

Holding Hissesi, Riski Azaltmada İyi Bir Seçenek mi? İMKB’de İşlem Gören Holding Hisseleri Üzerine Bir Uygulama

Özet

Mehmet SARAÇ¹
M. Burak KAHYAOĞLU²

Türkiye’de, Holding şirketlerin hisse senetleri, özellikle 1990’lardan itibaren önemli bir yatırım aracı haline gelmiştir. Holding firmaların en önemli avantajı, değişik sektördeki firmalara iştirak ederek çeşitlendirme yapmaları ve bu yolla riski düşürebilmeleridir. Bu çalışmanın amacı, holding şirket hisse senetlerine yatırım yapmanın, değişik sektördeki firma hisselerinden bir portföy oluşturmak kadar riski düşürüp düşürmediğini ortaya çıkarmaktır. Bu kapsamda İMKB’de 2003-2007 yılları arasında işlem gören holding hisse senetlerinin performansı ile bu holdinglerin iştiraklerinin sektörel dağılımına göre oluşturulduğu varsayılan portföylerin performansı karşılaştırılmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda, holding hisselerindeki riskin, oluşturulan portföylerin riskinden ciddi oranda yüksek olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Holding, hisse senedi, çeşitlendirme, risk

Is Conglomerate Stock is a Better Option for Risk Reduction? An Empirical Study on Conglomerate Stocks Traded in Istanbul Stock Exchange

Abstract

Conglomerate firms’ stocks have become a considerable tool for investors in Turkey especially after 1990s. The most important advantage of the conglomerate firms is their ability to reduce the risk through diversification by investing in the various industries. The aim of this paper is to find out whether investing in conglomerate stock would provide as low risk as portfolios formed by investors on their own. In the study the conglomerate stock performances in Istanbul Stock Exchange between the years 2003-2007 are compared with performances of hypothetical portfolios formed with the same industrial composition of these conglomerates. The findings show that the conglomerate stock risk is significantly higher than that of hypothetical portfolios.

Keywords: Conglomerate, stock, diversification, risk

¹ Yrd. Doç.Dr, Sakarya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, msarac@sakarya.edu.tr

² Öğr. Gör., Düzce Üniversitesi, Çilimli MYO, mbkahyaoglu@hotmail.com

Giriş

Türkiye’de özellikle ekonomik liberalizasyonun başladığı 1980’lerden sayı ve ekonomik hacim olarak ağırlığı artan holdingler, aynı zamanda günümüzde ticaretin küreselleşmesi ve buna paralel olarak gelişen finansal sistem içerisinde önemli bir yatırım aracı halinde gelmiştir. Holdingler, aynı sektörde faaliyet gösteren farklı firmalara ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalara iştirak ederek çeşitlendirme yapmaktadır. Böylelikle yatırım kararında rol oynayan iki temel değişkenden riski düşürmeyi amaçlamaktadır. Aynı zamanda holdingler, sinerji ve kaldıraç avantajını kullanarak getirilerini artırabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, yatırımcılar açısından holding hisse senedine yatırım yapmanın, bir portföyün sağlayacağı çeşitlendirme yolu ile risk minimizasyonu ve yüksek getiri avantajı sağlayıp sağlamadığını araştırmaktır. Bu bağlamda, öncelikle risk, getiri portföy ve holding kavramları kısaca açıklanmıştır. Daha sonra İMKB’de 2003-2007 yılları arasında işlem gören holding hisse senetlerinin performansı ile bu holdinglerin iştiraklerinin sektörel dağılımına göre oluşturulmuş portföylerinin performansı karşılaştırılmıştır.

Risk, Getiri ve Portföy Kuramı

Yatırım kararını belirleyen en önemli iki değişken yatırımın riski ve yatırımın getirisidir. Yatırımcılar, aynı risk düzeyine sahip yatırımlardan yüksek getiriye sahip olanı veya aynı getiriye sahip olan yatırımlardan düşük riskli olanı seçerler. Burada getiri, yatırıma tahsis edilen kaynakların karşılığında elde edilen değeri gösterirken, risk de bu durumun gerçekleşme olasılığını göstermektedir. Optimum bir yatırımda, getiri oranının maksimum, risk oranının ise minimum olması arzulanan bir durumdur (Ercan ve Ban;2005:177).

Riskler kontrol edilebilirlikleri açısından ikiye ayrılır:

- Sistematik Risk (Pazar Riski)
- Sistematik Olmayan Risk (Firma Riski)

Sistematik risk, tüm ekonomiyi ilgilendiren ve işletme yönetiminin veya portföy sahiplerinin portföy çeşitlendirmesi yoluyla kaçınamayacakları

risklerdir. Sistematik risk, genel ekonomik, politik veya firma dışı herhangi bir nedenden kaynaklanabilir. Sistematik riskin başlıca nedenleri şunlardır (Karan;2004:157):

- Faiz oranlarındaki değişimler,
- Enflasyon oranındaki değişimler,
- Devalüasyon,
- Savaş hali,
- Ekonomik durgunluk,
- Politik olaylar,
- Genel ekonomiyi ilgilendiren diğer olaylar

Sistematik olmayan risk, firmanın kendisinden kaynaklanır ve yine firma tarafından kontrol edilebilir. En önemli özelliği portföy çeşitlendirmesi yoluyla yok edilebilmesidir. Başlıca sistematik olmayan riskler (Karan;2004:157):

- Firmayla ilgili yasal problemler
- Başarılı ya da başarısız pazarlama kampanyaları
- Önemli ihaleleri almak veya kaybetmek
- Yönetim değişiklikleri
- Firmanın geliştirdiği teknolojilerin başarısı
- Firmaya özel diğer konulardır.

