

T.C.
İstanbul Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Finans Anabilim Dalı

Doktora Tezi

Bir Kurumsal Yönetim Modeli Olarak
TÜRKİYE’DE NAKİT AKIM HAKLARININ
ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN
ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİNİN FİNANSAL
ETKİNLİĞİNİN TESTİ
(Piramit Yapılar, Çapraz Hissedarlık ve İki Sınıflı
Hisseler)

Muhammet Belen

2502010170

Tez Danışmanı:
Prof. Dr. Belkıs Seval

İstanbul 2008

TEZ ONAYI

Enstitümüz **FİNANSMAN** Bilim Dalında **2502010170** numaralı **MUHAMMET BELEN**'in hazırladığı “**BİR KURUMSAL YÖNETİM MODELİ OLARAK TÜRKİYE’DE NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİNİN FİNANSAL ETKİNLİĞİNİN TESTİ (PİRAMİT YAPILAR, ÇAPRAZ HİSSEDARLIK VE İKİ SINIFLI HİSSELER)**” konulu **YÜKSEK LİSANS- / DOKTORA TEZİ** ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği’nin 28.Maddesi **16.09.2008** Salı günü saat: **14.00**’te yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABUL**.....’ne* **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.BELKIS SEVAL	Kabul	B. Seval
PROF.DR.ORHAN GÖKER	Kabul	Orhan Göker
PROF.DR.İHSAN ERSAN	Kabul	İhsan Ersan
DOÇ.DR.BENGİ ERTUNA	Kabul	Bengi Ertuna
DOÇ.DR.MURAT KIYILAR	Kabul	Murat Kıyılar

Bir Kurumsal Yönetim Modeli Olarak
TÜRKİYE’DE NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI
SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİNİN FİNANSAL ETKİNLİĞİNİN
TESTİ
(Piramit Yapılar, Çapraz Hissedarlık ve İki Sınıflı Hisseler)

Muhammet BELEN

ÖZ

Bu çalışma, Türk sanayi sektöründeki firmalarda en büyük hissedarın nihai olarak sahip olduğu kontrol ve nakit akım haklarının firma değeri üzerine etkileri olup olmadığını incelemektedir. Çalışma İMKB Ulusal Sınâî Endeksi’ne dâhil halka açık işlem gören 153 şirketin 2006 yılı sonuna ait verilerini kullanmaktadır. Doğrusal regresyon analizi kullanılarak çalışmada firma değerlerinin en büyük hissedarın nakit akım hakkı ile birlikte yükseldiği bulunmuştur. Bu bulgu yoğunlaşmış sahiplik özelliği taşıyan ülkelerde kontrol eden hissedar ile azınlık hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılmasında nakit akım hakkının önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu göstermektedir. Regresyon sonuçları en büyük hissedarın kontrol ve nakit akım hakları farkı ile firma değeri arasında beklenen negatif ilişkiyi desteklememektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Temsil Maliyetleri, Sahiplik Yapısı, Kontrol Hakları, Nakit Akım Hakları, Kontrolün Özel Yararları, Piramit Yapılar

As A Corporate Governance Model
THE FINANCIAL EFFICIENCY TEST OF CORPORATE CONTROL
MECHANISMS THAT GIVE CONTROL RIGHTS BEYOND CASH-FLOW
RIGHTS IN TURKEY
(Pyramid Structures, Cross Ownership and Dual-Class Shares)

Muhammet BELEN

ABSTRACT

This study investigates whether the ultimate control and cash-flow ownership rights of the largest shareholder have effects on firm value in Turkish industrial firms or not. The study uses data of 153 publicly traded corporations by year-end 2006 from ISE-National Industrial Index. In the study using linear regression analysis it is found that firm value increases with the cash-flow ownership of the largest shareholder. This finding shows that in countries characterized by concentrated ownership structure, cash-flow ownership of the largest shareholder is an important corporate governance mechanism in alignment of conflict of interest between controlling and minority shareholders. The regression results do not support the expected negative relation between firm value and the difference between control and cash-flow ownership rights of the largest shareholder.

Key Words: Corporate Governance, Agency Costs, Ownership Structure, Control Rights, Ownership Rights, Private Benefits of Control, Pyramid Structures

ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim, şirketlerin karşılaştığı sorunlara firma içi ve piyasaya dayalı mekanizmalar setiyle cevaplar aramaktadır. Bu konudaki temel tartışmalardan biri kurumsal yönetim yapısı, diğer bir ifadeyle şirketlerin sahiplik yapısının temsil maliyetleri problemi üzerindeki etkileridir. Türkiye’de şirketlerin sahiplik yapısı, belirli payların üzerinde büyük hissedarların varlığı nedeniyle yoğunlaşmış sahiplik olarak nitelenmektedir. Her ne kadar mevcut yapı, alternatiflerinin karşı karşıya olduğu problemlerin çözümüne yönelik farklı bir kurumsal yönetim sistemi olarak değerlendirilse de, küçük yatırımcıların korunması, şirket kontrol piyasasının dışlanması ve firma performanslarını olumsuz etkileyen diğer özellikleriyle birlikte çözümlenmeyi bekleyen birçok sorunu da içinde barındırmaktadır.

Bir bütün olarak değerlendirmeye muhtaç olmakla birlikte, Türk kurumsal yönetim sisteminin belirgin özelliklerinden birisi, şirketleri kontrol edenlerin şirkette sahip oldukları nakit akım haklarından daha fazla kontrol haklarına sahip olmalarıdır. Bunun için kullanılan temel üç mekanizma; piramit yapılar, çapraz hissedarlık ve iki sınıflı hisselerin oluşturulmasıdır. Türkiye ekonomisinde giderek ağırlığını artıran holding biçimli kontrol yapıları bu kapsamda değerlendirilebilir. Bu araçların tümü yol açtığı problemler nedeniyle iyi kurumsal yönetimin genel prensipleriyle uyuşmamakla birlikte dünyadaki yaygınlığı bu konuda bilimsel bir açıklama getirme zorunluluğunu beraberinde getirmektedir.

Bu çalışmada Türkiye’de şirketlerin sahiplik yapısı belirlenerek, bu yapıların oluşma nedenlerinin neler olabileceği ortaya konulmaya çalışılmış, farklı yapıların ve özellikle kontrol kaldırıcı doğuran piramit yapılar ile farklı sınıflı hisselerin olduğu sahiplik yapılarının firma performanslarına etkisi olup olmadığı ve varsa ne yönde etkili olduğunu belirlemek amaçlanmıştır.

