etmesi şeklindedir. Diğer yandan kamu hizmeti gören holding firmalarda ise karmaşık bir holdingleşme sistemi mevcuttur (İldır, 2003:218).

Holdingler başka şekillerde de tanımlanabilir. 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 (Kuloğlu, 2019:11).

Diğer yandan holdingler sermayeleri yönünden saf ve karma holding olarak sınıflandırılabilir. Buna göre holdingin sermayesinin diğer firmaların hisse senetlerinin alımına yatırılması ile saf holding meydana gelmektedir. (Çevik, 2002:1126). Bu tür holdingler başka bir faaliyet yapmamakta sadece bağlı firmalarını yönetmektedirler. Karma holding türünde ise holding firma hem kendi adına üretim yapmakta hem de başka firmaların sermayelerine katılmaktadır (Kuloğlu, 2019:11).

Bir başka holding türü sınıflandırması olarak holding firmaların amaç ve konuları yönünden yatay ve dikey holdinglerden bahsedilebilir. Buna göre farklı faaliyet alanlarında yer alan firmaları bünyesine alan holdinglere yatay holding denilmektedir (Otlı,1999:104). Dikey holding ise tek bir alanda faaliyet göstermektedir. Bu alan için hammadde ve ara mamulü tedarigi, üretim ve pazarlama faaliyetleri için holdinge bağlı firmalar kurulmakta ya da hisse senetlerine sahip olunmaktadır (İpekçi, 2000:26). Bir diğer tanımda dikey holding bir üretim dalının değişik bölümlerinde yer alan firmaların sermayelerine, yönetim ve denetim olanağı veren oranda sahip olan firmalardır (Karataş Durmuş, 2015:73).

2. Holdingin Dünya’da ve Türkiye’de Tarihi Gelişimi

Holdinglerin tarihi gelişimi ekonomik gelişmeler ve Ticaret Hukukunun gelişimi ile direkt alakalıdır. 19. yüzyılın ikinci yarısı ve 20. yüzyılın ilk yarısında oluşan ve gelişen Klasik Ticaret Hukuku ile özellikle anonim şirketler ön plana çıkmaya başlamışlardır. Daha sonra sermaye piyasalarının gelişimi ile halka açık yapılar haline gelmişlerdir. Bu sebeplerle de firmalar bütünleşme içine girerek ana firma(holding) altında bağlı firmaları oluşturmuşlardır. Bu durum ulusal sınırların da ötesine geçerek aynı zamanda uluslararası firmaları da doğurmuştur. Bu sayede bu firmalar ulusal sınırların dışında uluslararası ekonomi anlamında da hizmet ve mal üretmişler ve etkinliklerini artırmışlardır (Aydınlı, 1999:5).

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

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

2.1. Dünyada Holdingler

Holdingler dünya ekonomisi içinde 1800'lü yıllarda tröstleşme ve kartelleşme ile birlikte ilk defa ortaya çıkmışlardır. Holdingler örgüt ve ekonomik yapı olarak ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır. Hemen hemen tüm ülke düzenlemelerinde ortak yapı olan holdingler, bir çatı firmanın (parent company) birden çok bağlı firmanın (subsidiaries) yönetimine etkin bir şekilde iştirak etmesidir (Alpay, 1987:2).

Holding firma tipinde oluşumlar 19. yüzyılda Amerika'da demiryolu firmalarının birleşmesi ile görülmeye başlamıştır. 1832'de Maryland eyaletinin, "Baltimore and Ohio Railroad" adlı firmanın "Washington Branch Road" nin hisse senetlerinin bir kısmını almasına izin vermesi ilk örneklerden sayılabilir. (İldır, 2003:219).

Holdingler 20. yüzyılın ilk yarısında Amerika, Almanya, Fransa, İngiltere, Japonya ve Belçika'da büyük bir gelişim kaydederek sermaye piyasalarında büyük bir hâkimiyet kurmaya başlamışlardır (Daems, 1978).

Amerika'da 1900'lü yıllarda holding tarzı yapılar ortaya çıkmaya başlamıştır. 1920'li yıllar boyunca, Dupont ve General Motors firmaları farklı sektörlerdeki bağlı firmalardan oluşan holdingleşmenin yapı taşlarını meydana getirmişlerdir. 1950 yılında Celler-Kefauver yasası ile aynı sektörde yatay ve dikey büyüme anlamında rekabete zarar verebilecek satın almalar yasaklanmıştır. Bu nedenle firmalar farklı sektörlerde satın almalara odaklanmaya başlamışlardır. Böylece 1960'ların sonundan ve 1980'li yılların başına kadar holding yapıların hızlıca gelişmiştir. 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 listesinde yer alan firmaların %75'inden fazlası birden daha fazla sektörde yer almaktaydı (Davis, Diekmann, 1994:547).