Bu bağlamda portföy, yatırımcılar açısından riski azaltmak ve katlanılan riske göre maksimum getiriye sağlayan bir araç olmaktadır. Portföy; belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların, sahip olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan ve kendine öz ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır (Demirtaş ve Güngör;2004:103). Bir başka deyişle portföy bir yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlerin toplamıdır. Menkul kıymetler açısından ise portföy, menkul kıymetlerden oluşan bir topluluğu ifade eder. Portföy teorisine göre yatırımcılar, genelde tek bir menkul kıymete yatırım yapmazlar ve tasarruflarını çeşitli menkul kıymetler arasında dağıtırlar. Portföy oluşturmanın gerekçesi, çok bilinen metaforla ifade etmek gerekirse “yumurtaların aynı sepete konulmamasıdır.”

Geleneksel portföy yaklaşımında, sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarının arttırılması yoluyla riskin düşürülebileceği öngörülmektedir. “Basit çeşitlendirme” de denilen bu yaklaşımın temel amacı portföydeki varlık sayısını olabildiğince arttırmaktır (Ercan ve Ban, 2005:189). Oysa bilhassa Markowitz’in çalışmalarıyla geliştirilen modern portföy kuramına göre sadece varlık çeşitlendirmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı, portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de riskin azaltılması yönünden önemli olduğu öne sürülmektedir (Tunay, 2005:94). Markowitz’in ve Sharpe’nin çalışmalarıyla etkin portföyler oluşturulabileceği ispatlanmıştır.

Bu çalışma kapsamında oluşturulan portföyler, İMKB’de işlem gören holdinglerin iştiraklerinin dağılımına göre belirlenmiştir. Bir başka deyişe bu çalışma, etkin portföy kuramını test etmekten çok, şirketin büyüme stratejisinin bir sonucu olan çeşitlendirme ile bireysel yatırımcının kendi portföyündeki çeşitlendirmeyi karşılaştırmayı amaçlamaktadır.

Holding

Şirketler içsel olarak büyüdükleri gibi, birleşme, satın alma, konsolidasyon ve holdingleşme şeklinde dışsal olarak da büyürler. Holding, bir veya daha fazla şirketin hisse senetlerinin bu şirketlerin kontrolünü elde tutmaya yetecek kısmını elinde bulunduran şirketlere verilen addır. (Gürsoy, 2007:754)

Holding, bir şirketin başka bir şirketin veya şirketlerin hisse senetlerini, şirket yönetimlerinde önemli derecede etkin olabileceği oranda ele geçirmesi suretiyle, o şirketin veya şirketlerin yönetimlerinde söz sahibi olması olarak da tanımlanabilir. Bir başka deyişle holding şirket; başka şirketlerin sermayelerine iştirak etmek suretiyle onları kontrol altında bulunduran ve kendisi genellikle bir üretim faaliyetinde bulunmayan anonim şirketlerdir (Okka;2009:591).

Türkiye’deki “holding” kavramı ve uygulaması, batı literatüründe daha ziyade “conglomerate” olgusunu ifade eden bir terim olup, batı literatüründeki ve uygulamasındaki “holding şirket” ise daha ziyade bir yatırım şirketi veya risk sermayesi şir-

keti gibi çalışan finansal kuruluşlar anlamına gelmektedir. Terminolojideki bu farklılıkta elbette Türkiye’nin sanayileşme sürecinin kendine özgü serüveninin önemli payı vardır. Türkiye’deki holdinglerin büyük çoğunluğunun temelinde bir ailenin hakim olduğu sanayi işletmeleri vardır. Önce belirli bir sektörde faaliyet gösteren aile şirketleri, daha sonra çeşitli alanlarda yatırımlara gitmekte, ve şirketler grubu oluşturmaktadır. Bu yatırımlar sıfırdan yeni işletmeler kurmak şeklinde olabildiği gibi, mevcut şirketlere iştirak etmek şeklinde de yatay ve dikey birleşmeye gidilmektedir.

Finans literatüründe holding firmalara bilhassa portföy teorisi çerçevesinde değinen çok sayıda çalışma mevcuttur. Bunlardan özellikle Fama (1968), Higgins (1971), Levellen (1971), Markowitz (1959), Sharpe (1970) ve Tobin (1958) holding firma performanslarını, çeşitlendirme bağlamında analiz eden temel çalışmaları oluşturmaktadır (Weston ve Mansinghka, 1971: 919).

