

Holding Sektörü Finansal Analizi

Yaşar Şahin¹

Özet

Holdingle, sahip oldukları sermayelerinin büyüklüğü, satış hacimleri ve kar elde etme potansiyelleri açısından hem yatırımcılar hem de ülke ekonomileri için önem arz eden şirketlerdir. Çalışmada Borsa İstanbul'da holding sektöründe yer alan 24 adet holding işletmesine ait 2018-2022 dönemlerini kapsayan finansal veriler oran analizi yöntemi ile ele alınmış, sektörde yer alan holdinglerin hem şirket bazında hem de sektörel açıdan değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda çalışma kapsamındaki holdinglerin likidite, aktivite, sermaye yapısı ve karlılık oranları çalışma kapsamındaki dönemler itibarı ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular holdinglere ait ortalama likidite oranlarının kabul edilebilir düzeyde olduğunu, sektöre ait ortalama değerler dikkate alındığında holding sektöründe likidite riskinin bulunmadığını göstermiştir. Çalışma kapsamındaki holdinglerin ilgili döneme ait ortalama değerleri doğrultusunda stoklarını tüketmekte ve alacaklarını tahsil etmekte oldukça etkin olduğu, sahip oldukları varlıkların dönem içindeki hareketliliğinin de kabul edilebilir düzeyde olduğu bulgulara görülmüştür. Çalışmadan elde edilen bulgular, holdinglerin varlık finansmanında özkaynak ve yabancı kaynakları birbirine yakın düzeyde kullanmakta olduğunu göstermiş, holdinglere ait ortalama karlılık oranlarının da kabul edilebilir düzeyde olduğu özellikle 2022 döneminde toplam varlık ve özkaynak karlılığında önemli ölçüde artış olduğu görülmüştür.

1. Giriş

Dünya ekonomisinde ortaya çıkan yenilikler ve gelişmeler doğrultusunda işletmelerin rekabet edebilme güçleri büyük önem kazanmıştır. Bu doğrultuda, işletmeler yoğun rekabet karşısında ayakta durabilmek için elde edilebilecek satış gelirlerini birbirinden farklı sektörler de dâhil olmak üzere olabildiğince artırmak istemiş, faaliyet alanları genişledikçe farklı alanlarda yer alan işletmelerin merkezi şekilde yönetilmesine ihtiyaç doğmuştur. Bu bağlamda ortaya çıkan holding kavramı da özellikle 20. yüzyılın başından günümüze kadar özellikle büyük ölçekli işletmelerin yönetiminde ve ekonomide etkili bir konum elde etmiştir.

İngilizce elde tutma anlamındaki “holde” kökünden türemiş bir kelime olan holding kavramı Türk Dil Kurumu'na göre “birçok ortaklığın pay senetlerini elinde bulundurarak onları denetimi altında tutan yatırım ortaklığı” anlamına gelmekte, şirketler grubu ya da şirketler topluluğu olarak da adlandırılmaktadır (Özen ve Yeloğlu, 2006). Başka bir ifade ile holdingler, kendisi ticari ve sınai bir faaliyette bulunmayan fakat kontrol amacıyla diğer firmaların hisse senetlerini satın alan ve hukuken bağımsız olan firmalardır (Akgüç, 1998). Holding firmalarının en belirgin özelliği diğer işletmelere ait hisse senetlerini elinde bulunduran bir çatı işletme özelliğine sahip olması ve hisse senetlerine sahip olduğu işletmelerin tüzel kişiliklerinin korunmakta olmasıdır.

1 Öğretim Görevlisi Doktor, Trabzon Üniversitesi Beşikdüzü Meslek Yüksekokulu, yasarsahin@trabzon.edu.tr, ORCID: 0000-0002-5205-3054

Holding firmalarına ihtiyaç duyulmasının ve holding oluşumunun temel sebeplerinin başında ise bağlı işletmeleri kontrol altında tutmak, işletmelerin tek başına büyümesinin zorluğunu azaltmak, işletmeler arasında yatırım ve sermaye transferi yaparak büyüme imkânı ve risk dağıtımını sağlamak gibi faktörler gelmektedir (Özdemir, 1999).

Holdingler genellikle faaliyet alanlarına, organizasyon ve şirketlerin yapılarına bağlı olarak farklı sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Holdingler çalışma şekilleri açısından, fiili olarak sektörde yer almayı bağlı firmaları denetlemeyi ve kontrolü amaçlayan “tam holdingler”, bağlı firmaların ortağı olup kendileri de farklı alanlarda üretim ve ticaret faaliyetlerinde bulunan “karma holdingler” olarak ayrılmaktadırlar. Bağlı işletmelerin faaliyetlerinin yönü açısından sınıflandırılan holdingler, aynı sektörde yer alan işletmelerin bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan “yatay holdingler” ve bir mamule ait üretim sürecinde yer alan tüm işletmelerin bir araya getirilmesi ile ortaya çıkan “dikey holdingler” olarak sınıflandırılmaktadırlar (Özalp ve Dereköy, 1990). Holdingler, başka şirketlere yatırım yaparak hisse senetleri ya da finansal araçlar yoluyla gelir elde etmeyi amaçlayan, portföylerinde farklı sektörlerde ait şirketlerin hisse senetlerini bulunduran “yatırım holdingleri”, finans sektöründe yer alan şirketlerin kontrolünü amaçlayan ve finansal hizmetler sunan şirketlerin faaliyetlerini kontrol etmeyi amaçlayan “finansal holdingler” ve aynı aile bünyesinde yer alan bireyler tarafından yönetilmekte olan şirketlerin bir arada tutulmasını amaçlayan “aile holdingleri” olarak da sınıflara ayrılmaktadırlar. Tanımlanan holding türleri genel olarak kullanılmakta olan bazı sınıflandırmaları ifade etmekte olup holding firmaları karmaşık ve geniş yapıları sebebiyle farklı şekillerde da gruplara ayrılmaktadır (Alpay, 1988).

2. Türkiye’de ve Dünyada Holding Sektörü

Sanayi devrimiyle birlikte birçok sektörde rekabet artmış ve şirketler birleşme veya satın alma yoluyla güçlerini birleştirmeye başlamıştır. İşletmelerin rekabetten korunması ve karlarını artırması amacıyla başlangıçta iş ortaklıkları, centilmenlik anlaşmaları gibi birliktelikler ve işletmeler arasında karteller ortaya çıkmış, bu anlaşmalar zaman içinde tröst anlaşmalarına dönüşmüştür. Ancak tröstlerin yasal olmadığı kabul edildikten sonra şirket birliktelikleri için yeni form olan holding firmalar kurulmuş ve bu kuruluş hızla yayılmaya başlamıştır (Kishida, 1999). Holdingler 19. yüzyılın sonlarında ve 20. yüzyılın başlarında başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere Avrupa’da ve pek çok ülkede yer almaya başlamış, bu süreçte ülke ekonomilerinde büyük ölçekli sanayi kuruluşları meydana gelmiş ve bu kuruluşlar farklı sektörlerdeki şirketleri satın almaya veya bu şirketler ile birleşmeye başlamıştır.

2.1. Türkiye’de Holding Sektörü

Dünya genelinde 19. yüzyılın başlarında ortaya çıkan holdingler Türkiye’de ancak 1960’lı yıllardan itibaren görülmeye başlanmıştır. Bu gecikmenin en büyük nedeni, Türk şirketlerinin sermaye ve organizasyon yapılarındaki yetersizlikler olmuş, uzun dönemli kalkınma planları, ülke genelinde anonim şirketlerinin yaygınlaşması, Ticaret Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu’nda avantaj sağlayan düzenlemeler sayesinde Türkiye’de holdingleşmeler görülmeye başlamıştır. Türkiye’nin ilk holding oluşumu, 1960 yılında emekli subayların tazminatlarının değerlendirilmesi amacıyla kurulan Yatırım Holding olmuş, bunu 1963 yılından sonra kurulan Koç Holding ve Hacı Ömer Sabancı Holding izlemiştir (Özalp ve Dereköy, 1990).

İlk holding oluşumu 1960 yılında görülmekle birlikte 1933 yılında kurulmuş olan Sümerbank 1950’li yıllara geldiğinde çeşitli sektörlerde faaliyet göstererek ve nitelik olarak holding benzeri

bir yapıya sahip olarak ekonomide yer almıştır (İldır, 2003). 1974 yılında hisse senetlerinin halka açılmaya başlaması holdingler öncülüğünde gerçekleşmiş, bu dönemde toplumda holding şirketlerin en değerli ortaklık olduğu inancı pekişmiştir (Tekinalp, 2015).

Türkiye’de holdinglerin gelişimi hızlı ilerlemiş, özellikle 1980’lerden sonra Türkiye’de faaliyet gösteren holdingler büyük bir ivme kazanmıştır. Türkiye’de enerji, gıda, bankacılık, inşaat, turizm, medya gibi hemen hemen tüm sektörlerde faaliyet gösteren holdingler ülke ekonomisinin gelişmesinde önemli fayda sağlamaktadırlar. Sermaye büyüklükleri, pazardaki konumları, çalışan sayısı, satış hacmi gibi pek çok açıdan ülke ekonomisi içinde önemli bir yere sahip olan holdingler, sermaye piyasaları ve yatırımcılar açısından da her zaman büyük önem arz etmektedir. Ayrıca Türkiye’deki bazı holdingler, uluslararası arenada da faaliyet göstererek hem Türkiye ekonomisine girdi sağlamakta, hem de marka değeri yaratarak ülke itibarını artırıcı etki göstermekte, yatırımcılar açısından Türkiye’ye olan güveni artırarak uluslararası yatırımların ülkeye transferine de katkı sağlamaktadırlar.