Holding firmaların 1980'li yılların sonundan itibaren önemi azalsa da etkisi halen devam etmektedir. Toplam hasılatları anlamında dünyanın en büyük firmalarının listelendiği Fortune 500'da holding firmalar 2017 yılı sonu itibarıyla 33 tanedir. Bu firmaların ünvanlarında "Holding" ya da "Holdings" takısı alması ile holdingler bu listeden seçilebilmektedir. General Electric firması gibi ünvanında bu takıların olmadığı fakat bazı kaynaklarca holding sayılan firmaların ayrıştırılması burada yapılmamaktadır. Diğer yandan "Banka Holding Firması" olarak nitelenen "HSBC Holdings" gibi firmalar bu kapsam dışında tutulmaktadır. Bu kıstaslara göre Fortune 500 listesindeki en büyük 10 holding firma şöyledir:

Tablo 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/>, 29.04.2019 tarihinde alınmıştır.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi holding firmalar hasılat büyüklükleri olarak dünya ekonomisi içerisinde önemli bir konumdadırlar. Türkiye’den sıralamaya giren tek Türk firması Koç Holding’tir. Bu listeye 435. sıradan giren Koç Holding’in hasılatı 27,108 milyon \$’dır.

2.2. Türkiye’de Holdingler

20. Yüzyılın ikinci yarısından itibaren Türkiye’de iş yaşamında görülmeye başlanan holdinglerin önemi giderek artmaktadır. Türkiye’de 1950’lerde çok az kişinin bildiği ve çok az kullanılan holding sözcüğü özellikle 1960’lı yıllardan itibaren holding sayısının artmasıyla beraber daha bilinir hale gelmiştir. Aslında holding yapıları Türkiye’de 1950’lere kadar olan dönemde de farklı biçim ve isim altında görülmekteydiler. Buna bir örnek olabilecek Sümerbank, farklı sektörlerde faaliyet göstermekte ve nitelik olarak bir holdingi andırmaktaydı (İlдіr, 2003:217).

Holdingleşme Türkiye’de oldukça yaygın olmakla birlikte Batı ülkelerinde bu kadar yaygın değildir. Bunun sebebi olarak holdingleşmenin Türkiye’de bir güç gösterisi ve yatırımcı açısından da holding firmalara yatırımın güvenilirdir (Akgüç, 1998). Türkiye’de 1974 yılında başlayan halka açılma, ileri sanayi ülkelerinin aksine en tepedeki holdinglerde başlamıştır. Bunda holding yapılarının maddi anlamda devamlı bir yatırımları olmasa bile en değerli ortaklık olduğu inancı etkilidir. Bu inancın yöneticiler, pazarlamacılar ve halkta yaygın olması ile halka açılmalarda holdingler ilk sırada yer almışlardır (Tekinalp, 2015:618).

Türkiye’de özel hukuk alanında holdinglere ilişkin ayrı bir hukuki düzenleme yoktur. Bununla birlikte 6762 sayılı eski Türk Ticaret Kanunu’nda holding ifadesi bulunmakta ve buna ilişkin düzenlemeler yer almaktaydı. Bu kanunda “...gayesi esas itibariyle başka şirketlere katılmaktan ibaret olan holding şirket...” denilerek holdinge değinilmekteydi.

Holdinglere ilişkin, 1965 yılında Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nda çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu kanun esas alınarak Prof. Sanders “Avrupa Anonim Şirketler Statüsü Tüzük Önerisi” adlı bir çalışma yapmıştır. 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. 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.

Holding ifadesi 6102 sayılı yeni Türk 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 şirketler topluluğuna ilişkin çeşitli hükümler de bulunmaktadır. Diğer yandan Ticaret Kanunu, Türkiye Muhasebe Standartlarının şirketler topluluğunun tabloları (konsolide tablolar) için düzenlediği standartları dışarıda bırakmaktadır. Şirketler Topluluğuna ilişkin bu düzenlemeyi çıkararak Türkiye; Almanya, Avusturya, Brezilya, İtalya, İsveç ve Portekiz gibi Toplulukları yasallaştıran ülkeler arasına girmiştir (Tekinalp, 2015:603).