Çalışma boyunca karşılaştığım güçlüklerde güven ve desteklerini hiç esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. Belkıs SEVAL’e, Prof. Dr. Orhan GÖKER’e ve Prof. Dr. Mahmut PAKSOY’a sonsuz teşekkürlerimi iletmeyi borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1
1 KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI.....	9
1.1 İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	11
1.1.1 Yönetim Kurulları	11
1.1.2 Sahiplik Yapısı (Ownership Structure)	13
1.2 Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	15
1.2.1 Kontrolü Ele Geçirme (Takeover) Piyasası.....	15
1.2.2 Yasal/Düzenleyici (Legal/Regulatory) Sistem.....	16
1.3 Kurumsal Yönetime Olan İhtiyacın Doğuşu	17
1.3.1 Özel Sektörün Artan Rolü	18
1.3.2 Artan Uluslararası Ekonomik Bağımlılık.....	19
1.3.3 Firmaların İçinde Bulundukları Yeni Rekabet Şartları	20
2 NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİ	21
2.1.1 Sahiplik ve Kontrol (Ownership and Control)	24
2.1.2 Sahiplik Yoğunlaşması (Ownership Concentration).....	28
2.1.3 Kontrolün Özel Yararları.....	32
2.1.4 Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama	39
2.2 Azınlığın Kontrolüne Olanak Sağlayan Şirket Kontrol Yapıları.....	42
2.2.1 Nakit Akımı ve Kontrolü Ayıran Mekanizmalar.....	44
2.2.1.1 Farklılaştırılmış Oy Hakları (Differential Voting Rights).....	44
2.2.1.2 Piramit Yapılar	46
2.2.1.3 Çapraz Sahiplik	49

2.2.2	Azınlığın Kontrol Ettiği Yapılarda Temsil Maliyetleri.....	52
2.2.2.1	Proje Seçimi	53
2.2.2.2	Faaliyet Alanı (Firma Büyüklüğü) Seçimi	54
2.2.2.3	Kontrolün Devri	55
2.2.3	Azınlığın Kontrol Ettiği Yapılarda Temsil Maliyetlerini Kısıtlayan Faktörler	55
2.2.3.1	İtibar (Reputation)	56
2.2.3.2	Yasal Kısıtlamalar	56
2.2.4	Azınlık Kontrollü Yapılarda Kaldıraç (Borç).....	57
3	TÜRKİYE’DE ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİ İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR.....	59
3.1	Türkiye’de Şirketlerin Sahiplik ve Kontrol Yapısı.....	61
3.2	Türkiye’de Şirketlerin Doğrudan ve Nihai Sahipleri.....	63
4	TÜRKİYE’DE NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİNİN FİNANSAL ETKİNLİĞİNİN TESTİ.....	73
4.1	Çalışmanın Amacı	74
4.2	Örnek Seçimi ve Veri	77
4.2.1	Örneklem Seçimi	77
4.2.2	Veri Kaynakları	79
4.2.2.1	Nihai Kontrol ve Nakit Akım Hakkının Belirlenmesindeki Veri Kaynakları	79
4.2.2.2	Firma Değerine İlişkin Veri Kaynakları.....	81
4.2.3	Sahiplik ve Kontrol Tanımlamaları	81
4.2.4	Çalışmanın İlgili Değişkenleri.....	82
4.2.4.1	Değerleme Ölçüsü (Valuation Measure).....	83
4.2.4.2	Bağımsız Değişkenler.....	84
4.3	Çalışmanın Hipotezleri ve Metodolojisi.....	87
4.4	Sonuçlar	89

4.4.1	Grafiksel Sonuçlar	89
4.4.1.1	Farklı Grup Hisselerin Bulunması (İmtiyazlı Paylar)	90
4.4.1.2	Kontrol-Nakit Akım Farkı Yaratan Araçların Kullanımı	93
4.4.1.3	Şirketlerin Kontrol ve Nakit Akım Yapısı.....	96
4.4.1.4	Şirketlerin Nihai Sahipleri.....	103
4.4.1.5	Diğer Blok Hissedarların Varlığı.....	105
4.4.1.6	Nakit Akım-Firma Değeri İlişkisi	106
4.4.2	Regresyon Sonuçları.....	111
SONUÇ ve ÖNERİLER.....		125
KAYNAKÇA.....		130
EK-1 ŞİRKETLER LİSTESİ.....		150
ÖZGEÇMİŞ		154

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: İMKB’de işlem gören en büyük 100 şirkette sahiplik yoğunlaşması.....	62
Tablo 2: İMKB’de işlem gören en büyük 100 şirkette ortalama sahiplik payları.....	63
Tablo 3: İMKB-100 Şirketlerinde Doğrudan Sahiplik Payları	64
Tablo 4: İMKB-100 Şirketlerinin Nihai Sahipleri	65
Tablo 5: Türkiye’de 10 En Büyük Grup	68
Tablo 6: Türk Sanayi Firmalarında Ortalama Sahiplik Yapısı	70
Tablo 7: İMKB Sektörel Endeksleri – Ocak-Mart 2008.....	78
Tablo 8: Türk Sanayi Firmaların Genel Karakteristikleri	89
Tablo 9: En Büyük Hissedarın Ortalama Kontrol ve Nakit Akım Hakları	98
Tablo 10: Örneklemin Tanımsal İstatistiği	112
Tablo 11: Korelasyon Matrisi	112
Tablo 12: En Büyük Hissedarın Nihai Kontrol ve Nakit Akım Hakları ile Firma Değeri Arasındaki İlişki	115
Tablo 13: Kontrol Biçimleri (Piramit ve Farklı Oy) ile Firma Değeri Arasındaki İlişki	118
Tablo 14: Diğer Blok Hissedarlar ile Firma Değeri Arasındaki İlişki	122
Tablo 15: Firmaların Sahiplik Yapısı Değişkenleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki	123

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: İmtiyazlı Paya Sahip Şirketler	91
Şekil 2: Kontrol-Nakit Akım Farkı Yaratan Araçlar.....	94
Şekil 3: En Büyük Hissedarın Ortalama Kontrol Hakları.....	97
Şekil 4: Ortalama Kontrol-Nakit Akım Farkları	99
Şekil 5: Araçları İtibariyle Kontrol-Nakit Akım Farkları	100
Şekil 6: Büyük Gruplarda Kontrol-Nakit Akım Farkı	102
Şekil 7: Şirketlerin Nihai Sahipleri	104
Şekil 8: Aile Şirketlerinde Kontrol ve Nakit Akım Hakkı.....	105
Şekil 9: Diğer Blok Hissedarlar	106
Şekil 10: Nakit Akım-Firma Değeri İlişkisi.....	107
Şekil 11: “Kontrol-Nakit Akım”- Firma Değeri İlişkisi	109

KISALTMALAR LİSTESİ

- ABD : Amerika Birleşik Devletleri
CEO : Chief Executive Officer
ECGN : European Corporate Governance Network
IIF : The Institute of International Finance, Inc.
IPO : Initial Public Offering
İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu
NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
NBD : Net Bugünkü Değer
OECD: Organisation for Economic Co-Operation and Development
PD/DD: Piyasa Değeri / Defter Değeri
ROA : Return on Assets
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
TUSİAD: Türk Sanayici ve İşadamları Derneği

GİRİŞ

Kurumsal yönetim (corporate governance), son yıllarda akademik çevrelerde üzerinde en çok araştırma yapılan ve halen bu çalışmaların devam ettiği bir sahayı oluşturmaktadır. Ayrıca kavram, dünya çapında kurumsal yönetimi iyileştirme çalışmalarının yoğunluğu nedeniyle hükümetlerin, uluslararası örgütlerin ve iş dünyasının öncelikli gündem maddelerinden biri olmaya devam etmektedir. Esasında tartışma, şirketlerin sahiplik ve kontrolü tam olarak çakışmadığında potansiyel çıkar çatışmalarının olacağını öngören Adam Smith'e (1776) kadar uzanmaktadır. Geçen yüzyılın başlarında Berle ve Means'in (1932) çalışması ise bu konuya gereken önemin verilmesini sağlamıştır.