Holdingleşme sürecinin temelinde bir sinerji oluşturma amacı vardır. Bu sinerji oluşturma süreci “operasyonel” ve “finansal” boyutları içermektedir. Operasyonel gerekçeler (1) Ölçek ekonomisi veya üretimde verimlilik sağlama, (2) bir sektörde tekelleşme yolu ile pazardaki konumu güçlendirme, (3) yeni ürünlerle ilgili araştırma ve teknolojik uzmanlık konusunda birbirini tamamlayıcı yapılar oluşturma, (4) idari etkinlik ve verimliliği arttırmak için yönetsel becerileri bir araya getirme (Lewellen, 1971: 521). Ancak bunların ne derecede gerçekten uygulanabildiği tartışma konusudur. Zira holdingleşmenin doğurduğu maliyetler, sağladığı avantajlardan fazla olabilmektedir.

Bu nedenle, holdingleşme olgusunu açıklamada finansal gerekçeler ya da bu şekilde elde edilecek finansal avantajlar ön plana çıkmaktadır. Bunlardan başlıcaları (1) iştirak edilecek olan ya da satın alınacak olan şirketlerin iştirak öncesi borsada oluşan aşırı değer artışından yararlanma, (2) iştirak edilen ya da satın alınan şirketin kullanılmamış borç kapasitesini kullanma (3) Değişik sektörlerde yatırım sonucu oluşan çeşitlendirmeye, şirketin toplam gelirlerindeki değişkenliğin azaltılması (Lewellen, 1971: 522). Bunlardan çeşitlendirme sonucu risk azaltılması amacı en bilinen ve doğal kabul edilen gerekçedir. Bununla birlikte, holdingleşme yolu ile çeşitlendirmenin, etkin bir piyasada yatırımcı açısından yarar sağlamayacağı ileri sü-

rülmüştür. Çünkü yatırımcılar aynı çeşitlendirmeyi kendi portföylerinde de yapma ve böylece risk düşürme imkanına sahiptirler. Hatta örneğin işlem maliyetlerinin var olduğu etkin olmayan piyasalarda bile bireysel portföy oluşturarak çeşitlendirme, şirket birleşmesi veya satın almasına göre daha az maliyetlidir (Amihud ve Lev, 1985: 605-606).

Holding firmaların, holding niteliği taşımayan şirket gruplarıyla riski-getiri açısından karşılaştıran ampirik çalışmalardan biri de Melicher ve Rush (1972) tarafından yapılmıştır. Çalışmanın veri seti, aynı sektörde faaliyet gösteren ve “holdingleşen” ve “bağımsız kalan” iki gruptan oluşan firmalardan oluşmaktadır. Bu firmalardan bir kısmı çalışmanın süreci içinde holdingleşmiş, diğer grubu ise bağımsız şekilde faaliyetlerine devam etmiştir. Bu iki grup firmanın risk ve getiri açısından karşılaştırıldığı çalışmadaki analizler sonucunda, holdinleşmenin, çeşitlendirme açısından bir araç olarak kullanılabileceği ancak sıradışı yüksek getiri sağlama bakımından etkin bir araç olmadığı görülmüştür.

Holding içindeki şirketler, aynı veya farklı sektörlerde faaliyet gösterebilirler. Ancak bu şirketler, planlama, organizasyon, yönetim ve finansman konuları açısından tek bir merkezden yönetilirler. Bu özelliklerinden ötürü holding, esas olarak bir işletmecilik türü veya ekonomik bir örgütlenme veya bir büyüme biçimi olarak değerlendirilmektedir (Gürsoy, 2005:253, Sayılğan;2006:420).

Holdinglerin amacı genel olarak çeşitlendirme yoluyla riski düşürmek ve getiriyi mümkün olan en üst düzeye çıkarmaktır. Bunun için;

- Göreli olarak küçük sermaye ile büyük sermayeleri kontrol altına alarak, şirketin faaliyet alanını ve gücünü büyütür.
- Faaliyet alanlarının çeşitlendirilmesi yoluyla faaliyet riskini azaltır.
- Ölçek ekonomilerinden yararlanır.
- Sinerji etkisi meydana getirir.
- Bir sektörü, belirli bir üretim alanını veya parçasını kontrol altında bulundurur (Sayılğan;2006:421).

Yatırımcı Açısından Holding Hissesine Yatırım Yapmanın Avantajları ve Dezavantajları

Holdingin çeşitlendirme yoluyla riskini düşürdüğü ve kaldıraç yoluyla karını yükselttiği kabul edilirse yatırımcıların da holding hisse senetlerine yatırım yaparak, portföy oluşturmak için fazladan bir çaba göstermeden finansal risklerini minimize ve karlarını maksimize etmeleri beklenebilir. Yani yatırımcı tek bir hisse senedine yatırım yapmak suretiyle gerekli çeşitlendirmeyi yapmış olduğu kabul edilir.