Diğer şirket türlerinden birisinden kurulmasına kanuni olarak bir engel olmasa da holdingler genel olarak anonim şirket türünde kurulmaktadır. Topladıkları sermayeyi kendisinin kurduğu ya da daha önceden kurulmuş olan firmaların paylarına yatırmak suretiyle bu firmaların yönetimine iştirak etmektedirler. Bu açıdan holdingleşme bir şirket türünden öte bir işletmecilik türü olarak görülebilmektedir. Modern işletmecilik anlamında firmalar diğer işletme veya işletme gruplarına ortak olmaktadır. Buna bir örnek olarak İngiltere’de yapılan bir araştırmada işletmelerin büyük çoğunluğunun başka işletmelere ortak olduğu ortaya çıkarılmıştır (Otlı, 1999:102-103).

Bu firma yapılarında ana şirketin (holding) hâkimiyeti altında bulunan bağlı firmalar hukuken bağımsız olsa da fiilen ve iktisaden bir bütündürler. Holdinglerin genellikle anonim şirket olarak kurulmasının başka bir sebebi ise holdingin yapısı ve faaliyet konusunun birbirine bağlı olması ve Vergi ve Ticaret Hukuku’nun sağladığı avantajlardan yararlanmak istemesidir (Aydınlı, 1999:5).

Holdingler ve şirketler toplulukları aynı hukuki yapı olarak algılsalar da iki farklı iki kurumdur. Holdingin amacı başka firmalara iştirak etmek olmak olup şirketler topluluğu için bu şekilde bir amaç zorunlu değildir. Diğer yandan holdingler için kanuni olarak anonim şirket olarak kurulmaları zorunlu değilken Gümrük ve Ticaret Bakanlığı uygulamasında sadece anonim şirket şeklinde kuruluşların holding olmasına izin verilmektedir. Şirketler topluluklarında ise hâkimiyeti elinde bulunduran herhangi bir firma olabileceği gibi bir gerçek kişi de olabilmektedir (Durmuş, 2015:73).

6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu’nda ilk defa hâkim firma- bağlı firma kavramlarına yer verilmiş olup, eski Türk Ticaret Kanunu’nda yer alan her firmanın kendi kararlarını alırken bağımsız hareket edeceği anlayışı terkedilmiştir. Bu anlamda hâkimiyet ilişkisi şirketler topluluğunun oluşumu ve belirlenmesinde temel alınan bir ölçüt haline gelmiştir (Durmuş, 2015:74).

3. Holding Firmaların Bist İçindeki Yeri ve Xhold Endeksi

Holding firmalar ve bu firmaların bağlı firmaları incelendiğinde, bu yapıların ekonomik boyutlarının ve etkilerinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu anlamda bu kısımda holding firmaların Borsa İstanbul (BİST) içindeki yeri, holding firmaların içinde yer aldığı Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi bu kısımda incelenmektedir.

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. Bunu ortaya koyabilmek için öncelikle Borsa İstanbul hakkında temel bazı bilgiler verilmektedir. 2018 yılı Borsa İstanbul’un toplam piyasa değeri 2018 yılı sonu itibariyle yaklaşık 794 milyar TL’dir.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) web sitesinde sektörler başlığı altında holding ve yatırım firmalarının sayısı 47’dir. Bunlara ilişkin veriler düzenlendiğinde, 27.03.2019 tarihi itibariyle 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.

Buna göre 30 tane Holding ve Yatırım sektöründen firma ile Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarından 5 tane firma XHOLD kodlu Holding ve Yatırım Endeksi’ni oluşturmaktadır.

XHOLD endeksinin 2018 yılsonu itibariyle hesaplanan toplam değeri yaklaşık 102.6 Milyar TL olup yaklaşık 794 Milyar TL olan XUTUM kodlu BIST Ulusal Tüm Endeksi’nin %13’üne yakınına oluşturmaktadır.

XHOLD Endeksini oluşturan 35 adet firmanın 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihlerindeki değerleri aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 2: XHOLD Endeksi Firmaları Belirli Tarihlerdeki Piyasa Değerleri (Milyon TL.)