2.2. Dünyada Holding Sektörü

Anavatanı Amerika Birleşik Devletleri olarak gösterilebilecek olan holding firmaları için 1888 yılında New Jersey’de bir demiryolu şirketinin hisse senedi alımları için yetkilendirilmesi bu uygulamanın başlangıcı olmuştur. Şirketlerin birbirleriyle dayanışması ve birbirlerinin yönetimlerinde söz sahibi olabilmeleri amacıyla hisse senetlerinin satın alınması yoluna gitmeleri zaman içinde yaygınlaşmış, 1929 yılında holding yapılaşmasını yasal olarak kabul eden eyalet sayısı 30’a yükselmiştir (Özalp ve Dereköy, 1990). Amerika Birleşik Devletleri’nde “Conglomerate” kavramı ile ifade edilen holding firmaların öncüleri Dupont, Standart Oil Co., American Telephone and Telegraph Co., American Locomotive Co., Eastern Kodak Co., General Motors gibi şirketler olmuş, 1970’li yıllara kadar 40 civarında holding ülke ekonomisinde önemli yer elde etmiştir. Özellikle 1980’li yıllardan sonra ülke genelindeki holding firma oluşumları artmaya başlamış, günümüzde Amerika Birleşik Devletleri’ndeki holdingler hem ülke ekonomisinde hem de dünya ekonomisinde etkili olmuş, dünyanın en büyük ve güçlü işletmeleri arasında yer alabilmişlerdir.

Holding şirketler 20. yüzyılın ilk yarısında İngiltere, Almanya, Fransa, Japonya ve Belçika gibi ülkelerde de büyük gelişim kaydetmiş, Güney Kore, Çin ve Rusya gibi ülkelerde ise 1950’li yıllardan sonra gelişme kaydederek ekonomik sistemin önemli aktörlerinden olmuştur. İngiltere’de savaş ve bazı faktörlerden nedeniyle 1920’li yıllara kadar sadece birkaç firma ilişkilerini birleştirmek ve bağlı firmalar aracılığıyla işletme faaliyetlerini üstlenmek için holding firma yapısı kullanılmış, dolayısıyla 1928 yılına kadar herkes tarafından kabul edilmiş bir holding tanımı gerçekleşmemiştir (Avcı, 2019).

İngiltere’de 1948 yılında çıkartılan Şirketler Kanunu (Companies Act.) ile 1967 yılında çıkartılan ve 1948 yılı Kanunu’nu yeniden düzenleyen Şirketler Kanunu, holdingleşmeye imkân yaratmıştır. Fransa ve Almanya’da ise sırasıyla 1943 ve 1965 yıllarında yapılan yasal düzenlemeler ile bazı kısıtlamalar ile holdingleşmeye izin verilmiştir (Özalp ve Dereköy, 1990). Belçika’da sermaye akışını kontrol ve organize etme amacıyla 1882 yılında ortaya çıkan holdingler genel olarak sermaye yönetimi faaliyetlerini gerçekleştiren finansal kuruluşlar olarak görülmektedir. Rusya’da holding şirketlerin ortaya çıkması 1991 yılında Sovyetler Birliği’nin dağılması sonrasında piyasa ekonomisine doğru yönelmesi ile başlamaktadır. İlerleyen süreçte yenilik ve ticaret özgürlüğü anlayışı ile oluşturulan politikalar doğrultusunda ortaya çıkan çok sayıda holdingler ülkenin ekonomik yapısının değişiminde ve liberal ekonomiye geçiş sürecinde de etkili olmuştur.

Çin, Güney Kore ve Japonya’da holding şirketlerin ortaya çıkması 1950’li yıllardan sonra hükümetlerin kontrolüyle ortaya çıkmaya başlamıştır. Güney Kore’de sanayi yapılaşmasının temellerinin atılması amacıyla büyük firmalara ihtiyaç duyulması sonucunda ortaya çıkan holdingler 1980’li yıllardan sonra oluşan mali serbestlik düzenlemeleriyle büyüme göstermiş olup günümüzde başta elektronik ve otomotiv sektörleri olmak üzere dünyanın önemli holdinglerine ev sahipliği yapmaktadır. Hükümet politikalarının ekonomide etkin olarak yer aldığı Çin’de borsada yer alan şirketler genellikle holdingler tarafından yönetilmekte, bu holdingler de hükümet tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilmektedir. Dünya Savaşı sonrasında Japonya’da banka destekleri ile teşvik edilen holding şirketler genellikle dikey yapılaşma şeklinde kurulmuş, bir grup işletme arasındaki sistematik ilişkileri organize etmeyi amaçlamıştır (Grabowiecki, 2006).

3. Holding Sektörü Mali Analizi

Çalışmada Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan holding sektörü işletmelerinin finansal açıdan analiz edilmesi ve bulguların hem şirketler hem de sektör açısından değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Borsa İstanbul’da halka açık olarak faaliyet göstermekte olan holdingler XHOLD kodu ile BİST Holding ve Yatırım Endeksi kapsamında yer almaktadır. Çalışma kapsamında Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) şirket-sektör sınıflandırmasında holding sektöründe yer alan, yatırım holding şirketi olarak faaliyet göstermemekte olan ve 2018-2022 dönemlerini kapsayan beş yıllık finansal veriye sahip 24 adet holding ele alınmış, şirketlere ait mali tablolar oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışmada ele alınan holding sektörü işletmeleri ve borsa kodları Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Çalışmada Analiz Edilen Holdingler ve Borsa İstanbul Kodları

Borsa Kodu	Şirket Adı
Aghol	Ag Anadolu Grubu Holding A.Ş.
Alark	Alarko Holding A.Ş.
Bera	Bera Holding A.Ş.
Dohol	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.
Ecilc	Eis Eczacıbaşı İlaç Sınai Ve Fin. Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş.
Gsdho	Gsd Holding A.Ş.
Sahol	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
Ieyho	Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.
Ihlas	İhlas Holding A.Ş.
Ihyay	İhlas Yayın Holding A.Ş.
Isbir	İşbir Holding A.Ş.
Ittfh	İttifak Holding A.Ş.
Kchol	Koç Holding A.Ş.
Mzhld	Mazhar Zorlu Holding A.Ş.
Metur	Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş.
Nthol	Net Holding A.Ş.
Ostim	Ostim Endüstriyel Yatırımlar ve İşletme A.Ş.
Otto	Otto Holding A.Ş.
Polho	Polisan Holding A.Ş.
Tavhl	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
Tkfen	Tekfen Holding A.Ş.
Trcas	Turcas Petrol A.Ş.
Sise	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
Verus	Verusa Holding A.Ş.

Çalışmada ele alınan holdinglere ait veriler likidite düzeyleri, faaliyet oranları, sermaye yapıları ve karlılık oranları açısından analiz edilmiş, elde edilen sonuçlar her bir şirket için yıllar itibarı ile genel eğilimi tespit etmek, karşılaştırma yapabilmek ve sektör ortalamaları hakkında bilgi elde edebilmek amacıyla incelenmiştir.

3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, kısa bir ifade ile işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme kapasitesi olarak tanımlanabilmektedir. Aynı zamanda işletmelerin cari borçlarını ödeme riskini tespit etmeyi amaçlayan bu oranlar temelde cari oran, asit test (likidite) oranı ve nakit oranı olarak sınıflandırılmakta olup aşağıda yer alan Tablo 2’de Borsa İstanbul holding sektörü işletmelerinin 2018-2022 dönemlerine ait cari oranları yer almaktadır.

Tablo 2. Şirketlere Ait Yıllık Cari Oran Değerleri

Cari Oran	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,9709	0,9379	0,9468	0,8736	1,0288	0,9516
Alark	1,7981	2,2337	2,2213	1,1447	1,1507	1,7097
Bera	1,2958	1,5969	2,0595	1,9305	2,4909	1,8747
Dohol	2,3487	2,4684	2,8325	2,6151	2,0229	2,4575
Ecilc	3,7743	2,7927	3,0606	3,3098	2,0247	2,9924
Gsdho	4,2105	4,8127	3,3327	3,7887	3,8484	3,9986
Sahol	0,7254	0,7423	0,7671	0,7675	0,7990	0,7603
Ieyho	1,1349	1,1928	1,4349	1,5223	2,1647	1,4899
Ihlas	1,6419	2,0521	4,1959	2,5461	5,0514	3,0975
Ihyay	2,1769	2,1386	7,4983	10,0522	5,1512	5,4035
Isbir	1,0251	1,1591	1,3053	1,6123	1,7758	1,3755
Ittfh	0,8920	1,0258	1,3838	2,2044	2,5714	1,6155
Kchol	1,5961	1,3931	0,8241	0,8539	0,8572	1,1049
Mzhld	1,2613	1,4008	2,4413	1,0129	1,4591	1,5151
Metur	1,6172	2,0331	2,8779	2,6597	1,8391	2,2054
Nthol	1,3479	1,1482	0,7755	0,8574	0,5080	0,9274
Ostim	0,9760	1,5787	1,5686	2,6722	1,6449	1,6881
Otto	0,2939	0,2739	0,1942	0,1346	6,5518	1,4897
Polho	1,1922	1,3202	1,2749	1,2196	1,2371	1,2488
Tavhl	1,0913	1,1961	0,8460	0,9177	1,0282	1,0158
Tkfen	1,3195	1,3871	1,2059	1,1785	1,2250	1,2632
Trcas	0,9726	1,1052	0,8950	0,7342	1,8224	1,1059
Sise	1,7176	2,1049	2,5754	1,8797	2,0721	2,0699
Verus	10,6865	22,7977	25,2323	22,6667	5,0175	17,2802
Sektör Ortalaması	1,9194	2,5372	2,9896	2,8814	2,3059	2,5267