Günümüzde ülkelerin ekonomilerinde özel sektörün ağırlığının artmasıyla birlikte ekonomik başarı da büyük ölçüde özel sektörün ve dolayısıyla şirketlerin başarısına dayalı hale gelmiştir. Buna karşın gerek Doğu Asya, Rusya ve Brezilya'da yaşanan ekonomik krizler ve gerekse de ABD ve Avrupa'da yaşanan büyük şirket skandallarının temelinde kurumsal yönetim eksikliğinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Entegre hale gelmiş sermaye piyasaları ve her geçen gün birbirine daha bağımlı hale gelen dünya ekonomilerinde, herhangi bir ülkede yaşanan ekonomik başarısızlığın tüm dünyayı etkilemesi nedeniyle kurumsal yönetim problemi ulusal bir problem olmaktan çıkmış, uluslararası örgütlerin de dâhil olduğu küresel bir konu haline gelmiştir. Yine yabancı yatırımların öneminin de artmasıyla birlikte, kurumsal

yönetimin iyileştirilmesi hem yabancı yatırımları çekmek hem de ulusal sermaye piyasalarının gelişimi açısından bir kalite standardına erişim çabasına dönüşmüştür.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesi çok geniş bir literatüre sahiptir. Dolayısıyla birbirine yakın konuların farklı yönlerini yansıtmak üzere çok sayıda farklı kavram kullanılmaktadır. Bu nedenle araştırma okunurken karşılaşılan farklı terimlerin bir kavram kargaşasından değil konunun farklı bağlamlarıyla ilgili olmasından kaynaklandığının bilinmesinde yarar vardır. Aynı durum kurumsal yönetim kavramının tanımlamaları için de geçerlidir. Yapılan tanımlamalar kurumsal yönetime yönelik farklı yaklaşımlardan etkilendiği gibi çalışma yapılan ülkelere göre birbirinden farklı sorunları vurgulayabilmektedir. Bu nedenle aşağıda genel bir tanım verildikten sonra kurumsal yönetime yönelik iki farklı yaklaşım kısa olarak tanıtılmış, çalışmanın hangi yaklaşım çerçevesinde yapıldığı belirtildikten sonra belirtilen çerçevede farklı ülkelerde hangi tür temsil maliyetlerinin ön plana çıktığı açıklanmıştır. Hukuk sistemlerine ve dolayısıyla ülkelere göre nitelik ve ağırlığı değişen temsil maliyetlerinin (finansal etkinlik probleminin) hafifletilmesi problemi aynı zamanda o ülkelerin kurumsal yönetim problemlerinin özünü teşkil etmektedir.

Genel olarak kurumsal yönetim firmadaki kaynakların kontrolü ile ilgilidir. Şirketlerin kaynakları ve getirileri dağıtmasına etki eden kurumlarla (institutions) ilgilenir. Kurumsal yönetim sistemi şirketlerde yatırım kararlarının kimler tarafından alındığını, hangi tip yatırımların yapıldığını ve yatırımlardan elde edilen getirilerin nasıl dağıtıldığını belirler (Lazonick and O'Sullivan, 1995).

Becht vd. (2002) kurumsal yönetim problemini firma içi ve firma dışı boyutları olan modern şirkete özgü bir “ortak hareket problemi” (collective action problem) olarak tanımlamaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetimin konusu da, yatırımcılar arasındaki ortak hareket problemlerinin çözümü ve şirketin çeşitli çıkar sahipleri (corporate claimholders or stakeholders) arasındaki çıkar çatışmalarının uzlaştırılmasıdır.

Kurumsal yönetime yönelik iki farklı yaklaşım söz konusudur. Ayrım şirketin çıkar sahiplerinin kapsamıyla ilgili olarak yapılmaktadır. Hissedar yaklaşımında

(shareholder view) şirketin birincil çıkar sahipleri hissedarlar, yönetim ve yönetim kuruludur. Dolayısıyla yukarda bahsettiğimiz ortak hareket problemleri bu kesimler arasındaki çıkar çatışmalarının uyumlaştırılmasını ilgilendirmektedir. Bu yaklaşımda çıkarları korunmaya en fazla muhtaç kesim olarak hissedarlar (kontrol gücü olmayan) görülmektedir. Bununla birlikte hissedarların çıkarının (shareholder value-stock market valuation) maksimum kılınabilmesi için diğer kesimlerin çıkarlarının da gözetilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Amerikan ve İngiliz kurumsal yönetim sistemleri hissedar yaklaşımının birincil örnekleridir ve bu ülkelerdeki kurumsal yönetim iyileştirmeleri öncelikli olarak hissedar değerini artırmayı amaçlamaktadır (Becht vd., 2002). Paydaş yaklaşımı (stakeholder view) olarak adlandırılan diğer yaklaşımda ise şirketin çıkar sahipleri biraz daha geniş olarak değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımda hissedar yaklaşımında sayılanların yanında, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, kredi verenler, düzenleyici kurumlar, çevre ve hatta firmanın rakiplerini de içine alan tüm toplum çıkar sahipleri kapsamında değerlendirilmektedir. Örneğin Alman kurumsal yönetim sistemi çalışanların çıkarları ile hissedarların çıkarlarını dengeleyecek şekilde biçimlendirilmektedir. Bu çalışmada ilgili hususlar birinci yaklaşım olan hissedar yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Kurumsal yönetimin temel problemleri (agency costs) şirketlerin sahiplik yapısına göre (ve dolayısıyla ülkelere göre) farklılık arz ettiğinden dikey ve yatay olmak üzere iki farklı boyutundan söz etmek mümkündür. Dikey boyutu üst yönetim ile küçük hissedarlar arasındaki (Tip I) temsil maliyetleriyle ilgilidir. Burada amaç şirketin üst düzey yöneticileri ile yönetim kurulunun hissedarların çıkarına hareket etmesinin sağlanmasıdır ve genel olarak ABD ve İngiltere'deki şirketlerin karşılaştığı bir problemdir. Kurumsal yönetimin yatay boyutu ise kontrol eden hissedarlarla küçük hissedarlar arasındaki (Tip II) temsil maliyetleridir ve temel amaç kontrol eden hissedar ile küçük hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılmasıdır. İkinci tip temsil maliyetleri olarak adlandırılan bu problemler Türkiye'nin de içinde bulunduğu dünyanın geniş bir kesimi için şirketlerin karşılaştığı problemlerdir. Her iki boyut için ortak olan nokta şirketi kontrol edenlerin diğer grubun aleyhine firmadan özel yararlar elde edebiliyor olmalarıdır (Roe, 2004: 2).

Bu durum şirketlerin sahiplik ve kontrolünün ayrılmış olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla şirketlerin sahiplik ve kontrolü (ownership and control) tam olarak çalışmadığı zaman, sahipler ve kontrol edenler arasında çıkar çatışmaları potansiyeli var demektir (Jensen and Meckling, 1976). Farklı çıkarları olan kişilerin sahipliğini paylaştığı, ortak karar alma maliyetleri gibi problemleri içinde barındıran yaşayabilir bir firma yaratmak zordur. Bu özellikler firmaların sahiplik modelleri ve içsel yapılanmaları üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir (Hansmann, 1996).