Yatırımcı açısından holding hisse senetlerinin avantajları şu şekilde sıralanabilir (Okka;2009:593):

- Kaldıraç etkisi sebebiyle holding şirketlerinin karı normalin üzerinde olabilir. İştiraklerden gelen karlar tekrar vergiye tabi tutulmazlar.
- Holding şirket, birden çok yavru şirkete ortak olduğu ve farklı sektörlerdeki şirketlere yatırım yaptığından, faaliyet riskini ve finansal riskini büyük ölçüde dağıtmış ve portföy etkisinden yararlanmış, ve riski minimize etmeye çalışır.
- Holdingler, iştirak ettikleri şirketlerin borç kapasitesinden de yararlanarak finansal kaldıraç gücünü artırabilir.
- Holdingin, ortak olduğu şirketlerin performansı üzerinde etkin bir takip ve analiz avantajı varken, yatırımcının kendi oluşturduğu portföy üzerinde aynı profesyonellik düzeyinde etkin bir takip ve analiz yapması beklenmez. Bu takip ve analizi sağlayabilmesi için fazladan bir maliyete katlanması gerekir (monitoring cost).

Holdinglerin çeşitli avantajları olduğu gibi, yatırımcı açısından holding hisse senedine yatırım yapmanın bazı olumsuz yanları da olabilir. Holding kendi sistematik olmayan riskiyle karşı karşıyadır. Holdingin hisse senedinin değeri, iştiraklerinin performansından bağımsız olarak, holdingin sistematik olmayan riski sebebiyle düşebilir. Holding hisse senedinin riski de iştiraklerinin risklerinden bağımsız olarak algılanabilir. Örneğin holding firmada bazı kurumsal değişiklikler sonucu yatırımcı algısındaki değişim nedeniyle de fiyat düşmeleri olabilir.

Bu noktada yatırımcının holdingin sistematik olmayan riskinden kaçınabilmesi için yapması gereken, holding hisse senedini bir portföy olarak kabul etmeyip, portföydeki menkul kıymetlerden sadece bir tanesi olarak düşündürmektir.

Holding Hisseleri ile Holdinglerin Sektörel Kompozisyonuna Göre Oluşturulan Portföylerin Risk ve Getiri Açısından Karşılaştırılması: İMKB Uygulaması

Çalışmanın hipotezi, holding hisse senetlerinin riski, holdingin iştiraklerinden oluşturulan portföyün riskinden daha yüksek olduğu yönündedir.

İMKB’de işlem gören bütün holding hisse senetleri için, holding hisse senedinin risk ve getirisi

ile holdingin iştiraklerinin toplam iştirak sermayesi içindeki paylarının yüzdelik dağılımına göre oluşturulan portföyün risk ve getirileri karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada 2003-2007 aylık getiri rakamları kullanılmıştır (www.imkb.gov.tr). Çalışmanın veri setinin 2003 yılında başlamasının nedeni, 2003 yılının, 3 Kasım 2002 genel seçimleri sonucunda tek parti döneminin başlamasıyla oluşan yeni konjonktürün başlangıcı olmasıdır. Veri setinin 2007 yılında sonlandırılmasının nedeni ise 2008 yılının son çeyreğinde başlayan küresel kriz ile birlikte konjonktürün değişmesidir. Aşağıdaki tabloda adı geçen sektör grupları, kamuyu aydınlatma platformundan alınmıştır. Çalışmanın yapıldığı tarihte İMKB’de işlem gören holding hisse senetleri ve iştiraklerine göre sektörel dağılımları Tablo 1’de gösterilmiştir:

Tablo 1: Sektörlere Göre Holding İştiraklerinin Dağılımı Tablosu

İMKB’DE İŞLEM GÖREN HOLDİNG ŞİRKETLERİNİN YATIRIMLARININ SEKTÖRLERE GÖRE DAĞILIMI (%)										
SEKTÖRLER	MADENCİLİK VE TAŞ OCAKÇILIĞI	İMALAT SANAYİ	ELEKTRİK-GAZ VE SU	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTA	ULAŞTIRMA-HABERLEŞME VE DEPOLAMA	MALİ KURULUŞLAR	EĞİTİM SAĞLIK SPOR VE DİĞER SOSYAL HİZMETLER	TEKNOLOJİ	TOPLAM İŞTİRAKLER
Şirket Adı										
ALARKO HOLDİNG	-	18,71	11,88	65,44	2,14	-	1,81	-	0,02	100,00
DEVA HOLDİNG	-	100,00	-	-	-	-	-	-	-	100,00
DOĞAN HOLDİNG	-	61,89	3,17	2,16	6,87	3,60	22,31	-	-	100,00
DOĞAN YAYIN HOLDİNG	-	78,03	-	-	6,40	15,01	0,52	-	-	100,00
GLOBAL YATIRIM HOLDİNG	8,22	2,87	11,55	0,03	3,94	18,21	63,31	-	-	100,00
GSD HOLDİNG	-	-	-	1,45	2,02	0,02	96,51	-	-	100,00
İHLAS HOLDİNG	1,72	3,72	0,22	1,34	53,48	38,73	0,79	-	-	100,00
KOÇ HOLDİNG	-	18,37	41,83	0,00	1,69	1,23	36,15	0,56	0,16	100,00
MAZHAR ZORLU HOLDİNG	-	39,28	1,88	2,77	44,20	-	11,88	-	-	100,00
NET HOLDİNG	-	0,00	0,00	12,68	86,89	0,43	0,00	-	-	100,00
SABANCI HOLDİNG	-	18,70	18,91	0,00	11,05	1,11	50,23	-	-	100,00
TRANSÜRK HOLDİNG	-	94,40	0,00	5,60	4,48	-	-	-	-	100,00
YAZICILAR HOLDİNG	-	65,68	0,00	-	0,00	-	34,32	-	-	100,00