Elde edilen sonuçlar doğrultusunda ilgili dönemde Verusa Holding A.Ş.’nin 2018-2021 dönemleri arasında oldukça yüksek cari oran değerlerine sahip olduğu dikkat çekmekte, 2022 yılında bu oranın 5,0175 düzeyine düşmekle birlikte sektör ortalamasından oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu işletmenin cari oran değerlerinin bu denli yüksek olmasında dönen varlıkları ve toplam varlıkları karşılığında çok düşük kısa vadeli yükümlülüğe sahip olduğu görülmekte, cari borçları ödeme riskinin düşük olmakla birlikte bu oranın hayli yüksek oluşmasının fırsat maliyetine de sebep olduğu ortaya çıkmaktadır. Bunu yanında İhlas Yayın Holding A.Ş., GSD Holding A.Ş. ve İhlas Holding A.Ş.’nin de cari oran değerlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Sabancı Holding A.Ş.’ye ait bulguların, çalışma kapsamındaki dönem

boyunca 1,0 seviyesinin altında yer alarak cari borçları ödeme açısından risk düzeyi en yüksek holding olduğu, Net Holding A.Ş. ve Anadolu Grubu Holding A.Ş.’nin de cari oran değerlerine ait sonuçların ortalamasının 1,0 seviyesinin altında yer aldığı da tespit edilmiştir. Sektörde yer alan holdinglere ait ortalama cari oran değerleri analiz kapsamındaki şirketlerin yarısından fazlası için (13 şirket) 1,5 seviyesi üzerinde yer almış, sektörel ortalama ise yaklaşık 1,92 seviyesinden 2,31 seviyesine yükselmiştir. Bu bağlamda sektör ortalaması değerleri dikkate alındığında ilgili dönem ve holdingler için cari oran sonuçları doğrultusunda sektörel açıdan likidite riskinin, 2018 dönemi dışında, bulunmadığını söylemek mümkündür.

İşletmelerin likiditesini nakde dönüşmesi nispeten daha düşük olan stokların dikkate alınmamasıyla hesaplayan ve cari oranın tamamlayıcısı olarak görülen asit test (likidite) oranı, cari orana göre daha hassas bir analiz olarak görülmekte olup, çalışma kapsamındaki şirketlere ve döneme ait bulgular Tablo 3’te görülmektedir.

Tablo 3. Şirketlere Ait Asit Test (Likidite) Oranı Değerleri

Asit Test Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,7457	0,6769	0,6906	0,6114	0,6774	0,6804
Alark	1,5361	2,0739	2,0701	1,0136	1,0724	1,5532
Bera	0,7794	0,9199	1,3500	1,3430	1,6073	1,1999
Dohol	2,1327	2,2488	2,5627	2,2708	1,7333	2,1896
Ecilc	3,4122	2,5457	2,7005	3,0946	1,4243	2,6355
Gsdho	4,1984	4,8025	3,3247	3,7808	3,8409	3,9895
Sahol	0,7139	0,7311	0,7564	0,7551	0,7841	0,7481
Ieyho	0,8121	0,9105	0,9436	0,8803	1,3209	0,9735
Ihlas	1,0421	1,2736	2,7645	1,6199	3,0684	1,9537
Ihyay	1,9425	1,8363	6,9596	9,3610	4,2724	4,8744
Isbir	0,7099	0,8545	0,9499	1,1803	1,2404	0,9870
Ittfh	0,2746	0,2227	0,4636	1,0123	1,1594	0,6265
Kchol	1,2449	1,0978	0,7791	0,7887	0,7887	0,9398
Mzhld	0,6381	0,6651	1,6137	0,5876	1,0088	0,9027
Metur	0,6961	1,6927	2,8779	1,5484	0,4873	1,4605
Nthol	1,2830	1,0924	0,7328	0,8251	0,4634	0,8793
Ostim	0,8842	1,5011	1,3666	2,3660	1,3881	1,5012
Otto	0,2371	0,2438	0,1942	0,0412	6,5493	1,4531
Polho	0,9316	1,0277	1,0395	0,9063	0,8978	0,9606
Tavhl	1,0803	1,1862	0,8405	0,8751	0,9598	0,9884
Tkfen	1,1168	1,1690	0,9338	0,8762	0,7914	0,9774
Trcas	0,9726	1,1052	0,8950	0,7342	1,8224	1,1059
Sise	1,2170	1,6371	2,0679	1,4578	1,5302	1,5820
Verus	10,4366	22,3588	24,7468	21,9284	4,7521	16,8446
Sektör Ortalaması	1,6266	2,2447	2,6510	2,4941	1,8183	2,1669

Holding sektörü şirketlerine ait asit test oranı bulguları incelendiğinde İttifak Holding A.Ş.’nin cari oran değerlerinin ortalama bir seviyeye sahip iken asit test oranı sonuçlarının en düşük hesaplanan şirket olduğu dikkat çekmektedir. Holdinglere ait bulgular cari oran sonuçları ile yaklaşık sıralamaya sahip olmakla birlikte İttifak Holding A.Ş.’nin yüksek miktarda stoklara sahip olduğu ve bu durumun söz konusu işletmenin risk düzeyin önemli ölçüde etkilemekte olduğu görülmektedir. Likidite oranlarından biri de, işletmelerin kısa vadeli yükümlülükleri

karşılatabilme riskini en hassas şekilde ele alan nakit oranı olup, holding sektörü şirketlerine ait bulgular Tablo 4'te yer almaktadır.

Tablo 4. Şirketlere Ait Nakit Oranı Değerleri

Nakit Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,3801	0,4089	0,4602	0,3711	0,4565	0,4154
Alark	0,5027	0,5191	0,5007	0,3952	0,6812	0,5198
Bera	0,0864	0,1742	0,3402	0,5363	0,3991	0,3072
Dohol	1,2778	1,1582	1,0065	0,7832	0,4747	0,9401
Ecilc	2,5644	1,8764	2,0674	2,3304	0,4245	1,8526
Gsdho	0,7978	0,4559	0,2694	1,0265	0,8139	0,6727
Sahol	0,0926	0,0805	0,0564	0,1145	0,0719	0,0832
Ieyho	0,0640	0,1493	0,1697	0,0890	0,2988	0,1542
Ihlas	0,0388	0,0453	0,7523	0,3859	0,6142	0,3673
Ihyay	0,2512	0,1911	3,0481	3,8803	1,4179	1,7577
Isbir	0,0735	0,1811	0,3081	0,4966	0,3489	0,2817
Ittfh	0,0144	0,0267	0,2203	0,6762	0,6292	0,3133
Kchol	0,6057	0,6407	0,1456	0,1322	0,1323	0,3313
Mzhld	0,0502	0,0913	0,8912	0,1299	0,3434	0,3012
Metur	0,0566	0,8646	1,9951	0,8125	0,0621	0,7582
Nthol	0,5546	0,6140	0,3930	0,6528	0,3237	0,5076
Ostim	0,0827	0,0250	0,3526	1,5935	0,3085	0,4724
Otto	0,0024	0,0016	0,0010	0,0008	0,1236	0,0259
Polho	0,2697	0,3832	0,4628	0,3306	0,3014	0,3495
Tavhl	0,6654	0,6477	0,4713	0,1907	0,3529	0,4656
Tkfen	0,6775	0,6162	0,4360	0,3874	0,2270	0,4688
Trcas	0,5224	0,8614	0,4760	0,0263	0,3314	0,4435
Sise	0,5269	1,0217	1,1355	0,6673	0,7106	0,8124
Verus	0,2902	2,4342	2,0194	0,7634	0,0737	1,1162
Sektör Ortalaması	0,4353	0,5612	0,7491	0,6989	0,4134	0,5716

Nakit oranı bulguları incelendiğinde en düşük ortalamaya sahip Otto Holding A.Ş. dikkat çekmekte, diğer likidite oranları açısından kabul edilebilir değerlere sahip olan bu işletmenin hazır değerlerinin yetersiz olduğu, piyasanın en riskli koşulları ortaya çıktığında cari borçları ödeme gücünün oldukça düşük olduğu görülmektedir. Sektörde en düşük nakit oranına sahip işletmelerden biri de Sabancı Holding A.Ş. olup diğer likidite hesaplamalarında da beklenen düzeyin altında kaldığı, cari oran ve asit test oranı bulguları kabul edilebilir düzeyde olan Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin de hazır değerlerinin düşük miktarda olduğu görülmüştür. Holding sektörü işletmelerine ait ortalama değerlerin çalışma kapsamındaki şirketler ve dönem için ortalama değerlerinin kabul edilebilir düzeyde olduğu ve holdinglerin en kötü piyasa koşulları altında bile kısa vadeli yükümlülükleri ortalama 0,57 düzeyinde karşılayabileceği tespit edilmiştir.