Kurumsal yönetim, modern şirketin gelişimi ile ortaya çıkan sahiplik ve kontrolün ayrışması gerçeği ve bu ayrışmanın yarattığı yöneticiler, yatırımcılar ve borç verenler arasındaki çıkar farklılaşması ve enformasyon asimetrisi (information asymmetries) neticesinde oluşan ortak hareket problemini ve bu problemin yaratmış olduğu maliyetleri (işlem ve enformasyon maliyetleri) azaltmayı amaçlamaktadır.

Çıkar çatışmaları, maliyetsiz olarak sözleşmeler yazma ve/veya kontrol edenlerin maliyetsiz olarak gözetleme (monitoring) olanağının olmaması nedeniyle, diğer koşullar değişmezken nihai olarak firma değerini düşürür. Kurumsal yönetim çalışmalarının temellerini de bu fikirler oluşturmaktadır. Finansal etkinlik bağlamında soru şudur; girişimciler, hissedarlar ve yöneticiler, sahiplik ve kontrol ayrımının yol açtığı değer kaybını nasıl minimize ederler?

Temsil çatışmalarını azaltmak için hissedarlar temsil maliyetlerine (agency costs) katlanmak zorundadır. Temsil maliyetleri, yöneticileri (kontrol edenler) kendi çıkarlarından çok hissedarların (şirketin kontrolünde etkinliği olmayan dışsal yatırımcı) refahını maksimize edecek şekilde davranmaya özendirmek üzere dizayn edilmiş tüm maliyetleri içermektedir. Temsil maliyetlerinin üç temel kategorisi vardır. Bu kategoriler, yönetsel faaliyetleri izlemeye yönelik giderler (örneğin denetim), hoşlanılmayan yönetsel davranışları sınırlandıracak şekilde şirket organizasyonunu yapılandırmaya yönelik giderler (örneğin yönetim kurullarına dışsal yatırımcıların atanması) ve fırsat maliyetleridir (örneğin hissedarların refahına katkı yapabileceği halde, hissedarların onayını gerektirdiği için yöneticilerin uygun zamanda faaliyete geçebilmesini engelleyen bir takım kısıtlamaların olması) (Brigham and Gapenski, 1996: 16).

Yönetmel davranışı etkileyecek hiçbir çabanın olmaması, dolayısıyla temsil maliyetlerinin sıfır olması durumunda, uygun olmayan yönetmel faaliyetler nedeniyle hissedarın refahında bazı kayıplar olacağı neredeyse kesindir. Diğler yandan hissedarlar, tek tek her bir yönetmel davranışın hissedarların ıkartıyla kesinlikle uyuşmasını sağlamaya çalışırlarsa temsil maliyetleri çok yüksek olabilir. Dolayısıyla hissedarlar tarafından katlanılacak temsil maliyetlerinin optimal tutarı herhangi bir yatırım kararı gibi değerlendirilmelidir: Yapılan her ek harcama hissedarların refahına maliyetinden daha fazla katkı yaptığı sürece temsil maliyetleri artırılmalıdır (Brigham and Gapenski, 1996: 17) .

Günümüzde birçok firma, yöneticilerin performansını etkilemek ve dolayısıyla temsil problemini azaltmak için, bir kısım gözlemle birlikte bir ekonomik teşvikler paketi kullanmaktadır. Bugün firmaların yöneticileri motive etmek için kullandığı teşvikler veya faktörler şunlardır: (1) performans tabanlı ödeme planları, (2) büyük hissedarların doğrudan müdahalesi, (3) kovulma tehlikesi ve (4) düşmanca ele geçirme (hostile takeover) tehlikesi (Brigham and Gapenski, 1996: 17).

Daha önce belirttiğimiz gibi Jensen ve Meckling (1976) modelinin yayınlanması teorik ve ampirik çok geniş bir araştırma alanını ortaya çıkarmıştır. 1970 ve 1980’ler boyunca bu çalışmaların büyük bir kısmı Amerikan şirketlerinin kurumsal yönetim anlayışına odaklanmıştır ve halen bu çalışmalar genişleyerek devam etmektedir. Bunun yanında 1990’ların başı itibariyle Amerika dışındaki ülkelerde de kurumsal yönetim çalışmaları ortaya çıkmaya başlamıştır. Başlangıçta bu çalışmalar diğler büyük ekonomiler üzerinde, öncelikli olarak Japonya, Almanya ve İngiltere üzerinde odaklanmıştır. Daha yakın zamanlarda ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasaları içine alan dünya çapında kurumsal yönetim çalışmalarına şahit olunmaktadır.

Kurumsal yönetimin iyileştirilmesine yönelik yapılan çalışmalar “kurumsal yönetim mekanizmaları” olarak adlandırılan başlıklar/konular üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar, “sahiplik yapısı” ve “yönetim kurulunu” ele alan içsel mekanizmalar ve “şirket ele geçirme piyasası (takeover piyasası)” ve “hukuksal çerçeveyi” ele alan dışsal mekanizmalar olarak tasnif edilmektedirler.

Örneğin içsel bir mekanizma olarak yönetim kurulları (büyüklüğü ve kompozisyonu) önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilmekte ve hissedarların çıkarlarının temsilcisi olarak, bu kesimlerin çıkarlarını en iyi şekilde koruyabilmesini sağlayacak şekilde güçlendirilmeye çalışılmaktadır. Tabi burada, Anglo Sakson ve Kıta Avrupası'nda yönetim kurulu yapılarında büyük farklılıklar olduğunu hatırlatmak gerekir. Çalışmanın birinci bölümünde bu mekanizmalar daha ayrıntılı olarak tanıtılmıştır.

Türkiye'de kurumsal yönetimin iyileştirilmesine yönelik en önemli gelişmelerden biri Şubat 2005'te SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni¹ yayınlamasıdır. İlkelerde yer alan ana prensipler için “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kuralı söz konusudur. Dolayısıyla ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmaması isteğe bağlıdır. Bu durum ilkelerin uygulanmasını zayıflatıcı bir faktör olarak görülebilir fakat ilkelere uyup uyulmadığına ilişkin beyan zorunluluğu ve buna ilaveten SPK'nın Kurumsal Yönetim Derecelemesi getirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyan şirketler için ayrı bir endeks oluşturması ilkelere uyum konusunda Türkiye'de şirketleri teşvik etmeyi amaçlamaktadır.

Türkiye'de mevcut yönetim kurullarının büyüklük ve kompozisyon özellikleriyle, küçük yatırımcıların çıkarlarını kollama ve yönetimi izleme açısından önemli bir fonksiyon icra etmedikleri ve dolayısıyla firma performansının önemli bir belirleyicisi olmadığı söylenebilir². Esasında yönetim kurullarının kurumsal yönetim mekanizması olarak daha çok önem arz ettiği ülkeler yöneticilerin kontrolü altında yaygın hissedarlığın söz konusu olduğu ülkelerdir. Türkiye'de yönetim kurulları kendi başına etkili bir kurum olmaktan öte daha çok yoğunlaşmış sahiplik yapısının bir sonucudur ve sahip-yöneticilerin kontrolündedir.