Firma Adı	31.12.2017	31.12.2018
Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.	5,745	2,494
Alarko Holding A.Ş.	1,527	900
Bera Holding A.Ş.	1,059	704
Boyner Perakende Ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	2,881	2,591
Borusan Yatırım Ve Pazarlama A.Ş.	1,565	1,106
Denge Yatırım Holding A.Ş.	95	58
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	2,277	2,669
Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai Ve Fin. Yat. A.Ş.	2,864	1,871
Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı A.Ş.	1,053	756
Euro Yatırım Holding A.Ş.	37	38
Güler Yatırım Holding A.Ş.	41	32
Global Yatırım Holding A.Ş.	1,212	974
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ort. A.Ş.	2,179	1,028
Gsd Holding A.Ş.	324	360
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ort. A.Ş.	127	74
Işıklar Enerji Ve Yapı Holding A.Ş.	217	457
İhlas Holding A.Ş.	419	253
İhlas Yayın Holding A.Ş.	102	66
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	91	81
İttifak Holding A.Ş.	140	186
Koç Holding A.Ş.	45,874	36,010
Marka Yatırım Holding A.Ş.	35	13
Metro Ticari Ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	297	228
Net Holding A.Ş.	1,246	1,105
Ostim Endüstriyel Yatırımlar Ve İşletme A.Ş.	88	58
Polisan Holding A.Ş.	3,197	2,313
Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	47	27
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	22,036	15,344
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	10,238	12,758
Tav Havalimanları Holding A.Ş.	7,796	8,690
Tekfen Holding A.Ş.	6,061	7,666
Turcas Petrol A.Ş.	642	360
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ort.	123	172
Verusa Holding A.Ş.	1,604	1,162
Toplam	123,237	102,604

Tabloda görülebileceği gibi 31.12.2017’de yaklaşık 123.2 Milyar TL. olan değer, 31.12.2018 itibarıyla yaklaşık 102.6 Milyar TL’ye düşmüştür. Buna göre yaklaşık %20’lik bir değer kaybı ortaya çıkmıştır. Yine 2017 yıl sonu XHOLD Endeksi değeri 92.606 iken, 2018 yıl sonunda 77.652 değerine düşmüştür. Aradaki fark %19 olarak piyasa değerlerine göre belirlenen fark ile neredeyse örtüşmektedir

Temel endeks kabul edilen BİST-100 Endeksi 2017 yılsonunda 115.333 olan değerinden 2018 yılsonunda 91.270 değerine düşmüştür. BİST-100’ün aynı dönemdeki değer düşüşü yaklaşık %26’dır. Yine XUTUM Endeksi için 2017 yılsonu endeks değeri 116,504 iken 2018 yılında 92,906 değerine düşerek yaklaşık %25’lik bir değer kaybına uğramıştır.

Bu anlamda bu değerler karşılaştırıldığında XHOLD Endeksi; temel endeks BİST-100 ve BİST Tüm Endeksine göre daha yüksek bir performans ortaya koymaktadır.

XHOLD endeksindeki firmalara ilişkin piyasa değerlerine göre XHOLD endeksi içindeki oranları aşağıdaki tablodadır.

Tablo 3: XHOLD Endeksi En Büyük 10 Firmanın 31.12.2018 Piyasa Değerlerine Göre XHOLD İçindeki Oranı

Firma Adı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	XHOLD İçindeki Oranı (%)
Koç Holding A.Ş.	36,010	0.35
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	15,344	0.15
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	12,758	0.12
Tav Havalimanları Holding A.Ş.	8,690	0.08
Tekfen Holding A.Ş.	7,666	0.07
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	2,669	0.03
Boyner Perakende Ve Tekstil Yat. A.Ş.	2,591	0.03
Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.	2,494	0.02
Polisan Holding A.Ş.	2,313	0.02
Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai Ve Fin. Yat. A.Ş.	1,871	0.02

Tabloda görülebileceği gibi en büyük 10 holding toplam endeksin %89'unu temsil etmektedir. En büyük 5 holding firma ise endeksin %77'lik kısmını oluşturmaktadır. Türkiye ve dünyada etkisi oldukça yüksek olan ve Fortune 500 listesine girebilen tek Türk firması Koç Holding tek başına endeksin yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır.

4. Holding Firmaların Bist'de Yarattığı Duplikasyon Etkisi

Holding firmaların bulundukları piyasalarda yarattıkları duplikasyon etkisini açıklayabilmek için varsayımsal bir örnek üzerinden bir kurgu aşağıda verilmektedir.

Bir borsada her birisinin değeri 1'er Milyar TL olan A, B ve C firmaları işlem görmektedir. Borsa sadece bu üç firmadan oluşmakta olup bu firmaların sahipleri olan A, B ve C kişileri firmalarının %99.99'unu ABC Holding'e devretmiştir. Yeni kurulan holding firması da küçük bir payla borsaya açılmış olsun. Bu durumda holding firması ile birlikte borsada toplam 4 firma işlem görmektedir. Toplam 4 firmanın piyasa değeri toplamı 6 Milyar TL olmaktadır.