3.2. Faaliyet (Aktivite) Oranları

Sahip olunan varlıkların etkili ve verimli şekilde kullanılması da işletmelerin mali açıdan analiz edilmesinde önemli bir faktördür. Aktivite ya da faaliyet oranları olarak adlandırılan

finansal oranlar işletmelerin temel mali tablolarından bilanço ve gelir tablosu arasındaki ilişkiyi inceleyerek işletme varlıklarının dönem içindeki hareketliliğini ve dönüş hızını göstermektedir. Çalışmada ele alınan holdinglere ait aktivite oranları uygulamada en fazla kullanılan; stokların aktivitesi, alacakların aktivitesi, duran varlıklar, dönen varlıklar ve özkaynaklar açısından ele alınarak elde edilen sonuçlar aşağıda yer alan tablolarda sunulmuştur.

Tablo 5. Şirketlere Ait Stokların Aktivitesi Oranı Değerleri

Stokların Aktivitesi	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	5,2057	7,0460	6,8357	6,1415	6,4124	6,3283
Alark	4,2022	6,0443	5,8382	10,1334	14,3282	8,1093
Bera	2,9985	2,6863	2,7598	3,6407	3,9184	3,2008
Dohol	17,2522	19,2225	13,4527	10,1414	12,1817	14,4501
Ecilc	5,1144	6,3742	5,1196	5,6897	2,5822	4,9760
Gsdho	19,9243	28,7261	39,9029	55,9067	59,5724	40,8065
Sahol	4,3660	4,9014	4,9391	4,2588	5,2186	4,7368
Ieyho	3,3271	4,3882	4,6224	4,1179	5,0902	4,3092
Ihlas	1,7513	0,8076	0,9829	1,9487	1,4334	1,3848
Ihyay	12,0624	10,4856	7,7653	6,9308	6,7598	8,8008
Isbir	4,1665	4,3105	3,7258	3,9120	4,5643	4,1358
Ittfh	1,2912	0,8103	0,8158	0,5885	0,8890	0,8789
Kchol	8,4398	8,3052	6,6478	7,0016	9,7674	8,0324
Mzhld	0,8358	1,8950	4,9936	0,3575	0,5222	1,7208
Metur	3,5852	3,1169	3,0849	4,0006	5,3372	3,8250
Nthol	14,8147	17,3185	10,6742	13,0611	19,7657	15,1268
Ostim	25,8538	15,3946	12,6958	5,2501	6,5766	13,1542
Otto	6,2391	10,6965	4,3485	5,1219	11,2747	7,5362
Polho	6,5436	5,9500	5,9756	5,8022	7,3064	6,3155
Tavhl	36,6306	43,8449	33,0277	17,2333	16,1938	29,3861
Tkfen	7,5471	8,6553	6,2115	4,9928	4,5541	6,3922
Sise	3,4560	3,5624	3,6642	3,3998	4,5070	3,7179
Verus	12,4680	10,0865	4,6358	4,5248	4,9016	7,3233
Sektör Ortalaması	8,6698	9,3595	8,0300	7,6732	8,9024	8,5270

Holdinglere ait 2018-2022 dönemini kapsayan stokların aktivitesinin ya da diğer bir ifade ile stok devir hızı oranları Tablo 5'te yer almaktadır. Sonuçlar incelendiğinde Gsd Holding A.Ş.'ye ait stok düzeyinin göreceli olarak oldukça düşük olduğu, satış gelirlerinin ve satışların maliyetinin hızlı bir yükseliş göstermiş olduğu 2021 ve 2022 dönemlerinde stokların aktivitesinin de yükselerek stokları dönem içinde en fazla devreden holding olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Turcas Holding A.Ş. için ilgili dönemde yeterli stok miktarına sahip olmadığı için stok devir hızı hesaplanamamış, satışlarının maliyeti karşısında yüksek oranda stok bulundurmakta olan İttifak Holding A.Ş. stok devir hızı en düşük işletme olarak ortaya çıkmıştır. Holding sektörü ortalama stok devir hızı oranları kabul edilebilir düzeyde olup, ilgili şirketler ve dönem için ortalama 8,53 defa stoklarını devretmekte oldukları hesaplanmıştır.

Tablo 6. Şirketlere Ait Alacakların Aktivitesi Oranı Değerleri

Alacakların Aktivitesi	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	7,9146	14,1133	18,4073	17,2718	23,5980	16,2610
Alark	7,0046	5,7779	3,3585	4,8463	6,5930	5,5161
Bera	3,8836	4,1495	4,5758	4,6471	5,6257	4,5764
Dohol	6,6514	7,4995	7,7162	11,4653	12,6445	9,1954
Ecilc	3,7182	4,1803	3,9614	4,8170	3,5506	4,0455
Gsdho	16,5227	13,1753	4,5521	6,1783	3,1334	8,7124
Sahol	8,0865	10,3310	12,4053	10,0223	12,5530	10,6796
Ieyho	5,9899	6,6135	6,2397	6,9619	9,4396	7,0489
Ihlas	1,6649	0,8500	1,1444	2,3805	2,2102	1,6500
Ihyay	2,1442	2,5064	2,3895	2,2419	3,5634	2,5691
Isbir	3,2828	3,6075	4,1428	4,3217	5,0704	4,0850
Ittfh	6,3744	4,8460	7,5768	5,0565	7,8984	6,3504
Kchol	8,1326	8,3122	7,1713	8,1132	12,0495	8,7558
Mzhld	7,0295	7,7687	12,9268	16,8945	10,2552	10,9750
Metur	2,8517	4,6294	4,8465	5,6227	26,3565	8,8614
Nthol	2,7861	3,9690	2,6853	5,9629	16,1765	6,3159
Ostim	9,1077	2,2170	2,4422	4,1726	5,8109	4,7501
Otto	7,1706	1,7501	0,4058	2,7054	2,1833	2,8430
Polho	4,1554	3,8475	3,9089	4,2678	6,0091	4,4377
Tavhl	3,8313	5,0327	2,9994	4,9192	9,2981	5,2161
Tkfen	8,4105	8,5962	5,8764	6,6857	8,8045	7,6747
Trcas	12,1747	10,0122	9,1561	0,0000	0,0000	6,2686
Sise	4,8075	5,3062	5,3859	4,7359	6,5699	5,3611
Verus	5,5906	4,4337	3,6250	5,7637	11,5732	6,1973
Sektör Ortalaması	6,2203	5,9802	5,7458	6,2523	8,7903	6,5978

Tablo 6'da yer alan sonuçlar doğrultusunda alacaklarını dönem içinde 16,26 defa tahsil etmekte olan Anadolu Grubu Holding A.Ş. ve yaklaşık 11 kez tahsil etmekte olan Zorlu Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. holding sektörü işletmeleri içinde en yüksek alacak devir hızı oranına sahip işletmeler olmuşlardır. Stoklarının aktivitesi de ortalama olarak düşük olan İhlas Holding A.Ş. alacaklarını dönem içinde en düşük seviyede tahsil etmekte olan holding olarak da ortaya çıkmış, sektör ortalaması ilgili dönem boyunca 6,22 ile 8,79 arasında değişim göstermekle birlikte alacaklarını yılda ortalama 6,5978 kez tahsil etmekte oldukları görülmüştür.

Tablo 7. Şirketlere Ait Duran Varlıkların Aktivitesi Oranı Değerleri

Duran Varlık D.H.	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,6936	0,9745	1,3271	1,0960	1,7431	1,1669
Alark	0,7870	0,8123	0,4251	0,4292	0,4431	0,5794
Bera	1,1444	1,2049	1,2280	1,3279	1,2269	1,2264
Dohol	3,0890	3,1168	1,9263	2,4314	3,5934	2,8314
Ecilc	0,1953	0,2286	0,1933	0,1330	0,0890	0,1678
Gsdho	0,1768	0,1735	0,1217	0,2821	0,4248	0,2358
Sahol	0,0872	0,0942	0,0929	0,0862	0,1298	0,0981
Ieyho	1,3480	1,1141	1,0975	0,8486	1,1299	1,1076
Ihlas	1,4690	0,7322	1,0295	1,9586	1,0511	1,2481
Ihyay	0,9456	1,0610	1,0279	0,5879	0,7175	0,8680
Isbir	3,3163	2,6996	3,0746	2,8876	2,0920	2,8140
Ittfh	0,8835	0,4454	0,5072	0,2876	0,2730	0,4793
Kchol	2,3545	2,2124	0,4940	0,6601	1,2221	1,3886
Mzhld	2,9636	2,6939	3,5637	1,7359	0,7599	2,3434
Metur	0,4770	0,7708	0,5366	0,2928	0,7793	0,5713
Nthol	0,1384	0,1380	0,0609	0,0626	0,1312	0,1062
Ostim	0,5417	0,3903	0,4091	0,2911	0,2810	0,3826
Otto	0,1754	0,1308	0,0464	0,0542	0,2005	0,1215
Polho	0,7559	0,6079	0,5226	0,8830	1,0809	0,7701
Tavhl	0,2591	0,2587	0,1085	0,1207	0,2640	0,2022
Tkfen	3,9022	4,2379	2,3920	2,4934	3,1345	3,2320
Trcas	0,0389	0,0392	0,0571	0,0000	0,0000	0,0271
Sise	0,8889	0,8396	0,9274	0,5707	1,0555	0,8564
Verus	0,9011	0,6637	0,2636	0,3433	0,4109	0,5165
Sektör Ortalaması	1,1472	1,0683	0,8930	0,8277	0,9264	0,9725