İMKB’de işlem gören “tarım, orman ve balıkçılık” ve “kiralama ve iş faaliyetleri” sektörlerine ait firma bulunmadığından çalışma kapsamına alınmamıştır. Ayrıca 2007’nin sonlarında işlem görmeye başlayan Tekfen Holding de veri eksikliğinden dolayı çalışmanın veri setine dahil edilmemiştir.

Çalışmadan daha sağlıklı sonuçlar elde edilebilmesi adına, oluşturulan portföyde sektörel bazda hazırlanmış bir endeks¹ varsa, o endeks getirilerinden yararlanılmıştır. Sektör için hazırlanmış bir endeks yoksa o sektörde faaliyet gösteren ve 2003-2007 yılları verileri mevcut olan firmaların aylık ortalama getirileri kullanılmıştır. Bu işlemin

yapılmasındaki amaç, firmadan kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmak ve sektörün ortalama getiri oranını portföye dahil etmektir. Bu modelde, herhangi bir holding hissesi almak yerine kendi portföyünü oluşturmak isteyen yatırımcının, o holding iştiraklerinin sektörel dağılımını esas alarak sektör endekslerinden oluşan bir portföye yatırım yaptığı varsayılmaktadır. Bunu biraz daha açmak için şu şekilde bir örnek verilebilir: yatırımcı Ahmet Bey A Holding hissesini satın almayı düşünmektedir. A Holding iştirakleri %40 İmalat sanayii, %30 Madencilik, %20 Teknoloji, ve %10 Turizm sektöründedir. Ahmet Bey, A holding hissesi almak yerine elindeki sermayesini %40 İmalat sanayii, %30 Madencilik, %20 Teknoloji, ve %10 Turizm sektörü firmalarından oluşan hisselerle ya da varsa o sektör endekslerinden yine bu dağılıma uygun bir portföye yatırım yapmış olsaydı, hangi durumda riski daha iyi düşürebildiği sorusuna cevap aranmaktadır. Buradaki önemli bir varsayım, Ah-

1 İmalat Sanayii Sektörü için, İMKB Ulusal Sanayii Endeksi (XUSIN) 2003-2007 Aylık Ortalama Getiri Mali Sektör için, İMKB Ulusal Mali Endeks (XUMAL) 2003-2007 Aylık Ortalama Getiri

met beyin bir sektördeki getirisi, o sektörün ortalama getirisi şeklinde kabul edilmiştir.

Madencilik ve taş ocakçılığı sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören “Koza Altın” ve “Park Elektrik ve Madencilik” olmak üzere iki firma bulunmaktadır. Koza Altın firmasının 2003-2007 yıllarına ait verisi bulunmadığından dolayı madencilik ve taş ocakçılığı sektörünü temsilen Park Elektrik ve Madencilik firmasının aylık getiri oranları kullanılmıştır.

Elektrik, Gaz ve Su sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören “Ak Enerji”, “Aksu Enerji”, “Ayen Enerji”, “Zorlu Enerji” olmak üzere dört firma bulunmaktadır. Elektrik, Gaz ve Su sektörünü temsilen bu dört firmanın aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

İnşaat ve Bayındırlık sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören “Borova Yapı”, “Edip Gayrimenkul”, “Enka İnşaat” olmak üzere üç firma bulunmaktadır. İnşaat ve bayındırlık sektörünü temsilen bu üç firmanın aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar Sektöründen çalışmanın veri setine dahil edilen firmalar ise şunlardır: “Altinyunus Çeşme, Boyner Mağazacılık, Favori Dinlenme Yerleri, İntema, Marmaris Altinyunus, Martı Otel, Metemtur Otelcilik, Migros Ticaret, Milpa, Net Turizm, Petrokent Turizm, Sanko Pazarlama, Tek-Art Turizm, Tesco Kipa.”