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 açılınca buradaki gibi 2 katlık bir duplikasyon oluşmaktadır.

Tek amaçları bağlı firmalarını yönetmek olan holdinglerin piyasalarda işlem görmesi ile oluşan duplikasyonun ortaya çıkarılmasının amaçlandığı bu çalışmada Borsa İstanbul için bu etki ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Literatür taraması yapıldığında bu tarz bir etkinin incelendiği herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır.

Buna göre XHOLD endeksinde yer alan firmaların, toplam Borsa İstanbul Tüm Endeksi (XUTUM) değeri ile ilişkisi ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Buna ilişkin tablo şu şekildedir:

Tablo 4: XHOLD endeksi ve BİST TÜM endeksi arasındaki ilişkiler

Tarih	31.12.2017	31.12.2018
XHOLD Endeksindeki Firmaların Toplam Değeri (Milyon TL)	123,237	102,603
XUTUM Endeksindeki Firmaların Toplam Değeri (Milyon TL)	880,240	794,823
XUTUM /(XUTUM-XHOLD)	1.16	1.15
Duplikasyon Etkisi	%16	%15
Ortalama Duplikasyon Etkisi	% 16	
BİST-TÜM’de Ortalama Duplikasyon Değeri (Tüm Holdingler) (Milyon TL)	112,920	

Tabloya göre XHOLD endeksindeki holding firmaların BİST’de yarattığı duplikasyon etkisi yaklaşık %16’dır. 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 113 Milyar TL’dir.

5. 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 %13,54’tür.

Holding firmaların piyasalarda oluşturdukları duplikasyon etkisi ile piyasalarda bir şişmenin olabileceğini araştırmak için yapılan çalışmada XHOLD endeksinde yer alan firmaların piyasa değerleri ile XUTUM endeksinde yer alan firmaların piyasa değerleri analiz edilmiştir. Bu analize göre Borsa İstanbul’un yaklaşık %16’sı sadece bağlı firma yöneten fakat üretim ve ticaret yapmayan holding firmalardan kaynaklanmaktadır.

Borsalarda yer alan holding firmaların oluşturdukları duplikasyon etkisine ilişkin herhangi bir çalışmaya literatürde rastlanılmamıştır. Bu anlamda bu çalışmanın bu konuya bir ışık tutarak araştırmacıların dikkatini çekmesi beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Alpay, G. (1987). Holding Yönetimine Gelince.... İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.
- Aydınlı, İ. (1999). Üst Kuruluş İşletmelerinde İşyeri ve İşletme Kavramları Bakımından İş Hukukunda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması Teorisinin Görünümü. Çimento İşveren, C, 13.

- BIST Pay Endeksleri Temel Kuralları, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-pay-endeksleri-temel-kurallari-haziran-2018.pdf?sfvrsn=4>, 12.02.2019.
- Borsa İstanbul Entegre Faaliyet Raporu (2017), <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2017-entegre-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=10>, 12.01.2019.
- Borsa İstanbul Pay Piyasası Pazarları, <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi>, 12.01.2019.
- 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.
- Davis, G. F., Diekmann, K. A., & 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.
- Durmuş, N. K. Ticaret Kanunu Kapsamındaki Şirket Toplulukları ve Bunların Vergi Hukuku Karşısındaki Durumları. Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, 1(2), 71-84.
- Fortune 500 Global Listesi, <http://fortune.com/global500/>, 29.02.2019.
- https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?view=map&year_high_desc=true adresinden 14.12.2018 tarihinde alınmıştır.
- http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5c18086b768031.55459926, 03.02.2019.
- <http://www.bloomberght.com/borsa/endeks/bist-holding-ve-yatirim>, 27.02.2019.
- Ildır, A. (2003). Şirketler Muhasebesi. İstanbul: Pradigma Akademi.
- İpekçi, N. (2000). Holding Şirketler. İstanbul: İpekçi Yayıncılık.
- Karataş Durmuş, N. (2015). Ticaret Kanunu Kapsamındaki Şirket Toplulukları Ve Bunların Vergi Hukuku Karşısındaki Durumları.
- <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>, 27.03.2019.
- Kuloğlu, E. (2019). Holding Firmaların Değer Tespiti ve Borsa İstanbul (BİST) Uygulaması. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayımlanmamış Doktora Tezi, 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.
- Otlı, F. (1999). Holding Şirketlerde Mali Tabloların Konsolidasyonu. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 13(1).
- Tekinalp, Ü. (2015). Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku. İstanbul: Vedat Kitapçılık.