Holding sektörü işletmelerine ait duran varlıkların hareketliliği Tablo 7’de yer almakta olup işletmelerin duran varlıklarını ne ölçüde satışlara yansıtabilmiş olduğunu ya da üretim kapasitesini ne ölçüde kullanmakta olduğu görülmektedir. Sonuçlar duran varlıklarını ortalama olarak en etkin kullanan holdinglerin Tekfen Holding A.Ş. ve Doğan Holding A.Ş. olduğunu göstermiştir. 2021 ve 2022 yıllarında satış geliri elde edemeyen Turcas Petrol A.Ş. yaklaşık 0,03 duran varlık devir hızı oranı ile ortalama değeri en düşük holding olarak ortaya çıkmış, Sabancı Holding A.Ş. de duran varlıklarını satışlara yansıtma seviyesi ortalama olarak düşük diğer holding olarak tespit edilmiştir. Holding sektörü işletmelerinin duran varlıkları etkin ve verimli kullanma düzeyi 2018 ve 2019 yıllarında ortalama 1 düzeyinde iken 2020 ve 2021 yıllarında düşüş göstermiş, çalışma kapsamındaki dönem için duran varlıkların satışlar üzerinden nakde dönme düzeyi ortalama 0,97 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8. Şirketlere Ait Toplam Varlıkların Aktivitesi Oranı Değerleri

Toplam Varlık D.H.	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,4989	0,6741	0,8473	0,7246	0,9768	0,7443
Alark	0,3775	0,4335	0,2521	0,2828	0,2887	0,3269
Bera	0,6515	0,6153	0,6287	0,6489	0,6630	0,6415
Dohol	1,1093	1,1791	0,7759	0,7395	1,0372	0,9682
Ecilc	0,1553	0,1813	0,1523	0,1093	0,0788	0,1354
Gsdho	0,0547	0,0552	0,0525	0,1352	0,1480	0,0891
Sahol	0,0437	0,0462	0,0430	0,0373	0,0547	0,0450
Ieyho	0,6400	0,6508	0,6904	0,5791	0,7428	0,6606
Ihlas	0,5144	0,2347	0,2926	0,5042	0,3990	0,3890
Ihyay	0,5817	0,6102	0,3973	0,2412	0,4002	0,4461
Isbir	1,1080	0,9690	0,8522	0,7987	0,8753	0,9207
Ittfh	0,5016	0,2718	0,2788	0,1739	0,1894	0,2831
Kchol	1,1372	1,0103	0,2262	0,2681	0,4637	0,6211
Mzhld	1,3671	1,1801	0,9294	0,9140	0,5315	0,9844
Metur	0,3201	0,4784	0,3039	0,1152	0,3266	0,3088
Nthol	0,1227	0,1231	0,0557	0,0570	0,1229	0,0963
Ostim	0,4655	0,2800	0,3416	0,1951	0,2225	0,3009
Otto	0,1532	0,1112	0,0419	0,0523	0,1519	0,1021
Polho	0,5243	0,4437	0,3746	0,5253	0,7195	0,5175
Tavhl	0,1911	0,1861	0,0754	0,1050	0,2171	0,1550
Tkfen	1,0093	1,1532	0,8428	0,7403	0,9528	0,9397
Trcas	0,0343	0,0341	0,0488	0,0000	0,0000	0,0234
Sise	0,5592	0,4660	0,4825	0,3475	0,5816	0,4874
Verus	0,2377	0,1681	0,0732	0,0915	0,1513	0,1443
Sektör Ortalaması	0,5149	0,4815	0,3775	0,3494	0,4290	0,4305

Aktif devir hızı olarak da adlandırılan toplam varlıkların aktivitesi oranı işletmelerin sahip oldukları varlıkların tamamı karşılığında ne oranda satış geliri elde etmiş olduğunu göstermektedir. Yukarıda yer alan Tablo 8'de holdinglere ait toplam varlıkların aktivite düzeyleri yer almakta olup çalışmada ele alınan holdingler ve dönemde, varlıkların satışlara ortalama 0,43 düzeyinde yansımış olduğu görülmektedir. Zorlu Holding A.Ş. ve Doğan Holding A.Ş. çalışma kapsamındaki dönemde ortalama olarak toplam varlıklarını satışlara en yüksek ölçüde yansıtabilen şirketler olarak ortaya çıkmış, Turcas Petrol A.Ş., Gsd Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. toplam varlıklarını en düşük düzeyde satışlara yansıtabilmiştir. Aşağıda yer alan Tablo 9'da 2018-2022 dönemleri için ele alınan holdinglere ait özkaynakların aktivitesi oranları yer almaktadır.

Tablo 9. Şirketlere Ait Özkaynakların Aktivitesi Oranı Değerleri

Özkaynak Devir Hızı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	1,1075	1,8681	2,5659	2,0692	2,9325	2,1086
Alark	0,7022	0,6911	0,3577	0,4424	0,4383	0,5263
Bera	1,2038	1,1939	1,0731	1,0203	0,9282	1,0839
Dohol	1,7347	1,7367	1,1329	1,1514	1,8635	1,5239
Ecilc	0,1731	0,2051	0,1721	0,1222	0,0976	0,1540
Gsdho	0,0786	0,0759	0,0700	0,1905	0,1970	0,1224
Sahol	0,2883	0,2825	0,2804	0,2951	0,3405	0,2974
Ieyho	1,3337	1,1189	1,0349	0,7950	0,9571	1,0479
Ihlas	1,5654	0,5763	0,5878	0,7906	0,6458	0,8332
Ihyay	0,9227	1,0452	0,5229	0,2847	0,4781	0,6507
Isbir	3,9429	3,2777	2,8147	1,8413	1,5861	2,6925
Ittfh	1,6266	0,7788	0,5963	0,2598	0,2574	0,7038
Kchol	3,0340	3,0796	1,6184	2,2596	2,9687	2,5921
Mzhld	3,7623	2,9956	1,6278	1,9726	0,7382	2,2193
Metur	2,5031	3,7508	1,1820	0,3517	0,7915	1,7158
Nthol	0,1920	0,2024	0,1018	0,0951	0,1949	0,1572
Ostim	0,9668	0,5852	0,5106	0,2743	0,3028	0,5279
Otto	0,3480	0,3461	0,1397	0,0832	0,2903	0,2414
Polho	0,7791	0,7048	0,5987	0,9621	1,0690	0,8227
Tavhl	0,6392	0,5461	0,2869	0,3580	0,7769	0,5214
Tkfen	2,7455	2,6567	2,0186	2,0999	2,8959	2,4833
Trcas	0,0828	0,0864	0,1754	0,0000	0,0000	0,0689
Sise	0,9304	0,9438	0,9488	0,6057	1,0023	0,8862
Verus	0,2942	0,2033	0,0922	0,1000	0,1849	0,1749
Sektör Ortalaması	1,2899	1,2063	0,8546	0,7677	0,9141	1,0065

Sermayedarların payının verimliliğini gösteren özkaynakların aktivitesi ya da özkaynak devir hızı oranlarının holding sektörü şirketleri sonuçlarına göre en düşük değerlere sahip holdinglerin diğer aktivite oranları ile büyük oranda benzerlik göstererek Gsd Holding A.Ş. ve Sabancı Holding A.Ş. olduğu görülmüştür. Özkaynaklarının aktivitesi en yüksek holdingler olan İşbir Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş. olurken holding sektörü ortalaması çalışma kapsamındaki dönemde 1,29 ile 0,91 arasında hareket etmiş ve özkaynakların satışlara yansıma oranı ortalama 1,0065 olarak hesaplanmıştır.

3.3. Kaldıraç (Finansal Yapı) Oranları

İşletmelerin finansal yapılarını analiz eden kaldıraç ya da sermaye yapısı oranları, varlıkların ne şekilde finanse edildiğini ve kaynaklar içindeki paylarını göstermektedir. Holding sektörü şirketlerinin ne oranda yabancı kaynak kullanmakta olduğu Tablo 10'da, öz kaynaklar ile finansmanın ne oranda gerçekleşmiş olduğu da Tablo 11'de yer almaktadır.