Bu sektörde yer alan “Bim Mağazalar”, “Carrefoursa”, “Nergis Holding”, “Doğuş Otomotiv” ve “Selçuk Ecza Deposu”nun 2003-2007 yıllarına ait verileri bulunmadığından çalışmaya dahil edilmemiştir. Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektörünü temsilen geri kalan on dört firmanın aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören altı firma bulunmaktadır. “Acıbadem Sağlık”, “AFM Film”, “Beşiktaş Futbol Yatırım”, “Galatasaray Sportif”, “Fenerbahçe Sportif” ve “Trabzonspor Sportif” firmalarından “AFM Film”, “Fenerbahçe Sportif” ve “Trabzonspor Sportif”in 2003-2007 yıllarına ait verileri bulunmadığından Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler sektörünü temsilen “Acıbadem Sağlık”, “Beşiktaş Futbol Yatırım” ve “Galatasaray Sportif”in aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören on üç adet firmadan “Alcatel Lucent Teletaş, İndeks Bilgisayar, Arena Bilgisayar, Link Bilgisayar, Logo Yazılım, Aselsan, Nettaş Telekom, ve Escort Teknoloji çalışmaya dahil edilmiş, “Anel Telekom”, “Armada Bilgisayar”, “Datagate Bilgisayar”, “İndeks Bilgisayar”, “Karel Elektronik” ve “Plastikkart”ın 2003-2007 yıllarına ait verileri bulunmadığından çalışmaya dahil edilmemiştir. Teknoloji sektörünü temsilen geri kalan yedi firmanın aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Sektöründe faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB’de işlem gören sekiz firma bulunmaktadır. Bu firmalar arasından “Latek Lojistik”, “Ran Lojistik”, “Reysaş Lojistik” ve “Türk Telekom”un 2003-2007 yıllarına ait verileri bulunmadığından çalışmaya dahil edilmemiştir. Teknoloji sektörünü temsilen “Çelebi”, “Turkcell”, “Türk Hava Yolları” ve “Usaş”ın aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Burada Holding hissesine ilişkin yapılan hesaplama, bir örnek üzerinden daha iyi anlaşılacaktır. Mazhar Zorlu Holding’in iştiraklerinin sektörel dağılımı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Tablo 2: Mazhar Zorlu Holding'in İştirakleri

Mazhar Zorlu Holding'in Yatırım Yaptığı Şirketler	Şirkete Yatırım Yaptığı Tutar (TL)	Yatırım Yaptığı Tutarın Toplam Yatırım Tutarına Oranı (%)	Yatırım Yapılan Şirketin Faaliyette Bulunduğu Sektör
Kaplamin	4.800.000,00	1,90	İmalat Sanayi
Ege Giyim San. Sigorta A.Ş.	2.500.000,00	0,99	İmalat Sanayi
Güçbirliği Holding A.Ş.	30.000.000,00	11,86	Mali Kuruluşlar
Kıpa A.Ş.	111.810.663,87	44,20	Toptan ve Per. Tic., Otel Ve Lokantalar
Güç Yapı A.Ş.	7.000.000,00	2,77	İnşaat Ve Bayındırlık
İzmir Enerji A.Ş.	3.750.000,00	1,48	Elektrik-Gaz Ve Su
Asad Enerji A.Ş.	1.000.000,00	0,40	Elektrik-Gaz Ve Su
Rema A.Ş.	5.000,00	0,00	İmalat Sanayi
Ege Sökteks A.Ş.	37.000.000,00	14,63	İmalat Sanayi
Plastek Ltd.Şti	50.750,00	0,02	İmalat Sanayi
Egeplast A.Ş.	20.000.000,00	7,91	İmalat Sanayi
Ege Yıldız A.Ş.	35.000.000,00	13,84	İmalat Sanayi
Ege Sigortacılık A.Ş.	50.000,00	0,02	Mali Kuruluşlar
Toplam	252.966.413,87	100,00	

Tablo 3: Mazhar Zorlu Holding İştiraklerinin Sektörel Dağılımı

Yatırım Yapılan Sektörler	İmalat Sanayi	Mali Kuruluşlar	Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar	İnşaat Ve Bayındırlık	Elektrik-Gaz Ve Su
Sektörlerin Oluşturulacak Portföydeki Ağırlıkları	% 39	% 12	% 44	% 3	% 2

Oluşturulacak portföyün getirisi, portföye dahil edilen sektörlerin getirilerinin ağırlıklı ortalama-sıdır.

İmalat Sanayi sektörü için İMKB Ulusal Sanayi Endeksinin ve Mali kuruluşlar için İMKB Ulusal Mali Endeksinin aylık getiri oranları kullanılmıştır.

Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar sektörü için, 2003-2007 yıllarına ait eksiksiz verileri olan "Altinyunus Çeşme", "Boyner Mağazacılık", "Favori Dinlenme Yeri", "İntema", "Marmaris Altinyunus", "Martı Otel", "Metemtur Otelcilik", "Migros Ticaret", "Milpa", "Net Turizm", "Petrokent Turizm", "Sanko Pazarlama", "Tek-Art Turizm" ve "Tesco KİPA" şirketlerinin

aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

İnşaat ve Bayındırlık sektörü için, 2003-2007 yıllarına ait eksiksiz verileri olan "Borova Yapı", "Edip Gayrimenkul" ve "ENKA" İnşaat şirketlerinin aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Elektrik, Gaz ve Su sektörü için, 2003-2007 yıllarına ait verileri tam olan "Akenerji", "Aksu Enerji", "Ayen Enerji" ve "Zorlu Enerji" şirketlerinin aylık ortalama getiri oranı kullanılmıştır.

Sektörlerin ilgili döneme ait getirileri ve riskleri aşağıdaki tabloda verilmiştir. Hesaplamalar Microsoft Office 2007 Excel programı kullanılarak yapılmıştır.