¹ Türkiye'de ulusal bir kurumsal yönetim kodu oluşturulmasına yönelik ilk çalışma TUSİAD tarafından Aralık 2002'de yayımlanmış olan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı tavsiye niteliğindeki çalışmadır.

² Yurtoğlu (2003) sadece soyadlarına bakarak Türkiye'de şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin en az yarısının kontrol eden aile üyelerinden oluştuğunu ve bunun gerçeğin düşük bir tahmini olduğunu, yönetim kurulunun öncelikle bu ailelerin şirket üzerindeki nüfuzunu garantileyen içsel bir kontrol mekanizması olduğunu söylemektedir.

Yöneticileri, firma değerini maksimize etmek suretiyle ortakların yararına çalışmaya zorlayan ve dolayısıyla önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilen şirket ele geçirme (takeover) piyasası Türkiye’de aktif olarak işlememektedir. Özellikle vekâlet yarışları (proxy fight) veya düşmanca ele geçirme (hostile takeover) gibi piyasaya dayalı bazı kurumsal yönetim enstrümanlarının işlemesi en azından yakın zamanda mümkün görünmemektedir. Bunun sebebi Türkiye’de sahiplik ve kontrolün yoğunlaşmış olmasıdır. Özellikle kontrolü pekiştiren piramit yapılaşma, farklı oy hakkına sahip hisse senetlerinin çıkarılması, çapraz sahiplik ve ana sözleşmede yönetim kuruluna aday belirleme süreçlerine ilişkin düzenlemeler gibi bir takım araçlarla büyük hissedarlar kontrollerini pekiştirebilmekte ve dolayısıyla gönüllülük dışında kontrol transferleri pek mümkün olmamaktadır.

Kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri şirketlerin sahiplik yapılarının temsil maliyetleri üzerine etkilerini incelemektedir. Bilindiği gibi farklı kurumsal yönetim sistemlerinin en önemli ayırıcı özelliklerinden biri de şirketlerin sahiplik yapıları ve kontrol yapılarının farklılığıdır. Diğer bir deyişle ülkeler (veya sistemler), yöneticilerin (kontrol edenlerin) hissedar çıkarına faaliyet göstermesini garanti altına alma problemi olan kurumsal yönetim problemine farklı yaklaşımlar sergilemektedirler.

Şirket sahiplik yapıları (ownership structure) ile ilgili bilgiler; sahipliğin yoğunlaşmış veya yaygın olup olmadığı, içerdekilerin (yöneticiler/kontrol eden hissedarlar) sahiplikteki payı, dışsal blok hissedarlık olup olmadığı ve bunların kimlerden oluştuğu, yoğunlaşmış bir sahiplik yapısı söz konusu ise bunun dereceleri gibi konuları içeren bilgilerdir. Şirketlerin sahiplik yapılarına ilişkin bu özellikler ülkeden ülkeye farklılıklar arz etmekte ve yukarıda değinildiği gibi ortak farklılıklar aynı zamanda farklı kurumsal yönetim sistemleri tasnifine de olanak sağlamaktadır.

Son yıllarda yapılan araştırmalar finans teorisinin genel kabulünün aksine Anglo Sakson ülkeleri hariç dünyada şirketlerin kontrolünde yoğunlaşmış sahiplik yapısının egemen olduğunu göstermiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu yapıların taşıdığı bir başka özellik, birbirinden yasal olarak bağımsız birçok şirketin; piramit, karşılıklı iştirak veya farklı oy gibi araçların kullanımıyla az sayıda kişi veya

aile tarafından bir grup olarak kontrol edilmesidir. Bu araçların temel fonksiyonu kontrol eden hissedarın, nakit akım hakkı düşerken kontrol gücünde herhangi bir azalma olmaksızın çok sayıda şirketi kontrol edebilmesine olanak sağlamasıdır. Bu yapıların varlık nedeni olarak farklı hipotezler olmasına karşın çalışmamız açısından vurgulanması gereken önemli bir özellikleri, bu yapılarda temsil maliyetlerinin herhangi bir şirkette olduğundan çok daha yüksek olacağının beklenmesidir. Bunun bir sebebi, azınlık hissedarlarla kontrol eden hissedarın çıkarlarının aynı yönde olmasını sağlayan, kontrol eden hissedarın nakit akım hakkının bu şirketlerde görece düşük olmasıdır. Bir diğer sebebi de yine kontrol eden hissedarların, şirket başarısız olsa bile yönetimden uzaklaştırılmalarını engelleyebilecek kadar yüksek kontrol gücüne sahip olmalarıdır.

1 KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI

Kurumsal yönetimin konusu, şirketin çeşitli çıkar sahipleri (corporate claimholders) arasındaki ortak hareket problemlerinin (collective action problems) çözümü ve aralarındaki çıkar çatışmalarının uzlaştırılmasıdır. Hissedarlar arasındaki ortak hareket probleminin çözümü için çoğu ülkede tercih edilen mekanizma, sahiplik ve kontrolün büyük hissedarların elinde yoğunlaşması olarak gözükme¹. Bu formdaki bir kurumsal yönetimin iki önemli maliyeti vurgulanmaktadır: (i) yönetimle birlikte büyük hissedarların, küçük hissedarların aleyhine gizli anlaşması (collusion), (ii) ikincil piyasanın düşük likiditesi. Hisse senedi piyasasının likiditesini artırmak ve azınlık hissedarların potansiyel suistimalini kısıtlamaya yönelik olarak bazı ülkelerin şirketler hukuku büyük hissedarların gücünü kesin bir biçimde azaltır². Burada kurumsal yönetimin karşı karşıya olduğu temel ikilem ise şudur: büyük hissedarın müdahalesinin küçük yatırımcının daha iyi korunmasını garantilemek için düzenlenmesi gerekir, fakat büyük hissedarın olması aynı zamanda yönetsel takdiri (managerial discretion) ve suistimal fırsatlarını (scope for abuse) artırabilir. Kötüye kullanımı sınırlayacak

¹ Farklı ülkelerdeki kontrol yoğunlaşmasının ispatı için bkz. ECGN (1997), La Porta vd., (1999), Claessens vd., (2000) ve Barca ve Becht (2001).

² Black (1990) ABD’de büyük hissedarların güç kullanımı üzerindeki çeşitli yasal ve düzenleyici kısıtların detaylı bir tarifini sunmaktadır. Wymeersch (2000) ABD dışındaki büyük hissedar faaliyetlerine yönelik yasal engelleri tartışmaktadır.

alternatif metotlar ise henüz ispatlanmayı beklemektedir. (Becht, Bolton and Röell, 2002: 2).

Bir dışsal yatırımcı (küçük hissedar), firmadan sorumlu yöneticiden (ya da hâkim ortak) farklı olarak kontrolü uygulamak istediğinde en temel düzeyde bir kurumsal yönetim problemi doğmaktadır. Yaygın hissedarlık, şirketin çeşitli çıkar sahipleri arasında çıkar çatışmalarına neden olmak ve yatırımcılar arasında bir ortak hareket problemi yaratmak suretiyle bu problemi ağırlaştırmaktadır (Becht, Bolton and Röell, 2002: 5).