Tablo 10. Şirketlere Ait Toplam Borç Oranı Değerleri

Toplam Borç Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,5496	0,6391	0,6698	0,6498	0,6669	0,6350
Alark	0,4623	0,3728	0,2950	0,3608	0,3413	0,3664
Bera	0,4588	0,4846	0,4142	0,3641	0,2857	0,4015
Dohol	0,3605	0,3211	0,3151	0,3577	0,4434	0,3596
Ecilc	0,1029	0,1160	0,1152	0,1052	0,1928	0,1264
Gsdho	0,3039	0,2730	0,2501	0,2903	0,2490	0,2732
Sahol	0,8483	0,8364	0,8468	0,8736	0,8393	0,8489
Ieyho	0,5201	0,4184	0,3329	0,2716	0,2239	0,3534
Ihlas	0,6714	0,5927	0,5023	0,3622	0,3822	0,5022
Ihyay	0,3695	0,4162	0,2403	0,1525	0,1630	0,2683
Isbir	0,7190	0,7044	0,6972	0,5662	0,4482	0,6270
Ittfh	0,6916	0,6510	0,5324	0,3307	0,2640	0,4939
Kchol	0,6252	0,6719	0,8602	0,8813	0,8438	0,7765
Mzhld	0,6366	0,6060	0,4290	0,5366	0,2800	0,4977
Metur	0,8721	0,8725	0,7429	0,6724	0,5873	0,7494
Nthol	0,3610	0,3920	0,4531	0,4008	0,3694	0,3953
Ostim	0,5186	0,5215	0,3310	0,2887	0,2651	0,3850
Otto	0,5598	0,6786	0,7000	0,3710	0,4767	0,5572
Polho	0,3271	0,3705	0,3743	0,4540	0,3269	0,3706
Tavhl	0,7010	0,6592	0,7371	0,7066	0,7206	0,7049
Tkfen	0,6324	0,5659	0,5825	0,6475	0,6710	0,6198
Trcas	0,5852	0,6049	0,7219	0,8779	0,2898	0,6160
Sise	0,3990	0,5062	0,4915	0,4263	0,4198	0,4486
Verus	0,1920	0,1732	0,2064	0,0848	0,1818	0,1676
Sektör Ortalaması	0,5195	0,5187	0,4934	0,4597	0,4138	0,4810

Tablo 10 'da yer alan holding şirketlerinin yabancı kaynak kullanım oranları incelendiğinde Sabancı Holding A.Ş. ve Koç Holding A.Ş.'nin en yüksek oranda borç kullanan holdingler olduğu görülmektedir. Söz konusu işletmeler varlıklarının büyük bir kısmını yabancı kaynaklar

ile finanse etmekte olup çalışma kapsamındaki holdinglerden 8 tanesinin 0,60 ve üzeri oranda borç kaynak kullanmakta olduğu görülmüştür. Holding sektörüne ait veriler ortalama düzeyde hesaplanmış olup 2020 yılı sonrasında yabancı kaynak kullanımının sektörel olarak azalma eğilimi içinde olduğu da ayrıca görülmektedir.

Tablo 11. Şirketlere Ait Öz Kaynak Oranı Değerleri

Öz Kaynak Oranı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,4504	0,3609	0,3302	0,3502	0,3331	0,3650
Alark	0,5377	0,6272	0,7050	0,6392	0,6587	0,6336
Bera	0,5412	0,5154	0,5858	0,6359	0,7143	0,5985
Dohol	0,6395	0,6789	0,6849	0,6423	0,5566	0,6404
Ecilc	0,8971	0,8840	0,8848	0,8948	0,8072	0,8736
Gsdho	0,6961	0,7270	0,7499	0,7097	0,7510	0,7268
Sahol	0,1517	0,1636	0,1532	0,1264	0,1607	0,1511
Ieyho	0,4799	0,5816	0,6671	0,7284	0,7761	0,6466
Ihlas	0,3286	0,4073	0,4977	0,6378	0,6178	0,4978
Ihyay	0,6305	0,5838	0,7597	0,8475	0,8370	0,7317
Isbir	0,2810	0,2956	0,3028	0,4338	0,5518	0,3730
Ittfh	0,3084	0,3490	0,4676	0,6693	0,7360	0,5061
Kchol	0,3748	0,3281	0,1398	0,1187	0,1562	0,2235
Mzhld	0,3634	0,3940	0,5710	0,4634	0,7200	0,5023
Metur	0,1279	0,1275	0,2571	0,3276	0,4127	0,2506
Nthol	0,6390	0,6080	0,5469	0,5992	0,6306	0,6047
Ostim	0,4814	0,4785	0,6690	0,7113	0,7349	0,6150
Otto	0,4402	0,3214	0,3000	0,6290	0,5233	0,4428
Polho	0,6729	0,6295	0,6257	0,5460	0,6731	0,6294
Tavhl	0,2990	0,3408	0,2629	0,2934	0,2794	0,2951
Tkfen	0,3676	0,4341	0,4175	0,3525	0,3290	0,3802
Trcas	0,4148	0,3951	0,2781	0,1221	0,7102	0,3840
Sise	0,6010	0,4938	0,5085	0,5737	0,5802	0,5514
Verus	0,8080	0,8268	0,7936	0,9152	0,8182	0,8324
Sektör Ortalaması	0,4805	0,4813	0,5066	0,5403	0,5862	0,5190

Çalışma kapsamında ele alınan holdinglerin ilgili dönemde yabancı kaynak kullanım oranının azalarak özkaynakların daha fazla tercih edilmesiyle sektörde likidite riskinin azaltılması yönünde bir eğilim olduğu Tablo 11'de görülmektedir. Eczacıbaşı ve Verus Holding A.Ş. varlıklarının ortalama 0,87 ile 0,83 oranları arasında özkaynak kullanarak varlıkların finansmanında çok düşük miktarda yabancı kaynak kullanmakta olduğu da bulgulara yer almıştır. Holding sektörü şirketlerinin kapsama dâhil olan dönemde ortalama 0,4805 ile 0,5862 arasında değişen ve kabul edilmiş oranlara yakın bir ortalamaya sahip olduğu da tespit edilmiştir.

3.4. Karlılık Oranları

Mali oranlar aracılığı ile şirketlerin analiz edilmesinde en önemli unsurlardan biri de işletmelerin karlılık seviyeleridir. İşletmelerin karlılık analizinde elde edilen satışların ne kadarlık kısmının kar olarak elde tutulabilmiş olduğu, toplam varlıklar ve özkaynaklar karşılığında ne oranda net kar elde edilmiş olduğu hem işletme sahipleri hem de yatırımcılar tarafından her zaman büyük önem arz etmektedir. Aşağıda yer alan Tablo 12'de holdinglere ait net kar miktarının satış gelirleri içindeki payını gösteren net kar marjı oranları yer almaktadır.

Tablo 12. Şirketlere Ait Net Kar Marjı Oranı Değerleri

Net Kar Marjı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0460	0,0282	0,0087	0,0435	0,0566	0,0182
Alark	-0,0770	0,3289	0,8778	0,7853	1,6655	0,7161
Bera	0,0316	0,0310	0,1462	0,2189	0,2754	0,1406
Dohol	0,2937	0,0447	0,1359	0,1857	0,1581	0,1636
Ecilc	0,3469	0,1855	0,3543	1,1451	2,2823	0,8628
Gsdho	2,8792	1,4093	0,3536	1,0195	1,4679	1,4259
Sahol	0,4454	0,3708	0,4134	0,6729	1,2085	0,6222
Ieyho	0,0010	-0,0830	0,0441	0,4369	0,2833	0,1365
Ihlas	-0,0256	0,0073	0,0287	0,1421	0,2778	0,0861
Ihyay	-0,0571	0,0473	-0,0172	0,3309	0,3683	0,1344
Isbir	0,0096	0,0544	0,1285	0,1080	0,1074	0,0816
Ittfh	-0,0455	-0,0521	-0,0824	0,5384	1,4767	0,3670
Kchol	0,0591	0,0387	0,0886	0,0957	0,1611	0,0887
Mzhld	0,2099	0,0162	0,1233	-0,1367	0,0854	0,0596
Metur	-0,7970	0,0002	0,0040	-1,6697	0,1932	-0,4539
Nthol	0,3540	0,0949	-1,1488	1,0034	0,8704	0,2348
Ostim	0,0296	0,0520	0,2195	0,4291	1,4477	0,4356
Otto	-0,4530	-1,5825	-1,9084	0,3057	2,2521	-0,2772
Polho	0,0260	0,0624	0,1204	0,1422	0,3888	0,1480
Tavhl	0,3817	0,5078	-0,9453	0,0957	0,1118	0,0303
Tkfen	0,1154	0,0969	-0,0057	0,0511	0,1124	0,0740
Trcas	-2,8118	-0,6382	-1,9386	0,0000	0,0000	-1,0777
Sise	0,2165	0,1495	0,1324	0,2848	0,2112	0,1989
Verus	0,5667	0,9171	2,9117	2,4198	1,9028	1,7436
Sektör Ortalaması	0,0689	0,0870	0,0019	0,3604	0,7235	0,2483

2018-2022 dönemine ait veriler doğrultusunda Verus, Eczacıbaşı ve Gsd Holding A.Ş. net kar marjı en yüksek işletmeler olurken holdinglere ait sektör ortalaması yaklaşık 0,25 olarak hesaplanmıştır. Sektörde en yüksek net kar marjı ortalaması 2022 yılında (0,7235) görülürken

2020 yılında (0,0019), Covid 19 küresel salgınının da muhtemel etkisi ile holding sektörüne ait en düşük net kar marjı ortalaması ortaya çıkmıştır.