Tablo 4: Mazhar Zorlu Holding Hissesi’nin Karşılaştırılacağı Portföyün Getiri ve Standart Sapması

Sektör	Ortalama Getiri (%)	Risk (Standart Sapma)
İmalat Sanayi	2,92	7,53
Mali Kuruluşlar	3,58	10,13
Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar	3,38	9,68
İnşaat Ve Bayındırlık	2,54	8,82
Elektrik-Gaz Ve Su	1,94	10,00

$$\text{Portföyün Getirisi: } r_p = \sum_{i=1}^n w_i \cdot r_i$$

r_i : Her bir menkul değerin getirisi

w_i : Her bir menkul değerin portföydeki ağırlığı

$$\text{Portföyün getirisi} = 0,39 \times 2,92 + 0,12 \times 3,58 + 0,44 \times 3,38 + 0,03 \times 2,54 + 0,02 \times 2,54 = 3,17$$

Portföyün riski ise standart sapma ile ölçülür:

$$\sigma_p^2 = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i \cdot w_j \cdot \text{Cov}(ij)}$$

w : Her bir menkul değerin portföydeki ağırlığı

$\text{Cov}(ij)$: Menkul kıymetler arasındaki kovaryans

Tablo 5: Mazhar Zorlu Holding Hissesi’nin Karşılaştırılacağı Portföyün Sektörel Ağırlıkları ve Var-
yanısları

Sektörler	Portföydeki Ağırlıkları (W)	Risk (σ)
İmalat Sanayi (A)	0,39	7,53
Elektrik-Gaz Ve Su (B)	0,02	10,00
İnşaat Ve Bayındırlık (C)	0,03	8,82
Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar (D)	0,44	9,68
Mali Kuruluşlar (E)	0,12	10,13

Tablo 6: Mazhar Zorlu Holding Hissesi’nin Karşılaştırılacağı Portföyün Korelasyon Matrisi

	A	B	C	D	E
A	1,00	0,32	-0,14	0,18	0,25
B	0,32	1,00	0,37	0,43	0,61
C	-0,14	0,37	1,00	0,63	0,50
D	-0,14	0,43	0,63	1,00	0,64
E	0,25	0,61	0,50	0,64	1,00

Tablo 7: Mazhar Zorlu Holding Hissesi’nin Karşılaştırılacağı Portföyün Varyans-Kovaryans Matrisinin
Ağırlıklarla ve Korelasyon Katsayıları ile Çarpımları

$W_A W_A \sigma_A \sigma_A \rho_{AA}$	$W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$	$W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{AC}$	$W_A W_D \sigma_A \sigma_D \rho_{AD}$	$W_A W_E \sigma_A \sigma_E \rho_{AE}$
$W_B W_A \sigma_B \sigma_A \rho_{BA}$	$W_B W_B \sigma_B \sigma_B \rho_{BB}$	$W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{BC}$	$W_B W_D \sigma_B \sigma_D \rho_{BD}$	$W_B W_E \sigma_B \sigma_E \rho_{BE}$
$W_C W_A \sigma_C \sigma_A \rho_{CA}$	$W_C W_B \sigma_C \sigma_B \rho_{CB}$	$W_C W_C \sigma_C \sigma_C \rho_{CC}$	$W_C W_D \sigma_C \sigma_D \rho_{CD}$	$W_C W_E \sigma_C \sigma_E \rho_{CE}$
$W_D W_A \sigma_D \sigma_A \rho_{DA}$	$W_D W_B \sigma_D \sigma_B \rho_{DB}$	$W_D W_C \sigma_D \sigma_C \rho_{DC}$	$W_D W_D \sigma_D \sigma_D \rho_{DD}$	$W_D W_E \sigma_D \sigma_E \rho_{DE}$
$W_E W_A \sigma_E \sigma_A \rho_{EA}$	$W_E W_B \sigma_E \sigma_B \rho_{EB}$	$W_E W_C \sigma_E \sigma_C \rho_{EC}$	$W_E W_D \sigma_E \sigma_D \rho_{ED}$	$W_E W_E \sigma_E \sigma_E \rho_{EE}$

8,63	0,19	-0,11	2,29	0,88
0,04	0,19	0,02	0,37	0,15
0,07	-0,11	0,02	0,71	0,16
18,13	2,29	0,37	0,71	3,32
1,48	0,88	0,15	0,16	3,32

Portföyün standart sapması ise bu rakamların toplamının kareköküne eşittir: $\sigma_p = 6,66$

Tablo 8: Holding Hisseleri ile Bireysel Portföylerin Risk ve Getiri Bakımından Karşılaştırması