Kurumsal yönetim üzerine yapılan araştırmaların çoğu bu ortak hareket problemini çözmeye çalışmıştır. Beş alternatif mekanizma³ bu problemi hafifletebilir: (i) bir veya birkaç yatırımcının ellerinde yoğunlaşmış sahiplik ve kontrol, (ii) düşmanca ele geçirmeler (hostile takeovers) ve vekâlet yarışları (proxy voting contests), (iii) kontrolün yönetim kurullarına devredilmesi ve yönetim kurullarında yoğunlaşması, (iv) yönetsel çıkarlarla yatırımcıların çıkarlarının, yöneticilere yapılacak ücret sözleşmeleriyle (executive compensation contracts) ayarlanması ve (v) yatırımcıların çıkarları aleyhine işleyen blok şirket kararlarına karşı veya yatırımcılara zarar vermiş olan geçmiş faaliyetlerin tazminini amaçlayan toplu hukuk davalarıyla (class-action suits) birlikte, CEO'lar için itimada dayalı açıkça tanımlanmış görevler (Becht, Bolton and Röell, 2002: 5).

Kurumsal yönetim kapsamı itibariyle birçok disiplini aynı anda ilgilendirmekte ve bu disiplinlere ilişkin bakış açılarından çok çeşitli tanımları yapılmaktadır⁴. Finans literatüründe kurumsal yönetim (corporate governance), bir şirketin, kendi çıkarlarını gözetken kontrol edenlerini (bunlar şirketin nasıl işletileceğine ilişkin kararları alırlar), şirketin sahipleri (sermaye sağlayanlar) için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden, hem kurumsal

³ Bu mekanizmalar yazarların en çok önem verdikleri konu başlıklarını ifade etmektedir. Dolayısıyla farklı tasnifler mümkündür ve kapsam veya vurgu dışında bir farklılık taşımamaktadır.

⁴ Dayandığı temel kavramlarla birlikte kurumsal yönetime ilişkin çeşitli tanımlar için bk. Paslı (2004). Ayrıca (Çevrimiçi) <http://www.encycogov.com/> (6 Ocak 2004) alanında birçok tanım bir arada sunulmaktadır.

(institutional) hem de piyasa bazlı (market based) mekanizmalar seti olarak tanımlanmaktadır (Denis and McConnell, 2003: 2).

Finans literatürüne yakın bir başka tanımda kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların yatırımlarından bir getiri elde etme konusunda kendilerini güvende hissetmelerine yarayan yöntemlerle ilgilidir (Shleifer and Vishny, 1997: 737).

Kurumsal yönetim mekanizmaları, en genel biçimde firma içi ve firma dışı mekanizmalar olarak iki bölümde incelenebilir. İçsel mekanizmalardan birincil olarak ilgilenilenler yönetim kurulları ve firmanın özsermaye sahiplik yapısıdır (equity ownership structure). Önemli dışsal mekanizmalar ise dışsal şirket kontrol mekanizması (external market for corporate control/the takeover market) ve yasal/düzenleyici (legal/regulatory) sistemdir. Dışsal mekanizmalar aynı zamanda piyasaya dayalı (market based) mekanizmalar olarak da ifade edilmektedir.

1.1 İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Modern şirkette sahiplik çok sayıda küçük yatırımcının elinde yaygınlaşmıştır. Bu durum işlem maliyetleri nedeniyle temsil maliyetlerinin, maliyetsiz ve mükemmel bir sözleşmeyle çözülememesine yol açmaktadır. Burada klasik iktisadın varsayımları geçerliliğini yitirmekte ve temsil maliyetleri probleminin çözümünde kurumsal yönetim yapısı firma performansının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Burada kurumsal yönetime etki eden firma içi mekanizmalar üzerinde durulacaktır.

1.1.1 Yönetim Kurulları

Dünyanın birçok ülkesinde şirketler yönetim kurullarına sahiptirler. Yönetim kurulları spesifik olarak hissedarların çıkarlarını temsil etmekle yükümlüdür. Yönetim kurulları, hissedar değerini maksimize etmeye dönük biçimde, öncelikli olarak yöneticileri atamak, kovmak, gözetlemek ve tazmin etmek için vardır.

Teoride yönetim kurulu etkili bir kurumsal yönetim mekanizması iken, pratikte bu açık olarak ispatlanmış değildir. ABD’deki yönetim kurulları, gözetlenecek olan bir kısım içerdekileri-yöneticileri (insiders) de bünyesinde barındırmaktadır. Bazı durumlarda içerdekiler (veya onları destekleyen kesimler) kurulun çoğunluğunu temsil etmektedir. İlave olarak CEO’ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaları da yaygındır. Ayrıca yönetim kurulu üyeliklerinin seçim sürecinde, yönetimin, diğer üyelerin kim olacağının belirlenmesi hususunda güçlü bir etkisi de söz konusudur.

Yönetim kurullarıyla ilgili çalışılan öncelikli konular, kurulun bileşimi (board composition) ve yönetici ücretleridir (executive compensation). Kurul bileşiminin özellikleriyle ilgili konular kurulun büyüklüğü ve yapısıyla alakalıdır. Bunlar; yönetim kurulu üyelerinin sayısı, dışsal (outsider) üyelerin oranı ve CEO ile kurul başkanlığının (chairperson) aynı kişide toplanıp toplanmadığıyla ilgili konulardır. Yönetici ücretleri (executive compensation) ile ilgili araştırmalar temel olarak yöneticilerin çıkarlarıyla hissedarların çıkarlarını uyumlaştıran metotların başarı derecesine dönük çalışmalardır.

Şirketlerin yaygın hissedarların sahipliğinde olduğu kurumsal yönetim sistemlerinde (ABD, İngiltere) yönetim kurullarında bağımsız üyelerin bulunmasına hissedarların haklarının korunması açısından büyük önem atfedilmektedir. Bu sistemdeki firmaların karşı karşıya olduğu temel temsil problemi birinci tip temsil problemi olarak adlandırılan yöneticilerle yaygın hissedarlar arasındaki temsil problemleridir.

Buna karşın aile firmalarının baskın ve bununla bağlantılı olarak şirketlerin sahiplik yapısının yoğunlaşmış olduğu sistemlerde yönetim kurulları aile üyelerinin egemenliğindedir ve dolayısıyla daha az bağımsız olma eğilimi taşırlar (Anderson and Reeb, 2004). Ailelerin önemli düzeydeki sahipliği ile yönetim kurulu ve yöneticiler üzerindeki kontrolü nedeniyle bu firmalarda ikinci tip temsil problemi, diğer bir ifadeyle kontrol eden hissedar ile küçük hissedarlar arasındaki temsil maliyetleri daha ağırlıklıdır. İkinci tip temsil problemleri, ilişkili taraflarla işlemlerden doğan olumsuz sonuçları gizlemek veya aile üyelerinin yönetsel

konumlarının sürdürülmesini güvence altına almak gibi nedenlerle açıklanan muhasebe karlarının manipüle edilmesine de yol açabilir (Ali vd., 2007).