Tablo 13. Şirketlere Ait Faaliyet Kar Marjı Oranı Değerleri

Faaliyet Kar Marjı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	0,0717	0,0663	0,0717	0,0706	0,0959	0,0752
Alark	0,2600	0,2697	0,4085	0,2248	0,1468	0,2619
Bera	0,1002	0,1028	0,1569	0,1490	0,2086	0,1435
Dohol	0,1200	0,0758	0,1155	0,1341	0,1536	0,1198
Ecilc	0,3011	0,2564	0,3269	0,6311	0,3753	0,3782
Gsdho	1,1735	0,9673	0,5381	0,9429	0,8648	0,8973
Sahol	0,4985	0,4244	0,4844	0,7382	1,2773	0,6846
Ieyho	0,0470	-0,0120	0,0631	0,1116	0,1503	0,0720
Ihlas	0,0433	0,1904	0,0322	0,0427	0,0681	0,0753
Ihyay	-0,0948	0,0672	-0,0074	-0,1177	-0,0678	-0,0441
Isbir	0,1423	0,1386	0,2563	0,2738	0,1844	0,1991
Ittfh	-0,0044	-0,1105	-0,0281	0,1043	0,1812	0,0285
Kchol	0,0687	0,0489	0,0973	0,1052	0,1866	0,1013
Mzhld	0,3126	0,1425	0,1105	-0,1293	0,1564	0,1185
Metur	0,0752	0,3707	0,4805	0,0718	0,4640	0,2924
Nthol	0,2674	0,1642	-0,3692	0,2007	0,2417	0,1009
Ostim	0,1612	0,1907	0,1955	0,1842	0,2002	0,1864
Otto	-0,4150	-1,8659	-1,7250	-0,2994	0,9492	-0,6712
Polho	0,0913	0,0560	0,1153	0,1228	0,1272	0,1025
Tavhl	0,2295	0,2749	-0,2075	0,1104	0,2160	0,1247
Tkfen	0,0889	0,1095	-0,0051	-0,0345	0,0465	0,0411
Trcas	-0,0838	0,3237	0,3993	0,0000	0,0000	0,1278
Sise	0,1837	0,1568	0,1521	0,1943	0,1790	0,1732
Verus	0,6340	1,0730	3,3169	2,6557	1,6480	1,8655
Sektör Ortalaması	0,1780	0,1450	0,2074	0,2703	0,3356	0,2273

Finansman giderleri ve vergi gibi giderler hariç tutularak, satış gelirleri içinde faaliyet karının ne oranda yer aldığı faaliyet kar marjı oranı ile hesaplanmakta olup Tablo 13'te holding sektörü şirketlerinin faaliyet kar marjı oranları ele alınan dönem ve şirketler için yer almaktadır. Elde edilen bulgularda ortalama net kar marjı oranı en düşük işletmelerden Turcas Petrol A.Ş. ile Metemtur Yatırım Enerji Turizm ve İnşaat A.Ş.'nin ortalama faaliyet kar marjı oranları açısından sektörde üst sıralarda yer almakta oldukları bu bağlamda ilgili işletmelerin finansal giderlerinin önemli büyüklüğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışma kapsamı için holdinglere ait sektörel ortalama 0,2273 olarak hesaplanmış, ortalama faaliyet kar marjı oranının 2018 döneminden 2022 yılına kadar artan bir eğilim içinde olduğu da görülmüştür.

Tablo 14. Şirketlere Ait Aktif (Toplam Varlık) Karlılığı Oranı Değerleri

Aktif Karlılığı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0230	0,0190	0,0074	0,0315	0,0553	0,0180
Alark	-0,0291	0,1426	0,2213	0,2221	0,4808	0,2075
Bera	0,0206	0,0191	0,0919	0,1421	0,1826	0,0912
Dohol	0,3258	0,0527	0,1055	0,1374	0,1640	0,1571
Ecilc	0,0539	0,0336	0,0540	0,1252	0,1798	0,0893
Gsdho	0,1575	0,0778	0,0186	0,1378	0,2172	0,1218
Sahol	0,0195	0,0171	0,0178	0,0251	0,0661	0,0291
Ieyho	0,0006	-0,0540	0,0305	0,2530	0,2104	0,0881
Ihlas	-0,0132	0,0017	0,0084	0,0716	0,1108	0,0359
Ihyay	-0,0332	0,0289	-0,0068	0,0798	0,1474	0,0432
Isbir	0,0106	0,0527	0,1095	0,0862	0,0940	0,0706
Ittfh	-0,0228	-0,0142	-0,0230	0,0936	0,2798	0,0627
Kchol	0,0673	0,0391	0,0200	0,0257	0,0747	0,0454
Mzhld	0,2869	0,0192	0,1146	-0,1249	0,0454	0,0682
Metur	-0,2551	0,0001	0,0012	-0,1924	0,0631	-0,0766
Nthol	0,0434	0,0117	-0,0639	0,0572	0,1070	0,0311
Ostim	0,0138	0,0146	0,0750	0,0837	0,3222	0,1018
Otto	-0,0694	-0,1760	-0,0800	0,0160	0,3422	0,0066
Polho	0,0137	0,0277	0,0451	0,0747	0,2798	0,0882
Tavhl	0,0729	0,0945	-0,0713	0,0101	0,0243	0,0261
Tkfen	0,1164	0,1117	-0,0048	0,0378	0,1071	0,0737
Trcas	-0,0966	-0,0218	-0,0946	-0,0512	0,5311	0,0534
Sise	0,1210	0,0697	0,0639	0,0990	0,1228	0,0953
Verus	0,1347	0,1542	0,2130	0,2214	0,2878	0,2022
Sektör Ortalaması	0,0382	0,0301	0,0355	0,0693	0,1873	0,0721

Tablo 14'te holding sektörü şirketlerinin sahip oldukları varlıkların tamamı karşılığında ne oranda kar elde etmiş olduklarını gösteren toplam varlıkların ya da aktiflerin karlılığı oranı yer almaktadır. İşletmeler içinde elde ettiği net karı toplam varlıklar karşılığında en yüksek değere sahip olan holdingler Alarko, Verusa ve Doğan Holding A.Ş. olmuş, Alarko ve Verusa Holding A.Ş. toplam varlıklarının 0,20'si oranında net kar elde etmişlerdir. Sektörde 2022 yılında büyük ölçüde artış gösteren aktif karlılığı oranı ilgili dönemde 0,0721 oranında hesaplanmıştır.

Tablo 15. Şirketlere Ait Özkaynak Karlılığı Oranı Değerleri

Özkaynak Karlılığı	2018	2019	2020	2021	2022	Şirket Ortalaması
Aghol	-0,0510	0,0526	0,0224	0,0901	0,1659	0,0560
Alark	-0,0541	0,2273	0,3139	0,3474	0,7300	0,3129
Bera	0,0380	0,0370	0,1569	0,2234	0,2556	0,1422
Dohol	0,5095	0,0777	0,1540	0,2139	0,2947	0,2499
Ecilc	0,0601	0,0380	0,0610	0,1399	0,2228	0,1044
Gsdho	0,2262	0,1070	0,0248	0,1942	0,2892	0,1683
Sahol	0,1284	0,1048	0,1159	0,1986	0,4115	0,1918
Ieyho	0,0013	-0,0928	0,0457	0,3474	0,2711	0,1145
Ihlas	-0,0401	0,0042	0,0169	0,1123	0,1794	0,0546
Ihyay	-0,0527	0,0494	-0,0090	0,0942	0,1761	0,0516
Isbir	0,0378	0,1783	0,3616	0,1988	0,1704	0,1894
Ittfh	-0,0739	-0,0406	-0,0491	0,1399	0,3801	0,0713
Kchol	0,1794	0,1193	0,1434	0,2162	0,4782	0,2273
Mzhld	0,7896	0,0487	0,2008	-0,2696	0,0630	0,1665
Metur	-1,9950	0,0006	0,0048	-0,5873	0,1529	-0,4848
Nthol	0,0680	0,0192	-0,1169	0,0954	0,1696	0,0471
Ostim	0,0286	0,0305	0,1121	0,1177	0,4384	0,1454
Otto	-0,1576	-0,5477	-0,2666	0,0254	0,6539	-0,0585
Polho	0,0203	0,0440	0,0721	0,1368	0,4157	0,1378
Tavhl	0,2440	0,2773	-0,2712	0,0343	0,0869	0,0742
Tkfen	0,3168	0,2574	-0,0116	0,1074	0,3256	0,1991
Trcas	-0,2328	-0,0551	-0,3400	-0,4196	0,7478	-0,0599
Sise	0,2014	0,1411	0,1256	0,1725	0,2116	0,1705
Verus	0,1667	0,1865	0,2684	0,2419	0,3517	0,2431
Sektör Ortalaması	0,0149	0,0527	0,0473	0,0905	0,3184	0,1048

Holdingleler tarafından elde edilen net karın sermayedarların payları karşılığındaki değerini gösteren özkaynak karlılığı oranları Tablo 15'te görülmektedir. Özkaynakları karşılığında en yüksek oranda kar elde eden holdingleler toplam varlık karlılığı sonuçlarına benzer şekilde Alarko, Doğan ve Verusa Holding A.Ş. olmuştur. Holdinglelere ait ortalama özkaynak karlılığı oranlarının da özellikle 2022 yılında yaklaşık 0,32 seviyesine çıkarak artan bir eğilim içinde olduğu görülmüş, çalışma kapsamı içinde holdinglelere ait ortalama özkaynak karlılığı oranı 0,1048 olarak hesaplanmıştır.

4. Sonuç ve Öneriler

Genellikle ortaklık ya da hisse sahipliği aracılığıyla bir araya gelen holdingler, sahip oldukları sermayelerinin büyüklüğü, satış hacimleri, farklı sektörlerde yer alan şirketlere sahip olmaları sayesinde yüksek kar elde etme potansiyelleri açısından hem yatırımcılar hem de ülke ekonomileri için büyük öneme sahiptirler. Sahip oldukları finansal yapıları ve satış hacimleri nedeniyle sermaye piyasalarında da farklı bir konuma sahip olan holding sektörü, yatırımcılar ve sermaye piyasaları için önemli bir alternatif olarak ortaya çıkmaktadır. Türkiye’de 1960’lı yıllarda görülmeye başlayan holdingler özellikle 1980’li yıllardan sonra artış göstererek günümüzde Borsa İstanbul’un en değerli şirketleri içinde yer almış olup Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi kapsamında sektörel olarak sınıflandırılmaktadırlar.