Holding Firma	Holding Hisse Getirisi	Holding Hisse Getirisinin Standart Sapması	Holding Hissesi Değişim Katsayısı	Holding Hisse Betası	Yatırımcı Portföy Getirisi	Yatırımcı Portföy Getirisinin Standart Sapması	Portföy Değişim Katsayısı	Yatırımcı Portföy Betası	Portföydeki Sektör Sayısı
ALARKO HOLDİNG	2,06	11,51	5,60	1,07	2,57	6,61	2,57	0,54	6
DEVA HOLDİNG	6,79	18,02	2,65	0,38	2,92	7,53	2,58	0,38	1
DOĞAN HOLDİNG	3,55	14,67	4,13	1,41	3,05	6,29	2,06	0,50	6
DOĞAN YAYIN HOLDİNG	3,46	12,75	3,69	1,11	2,93	6,54	2,23	0,33	4
GLOBAL YATIRIM HOLDİNG	2,89	17,30	5,99	1,50	3,20	8,49	2,65	0,96	7
GSD HOLDİNG	4,10	16,89	4,12	1,33	3,53	9,95	2,82	1,13	4
İHLAS HOLDİNG	1,23	14,01	11,36	0,97	3,15	7,89	2,50	0,72	7
KOÇ HOLDİNG	2,33	11,80	5,06	1,20	3,03	8,94	2,95	0,91	7
MAZHAR ZORLU HOLDİNG	3,22	25,73	7,99	0,87	3,17	6,66	2,10	0,59	5
NET HOLDİNG	5,47	25,97	4,75	0,44	3,26	9,13	2,80	0,73	3
SABANCI HOLDİNG	2,93	12,62	4,31	1,26	3,11	7,72	2,48	0,84	5
TRANSTÜRK HOLDİNG	1,06	16,13	15,15	1,06	2,92	7,23	2,48	0,25	3
YAZICILAR HOLDİNG	4,65	12,88	2,77	1,01	3,08	6,68	2,17	0,54	4

Sonuç ve Değerlendirme

Yapılan nihai hesaplamalar Tablo 8’de gösterilmektedir. Çalışmaya konu olan holdingler ele alındığında, holding hisse senetlerinin 2003-2007 dönemi için getirileri ile portföylerin getirileri birbirlerine oldukça yakın bulunmuştur. Özellikle Alarko Holding (2,06-2,57), Doğan Holding (3,55-3,05), Doğan Yayın Holding (3,46-2,93), Global Yatırım Holding (2,89-3,20), GSD Holding (4,10-3,53), Mazhar Zorlu Holding (3,22-3,17) ve Sabancı Holding (2,93-3,11) hisse senetlerinde getiriler neredeyse yatırımcıların kararlarını etkileyecek kadar birbirlerine yakın çıkmıştır.

Ancak Holding hisse senetlerinin risk göstergeleri ile oluşturulan portföylerin risk göstergeleri arasında büyük bir fark bulunmaktadır. Risk göstergeleri olarak kabul edilen standart sapma ve betalar, holding hisse senetlerinde portföydekilere göre yatırımcıların kararını etkileyecek oranda yüksek bulunmuştur. Bu sonuç, çalışmanın hipotezini doğrular nitelikte olup, yatırımcının, holding hissesi almak yerine kendisinin değişik sektörlerden bir portföy oluşturmasının, riski daha etkin bir şekilde düşürme imkanı sağladığını açıkça göstermektedir.

Bu sonucun bir başka anlamı da şudur: holdingin yatırım yaptığı bir sektörün getirisinde görülen oynaklık, ilgili sektör ortalama getirisindeki oynaklıktan daha fazla çıkmıştır ve bu da aslında bekle-

nen bir durumdur. Oysa yatırımcının o sektördeki getirisi hesaplanırken tüm sektör şirketleri dikkate alınmakta, bu da oynaklığı holding getirisindeki oynaklıktan çok daha düşük çıkarmaktadır. Yine beklendiği gibi, portföydeki sektör sayısı arttıkça portföyün riskinin düştüğü görülmüştür.

Sonuç olarak, holding hisse senetleri, risk çeşitlendirme enstrümanı olarak yatırımcılar açısından çok da cazip bir alternatif olamamaktadır. İhtiyatlı yatırımcı, holding hissesini, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy olarak kabul etmeyip, portföydeki herhangi bir menkul kıymet gibi değerlendirmelidir.

Kaynakça

- AMİHUD, Yakov ve LEV, Baruch (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economics*, Cilt 12, Sayı 2 (605-617).
- ERCAN, Metin Kamil ve BAN, Ünsal (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara
- DEMİRTAŞ, Özgür ve GÜNGÖR, Zülal (2004), "Portföy Yönetimi Ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Temmuz 2004 Cilt:1 Sayı: 4 (103-109)
- GÜRSOY, Cudi T. (2005), *Finansal Yönetim İlkeleri*, Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- KARAN, Mehmet Baha (2004), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara
- LEVELLEN, Wilbur G. (1971), "A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger", *The Journal of Finance*, Cilt 26, Sayı 2 (522-534).
- MELICHER, Ronald W., RUSH, David F. (1973), "The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Expe-

rience”, *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 2, (381-388).

OKKA, Osman (2009), *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler*, Nobel Yayın, Ankara

SAYILGAN, Güven (2006), *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, Ankara

TUNAY, K. Batu (2005), *Finansal Sistem*, Birsen Kitabevi, İstanbul

WESTON, J. Fred, MANSİNGHKA Surenda K. (1971), “Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms”, *The Journal of Finance*, Vol. 26, No. 4 , (919-936).

<http://www.kap.gov.tr/yay/GenelBilgiler/Sektorler.aspx#tepe>

<http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>

<http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>