1.1.2 Sahiplik Yapısı (Ownership Structure)

Kurumsal yönetim çalışmalarının büyük kısmı genel olarak iki uç sahiplik yapısının doğurduğu temsil problemlerinin çözümünü incelemişlerdir. (1) % 100 küçük hissedarlar veya (2) şirketi kontrol eden bir büyük ortağın yanında birçok küçük hissedarın olduğu yapılar. Birinci durumda küçük hissedarlar, yöneticilerin çıkarlarıyla kendi çıkarlarını uyumlaştıracak teşvik ve sözleşmesel araçlardan mahrumdur. Bunun sonucu olarak yöneticiler firma kararlarında geniş takdir yetkileri kullanabilir ve firma kaynaklarını özel kazançlarına dönük kullanabilirler (Jensen and Meckling, 1976; Grossman and Hart, 1980). Diğer uç durumda ise büyük hissedar ya doğrudan firmayı yönetmek ya da yöneticileri izleme (monitoring) gücü ile yönetsel çıkarlarla kendi çıkarlarını uyumlaştıracaktır. Fakat bu da farklı bir temsil problemi yaratır; kontrol eden hissedarlar diğer küçük hissedarların aleyhine olarak özel yararlar elde edebilirler (Shleifer and Vishny, 1986; Stulz, 1988; ve Burkhart v.d. 1997, 1998). Bu iki uç durumun arasında yer alan kompleks sahiplik yapıları ise birden çok büyük hissedarın bulunduğu şirket sahiplik yapılarıdır. Bu yapılarda kontrolün özel yararlarından dolayı kontrol koalisyonları oluşturmak için mücadele yapılır (Bennedsen and Wolfenzon, 2000), kontrol eden koalisyonların küçük nakit akım hakları olduğu durumlarda ise şirket kaynakları sömürülebilir (Shleifer and Wolfenzon, 2002).

Genel olarak herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol nadir olarak tam anlamıyla ayrılmıştır. Sıklıkla kontrol edenler, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım özsermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise özsermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak sahiplik yapısı (bir firmanın özsermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir.

Sahiplik ile kontrol ne kadar örtüşürse çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin artacağını söyleyebiliriz. Bununla beraber sahiplik, kontrol ve firma değeri arasındaki ilişkilerin bundan daha karmaşık olduğunu da belirtmek gerekir. Örneğin, bir şirketin yönetimince tutulan sahiplik, yöneticilerle hissedarların çıkarlarının daha iyi ayarlanmasına yarayabilir. Bununla beraber yöneticilerle hissedarların çıkarları ne kadar az ayarlanmışsa, yüksek özsermaye sahipliği yöneticilere, güçlü bir tepkiyle karşılaşma korkusu olmaksızın kendi amaçları peşinde koşma konusunda daha büyük bir serbestlik sağlayabilir; yani yöneticilerin yerini sağlamlaştırabilir. Sonuç olarak yönetsel sahipliğin (managerial ownership) firma değeri üzerindeki nihai etkisi, ayarlama (alignment) ve sağlamlaştırma (entrenchment) etkilerinin dengelenmesine (trade-off) bağlıdır.

Yönetim dışındaki hissedarlar yönetim tarafından kararlaştırılan faaliyetlere potansiyel olarak etki edebilir. Yaygın olarak dağılmış hisse sahipliği ile tipik bir Amerikan şirketindeki problem, bireysel hissedarların belli bir firmada çok küçük bir paya sahip olmasıdır. Dolayısıyla bireysel hissedarları, yöneticileri gözetlemek ve firma içindeki karar alımını etkilemek için önemli kaynak ayırmaya itecek teşvikler ya hiç yoktur ya da çok azdır. İlave olarak bedavacı-beleşçi (free-rider⁵) problemi de, bu dağılmış hissedarlar için faaliyetlerini koordine etmeye yönelik teşvikleri düşürür. Bununla beraber daha önemli sahiplik pozisyonları olan bireysel hissedarlar yöneticileri izlemeye ve etkilemeye yönelik kaynak harcamak üzere daha büyük teşviklere sahiptirler.

Dışsal blok sahipliğin de yöneticilerin sahipliğinde olduğu gibi diğer hissedarlar açısından doğrudan olumlu olduğunu söylemek mümkün değildir. Blok

⁵ Bedavacılık problemi olarak tercüme edebileceğimiz free-rider problemi, kamusal veya yarı-kamusal mal veya hizmetlerden toplumdaki bazı bireylerin kendilerine düşen adil paydan daha fazla tüketmeleri veya bunların finansmanına kendi paylarına düşenden daha az katkı yapmaları durumunu ifade eder. Hisse senedi sahipliğinde de benzer bir durum söz konusudur. Bireysel sahiplik payları düştükçe yönetimde olmayan hissedarların yöneticileri gözetleme için harcadıkları toplam miktar düşmektedir. Bunun sebebi gözetleyici hissedarın gözetleme için harcadığı her bir doların maliyetinin tamamına katlanırken, bu faaliyetten doğacak yararlardan ancak hissedarlık payı kadar yararlanabilmesidir. Gözetlemeyen (free-rider) hissedarlar ise hiçbir maliyete katlanmadan doğacak yararların tümünden faydalanır (Ang, Cole and Lin, 2000: 84)

hissedarlar (blockholders) yöneticiler üzerinde etkilerini kullanabilirler. Bu sayede yöneticilerin tüm hissedarların değerini artıracak kararlar alma olasılığı daha yüksek olabilir. Bunlar kontrolün ortak yararlarıdır (shared benefits of control); yani blok hissedarlar etkilerini kullanırlar ve bütün hissedarlar bundan yararlanır. Bununla beraber kontrolün özel yararları (private benefits of control) da vardır; örneğin sadece blok hissedarların elde edebileceği yararlar gibi. Bu özel yararlar diğer hissedarlar açısından zararlı olmayabilir. Bununla beraber, şayet blok hissedarlar kontrol haklarını şirket kaynaklarını şirket dışına çıkarmak amacıyla kullanırlarsa, bunların elde ettikleri özel yararlar diğer hissedarlar için firma değerinde düşüşlere yol açacaktır. Sonuç olarak, blok sahipliğin ölçülmüş firma değeri üzerindeki nihai etkisi, blok hissedar kontrolünün ortak yararları (shared benefits of control) ile yine blok hissedarların firma değerinden söktükleri (extract) özel yararların (private benefits of control) dengelenmesine (trade-off) dayanır.

1.2 Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal yönetim yapısı farklı ülkelerde tarihi gelişim ve hukuk sistemlerinin de etkisiyle farklılıklar arz etmekte ve benzer özellikli yapılar farklı kurumsal yönetim sistemleri olarak ele alınmaktadır. Sivil hukuk ağırlıklı ülkelerde kurumsal yönetim sisteminin önemli mekanizmaları firma içi mekanizmalar olarak belirlemekte, kamu hukuku ağırlıklı ülkelerde ise daha çok piyasaya dayalı, bir başka ifadeyle dışsal mekanizmalar yönetimi sınırlamak ve kontrol etmek üzere ön plana çıkmaktadır.

1.2.1 Kontrolü Ele Geçirme (Takeover) Piyasası

İçsel mekanizmalar yeterli derecede başarılı olmadığında, yani firmanın fiili değeri ile potansiyel değeri arasında dikkate değer bir negatif fark varsa, dış kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik önemli bir itici güç var demektir.