Hem ülke ekonomisi hem de sermaye piyasaları için öneme sahip holdinglerin finansal açıdan değerlendirilmesinde oran analizi yöntemi en etkili analiz yöntemlerinden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Çalışma kapsamına Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan 24 holding işletmesinin 2018-2022 dönemlerine ait verileri ele alınarak çalışma kapsamındaki yıllara ait finansal oranları analiz edilerek değerlendirilmiştir. Likidite, aktivite, sermaye yapısı ve karlılık oranları elde edilen holdinglere ait bulgular doğrultusunda hem analiz edilen holdinglerin, hem de sektöre ait ortalamalar ve oranlardaki eğilimin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada öncelikle işletmelerin risk düzeyini ve kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü tespit etmeyi amaçlayan likidite oranları hesaplanmış, holdinglere ait cari oran, asit test oranı ve nakit oranları çalışma kapsamındaki her bir holding için hesaplanarak analiz edilmiştir. Bulgular, ele alınan holding işletmelerinin yarıdan fazlasına ait ortalama değerlerin beklenen cari oran değerinin üzerinde olduğunu göstermiştir. 2022 yılına kadar artan bir eğilime sahip olan sektör ortalaması değerinin de yaklaşık 2,53 düzeyinde olduğu, holdinglere ait dönen varlıkların kısa vadeli borçları ödeme kapasitesinin açısından oldukça güçlü bir yapıya sahip olduğu tespit edilmiştir. Holdinglere ait likidite oranı ya da diğer bir ifade ile asit test oranı bulgularının cari oran ile benzer sonuçlara sahip olduğu, sektör ortalamalarının da beklenen düzeyin üstünde olduğu görülmüştür. En riskli koşullar altındaki risk seviyesini hesaplayan nakit oranı açısından 0,50 değeri üzerinde ortalamaya sahip olan sadece 9 holding işletmesinin mevcut olduğu görülmüştür. 2020 yılında en yüksek değere sahip olan nakit oranı çalışma kapsamındaki dönemler için yaklaşık 0,57 değerinde olduğu görülmüştür. Holding sektörü işletmelerine ait likidite oranlarının çalışma kapsamı için riskli olarak değerlendirilemeyeceği tespit edilmiştir.

Sektörde yer alan holdinglere ait varlıkların faaliyet dönemi içinde ne etkinlikte kullanılmış olduğu da aktivite ya da faaliyet oranları kapsamında ele alınmıştır. İlgili dönemde ele alınan holding işletmelerine ait bulgularda öncelikle stokların ne etkinlikte kullanılmış olduğu ele alınmış, çalışma kapsamındaki dönemde stokların dönem içindeki aktivitesinin genel olarak yüksek olduğu, işletmelerin büyük bir çoğunluğunun ortalama olarak üç veya daha üzeri olacak şekilde stoklarını dönem içinde satışlara yansıtmış olduğu görülmüştür. Ele alınan dönemler boyunca sektöre ait ortalama değerler yaklaşık olarak 7,67 ile 9,36 arasında değişmekle birlikte 2019 yılında ortaya çıkan Covid-19 küresel salgınının da muhtemel etkisiyle 2020 ve 2021 dönemlerinde azalma göstermiş, sektöre ait genel ortalama 8,527 olarak hesaplanmıştır. Ticari faaliyetlerinden doğan alacaklarının aktivitesi analiz edilen holding işletmeleri içinde en düşük ortalama 1,65 olarak ortaya çıkmış, çalışmada ele alınan holdingler ve çalışma kapsamındaki dönemde sektör ortalaması 6,5978 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda çalışmada ele alınan holdinglerin ortalama olarak stoklarını tüketmede ve alacaklarını tahsil etmede yeterli ölçüde etkin olduğunu söylemek faaliyet süreleri bakımından mümkün hale gelmiştir.

Çalışmada, sektörde yer alan holdinglerin sahip olduğu duran varlıklarının, özkaynaklarının ve toplam varlıklarının dönem içinde ne ölçüde etkin kullanmakta olduğu da oran analiziyle ele alınmıştır. Elde edilen bulgular, çalışma kapsamındaki dönem için ortalama olarak duran varlıklarını 0,9725, özkaynaklarını 1,0065, sahip oldukları varlıkların tamamını ise 0,4305 seviyesinde etkin kullanmış olduklarını göstermiştir. Olabildiğince yüksek olması beklenen bu oranların ilgili dönem ve holdingler için yeterli sayılabilecek düzeyde olup her üç faaliyet oranının da 2020 ve 2021 dönemlerinde düşüş göstererek 2022 döneminde tekrar yükselmiş olduğu ayrıca tespit edilmiştir.

Çalışmada varlıklarının finansmanı açısından da ele alınan holdinglere ait sermaye yapısı ya da kaldıraç oranları da ilgili dönem ve şirketler için analiz edilmiştir. Bulgular holdinglerin 2018-2022 dönemine ait ortalama veriler doğrultusunda neredeyse eşit ağırlıkta kullanılmakta olduğunu göstermiş, özkaynaklar ile finansmanın, arada çok az bir fark olsa da, daha ağırlıklı olarak tercih edilmiş olduğunu göstermiştir. Bulgular holdinglere ait kaynak finansmanında 2018 döneminden 2022 dönemine kadar olan süreçte başlangıçta ağırlıklı olarak yabancı kaynak finansmanı tercih edilmekte iken ilerleyen süreçte özkaynak kullanımı ile finansmanın artmış olduğu görülmektedir.

Sermayedarların ve yatırımcıların genel olarak daha fazla dikkatini çekmekte olan karlılık oranlarına ait bulgular, çalışmada ele alınan holdingler açısından analiz edildiğinde elde edilen satış gelirlerinin ortalama 0,2483'lük kısmını net kar olarak elde tutmakta olduğunu göstermiştir. Holdinglere ait ortalama faaliyet kar marjı ve net kar marjı sonuçlarının analiz edilen dönem içinde, özellikle 2022 döneminde, artmakta olduğu da ayrıca tespit edilmiştir. Holdinglerin sahip olduğu tüm varlıkları karşılığında analiz kapsamındaki dönem için ortalama 0,0721, özkaynakları karşılığında ise 0,1048 oranında kar elde etmiş olduğu da çalışmaya ait bulgular arsındadır.

Elde edilen bulgular doğrultusunda Borsa İstanbul'da yer alan ve holding sektöründe yer alan işletmelerin 2018-2022 mali analiz sonuçlarının ortalama olarak kabul edilebilir düzeyde olduğu görülmüştür. Çalışma kapsamında holdinglere ait yorumlar sektöre ait ortalama değerler dikkate alınarak yapılmış, analiz edilen birbirinden farklı holdinglere ait oranların bazı şirketler için çok yüksek ya da çok düşük olmasının sektör ortalamasını etkileme derecesi ve çalışma kapsamındaki süre ve şirket sayısı dikkate alınmalıdır. Ayrıca, holdinglerin birbirinden farklı iş kollarında faaliyet göstermekte olması ve iş koluna ait özelliklerin işletmelerin mali yapılarında farklılık göstermekte olması da dikkate alınması gereken önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Alpay, G. (1988). *Holding Yönetimine Gelince*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Avcı, P. (2019). *Holding Firmalarında Değer Tespiti ve Borsa İstanbul'da İşlem Gören Holding ile Bağılı Ortaklık ve İştiraklerin Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişkinin Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Avdasheva, S. (2007). Russian Holding Groups: New Empirical Evidence, *Problems of Economic Transition*, 50:5, 24-43.
- Chandler, A. D. (1959). The Beginnings of "Big Business" in American Industry. *Business History Review*, 33(1), 1-31.
- Dağlı, H. (2017). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). Trabzon: Derya Kitabevi.
- Grabowiecki, J. (2006). Keiretsu Groups: Their Role in The Japanese Economy and a Reference Point (or a Paradigm) for Other Countries, *Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization*, 413, 1-64.
- Ildır, A. (2003). *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Paradigma Yayınları.
- Kishida, T. (1999). *The Holding Company-An Analysis of Its Organizational Form. Restructuring The Economy of the 21st Century in Japan and Germany*, Berlin: Dunker & Humblot GmbH.
- Özalp, İ., Saldıraner, Y. & Dereköy, A. H. (1990). Holding Yönetimi. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 37-58.
- Özdemir, M. (1999). *Finansal Yönetim* (2. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Özen, Ş. & Yeloğlu, H. O. (2006). Bir Örgüt Kimliği Olarak 'Holding' Adının İnşası ve Aşınması: Eşanlı Kurumsallaşma ve Çözülme Üzerine Bir Model Önerisi. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6 45-84.
- Tekinalp, Ü. (2015). *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Web Kaynakları;**
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (2023). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Hisse Senetleri. <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx> adresinden erişildi. (ET:20.06.2023)
- Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) (2023). Borsa İstanbul'da Yer Alan Şirketlerin Yer Aldığı Sektörler. <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler> adresinden erişildi. (ET:16.08.2023)