Araştırmacıların da ilgi duyduğu üzere ABD’de şirket kontrol piyasası çok aktif bir piyasadır. Firmaların kontrolünün el değiştirmesi neredeyse her zaman hedef firmanın hissedarları için değer yaratan bir primle gerçekleşir. Daha da ötesi, kontrol üzerindeki çok küçük bir değişiklik tehdidi yönetimin firma değerini yüksek tutmasını sağlar ve bu sayede dışarıdan gelecek bir saldırıya neden olacak değer farkı yeterli büyüklükte olmaz. Dolayısıyla şirket ele geçirme (takeover) piyasası ABD’de önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır.

Diğer potansiyel kurumsal yönetim mekanizmalarında olduğu gibi, şirket ele geçirme piyasasının da hissedarlar için karanlık bir tarafı söz konusudur. Yönetici ile hissedar arasındaki temsil problemine potansiyel bir çözüm olmasının yanında, bu problemin çok açık bir işareti de olabilir. Şöyle ki, şirket imparatorluklarının büyüklüğünü maksimize etmekle ilgilenen yöneticiler, şirket kaynaklarını hissedarlara nakit olarak döndürmek yerine şirket satın almalar (acquisitions) için fazla ödemeler (overpaying) yapmak suretiyle israf edebilirler.

1.2.2 Yasal/Düzenleyici (Legal/Regulatory) Sistem

Finans teorisinin odaklandığı temel problemlerden birini teşkil eden şirket kaynaklarının şirketi kontrol edenler tarafından kendi çıkarlarına yönelik kullanılması (diversion of corporate resources) problemine ekonomistlerin temel başvuru kaynaklarından birisini son yıllarda hukuk oluşturmaktadır. Yapılan çalışmalar yatırımcıların yasal korunmasında ülkeler arası farkların, kontrol edenlerin şirket kaynaklarını kendi çıkarlarına yönelik kullanma konusundaki olanaklarını şekillendirdiği ve yatırımcıların piyasaya olan güvenini belirlediğini ve sonuç olarak ekonomik gelişmeyi belirleyen temel faktörlerden biri olduğunu ortaya koymaktadır (Shleifer and Vishny, 1997; La Porta vd., 1997, 1998; Shleifer and Wolfenzon, 2002).

Bu noktada karıştırılmaması gereken önemli bir husus, tartışılan konunun Enron ve Parmalat’ta olduğu gibi mevcut yasaların çiğnenmesi yoluyla şirket kaynaklarının transferi olmadığıdır. Bu gibi örneklerin olmaması için zaten her ülke

ağır cezai yaptırımlar uygulamaktadır. Üzerinde durulan asıl husus, kontrol eden hissedarın hukuk kurallarına harfiyen uyarken kendi yararına işlem yapmak istemesi durumunda, azınlık hissedarların bunun gerçekleşmesini engellemesinin ve şayet gerçekleşirse zararlarını tazmin etmesinin ne kadar zor olduğu ile ilgili hususlardır.

La Porta vd. (1998) yasal sistemin temel nitelikte önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarlar özellikle, bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar koruduğunun ve bu yasaların ne kadar güçlendirilmiş olduğunun, o ülkedeki kurumsal yönetim ve şirket finansını geliştirme metodlarının en temel belirleyicileri olduklarını söylemektedirler. Bu temel fikir, ülkeler arasında değişen yasal rejimleri inceleyen büyüyen bir araştırma alanı doğurmuştur. Bu araştırmalar karşılaştırmalı kurumsal yönetim çalışmalarına yol açmaktadır.

Farklı kurumsal yönetim sistemlerinin karşılaştırılması kaçınılmaz olarak belirli açık sorulara yol açmaktadır: Tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi var mıdır? Varsa, bu sistemin özellikleri nelerdir ve bu yöne doğru bir yaklaşım gözlemliyor muyuz? Şayet tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi yoksa ülkelerin veya firmaların hangi özellikleri bir sistemin kendileri için optimal olduğunu belirler?

1.3 Kurumsal Yönetime Olan İhtiyacın Doğuşu

Kurumsal yönetimin, bu kadar önem verilip sıkça tartışılan bir konu haline gelmesindeki nedenlerden biri şirketlerin yönetiminde gözlenen yüksek profilli başarısızlık ve suistimallerdir (Shelton, 1998). Çok daha güncel olan ve kurumsal yönetim konusunu baş sayfalara taşıyan diğer bir neden ise gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerdir. Kurumsal yönetim anlayışının gelişmemesi ve iyi işlememesi, küçük ortakların zamanında, yeterli ve doğru bilgiye ulaşamamaları ve dolandırılmaları krizde ciddi boyutlarda etkin olmuştur. Özellikle küçük ortakların kriz ortamlarında daha fazla zarar görmeleri

daha sonraki aşamalarda bunların sermaye piyasalarına yatırım yapmalarını da engellemektedir (Emerging Markets Committee-Interim Report, 1998).

Kurumsal yönetim kapsamında ilgilenilen sorunlar hakkında son dönemlerde oluşmuş bu ilginin sebebi, gelişmiş ya da modern ekonomiler olarak tabir edilen ülkelerin ekonomilerinde yaşanan son derece önemli temel gelişmeler ile dolaylı olarak bağlantılıdır. Bu gelişmeler yönetim sorularının temel yapısını değiştirmemekle birlikte, kurumsal yönetim konusunu çok farklı alanlara taşıyarak modern ekonomilerde ve toplumun tamamında çok daha önemli olmasını sağlamıştır. Bu çerçevede, modern ekonomilerde kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olan gelişmeler, özel sektörün artan rolü, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağımlılıklarının artması ve şirketlerin içinde bulundukları yeni rekabet şartları olarak sıralanabilir (Şehirli, 1999).

1.3.1 Özel Sektörün Artan Rolü

Başarılı bir kurumsal yönetim özel sektörü, dolayısıyla ortakların performansını etkiler ve bunların sonucunda da iktisadi kalkınmayı sağlar (Stone vd., 1998). Tüm dünyada özel sektöre bağımlılığın artmasıyla birlikte kurumsal yönetimin kalitesi yatırımcı güveninin oluşturulması ve tutunması açısından giderek daha önemli hale gelmektedir.

Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmamasını sağlayan iyi bir koruyucu mekanizma olarak değil, aynı zamanda birçok ülkede talep edilen finansal şeffaflığın, ortaklıkların kontrol edilebilirliğinin ve yatırımcıların korunmasının da garantisi olarak görülmektedir (Shelton, 1998). Bu nedenle gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenliğini koruyabilmek amacıyla daha yüksek kamuyu aydınlatma standartları kadar başarılı kurumsal yönetim anlayışının şartlarını da oluşturmak ve geliştirmek durumundadır.

Şeffaflığın ve kontrol edilebilirliğin geliştirilmesi, hükümet ve düzenleyici otoriteler ile kamuya ait diğer ortaklıkların kilit noktalardaki yöneticilerinden, özel sektör yönetim kurulu üyelerine, denetçilerine, finansal kurumlardaki üst düzey

yöneticiler ve idareye kadar ekonominin her kesimini ilgilendirdiğinden, bu uğraş içindeki en can alıcı noktalardır. Bu sürecin hükümetlerin ve finans otoritelerinin denetiminde sürdürülmesi gerekmektedir (Emerging Markets Committee-Interim Report, 1998).

1.3.2 Artan Uluslararası Ekonomik Bağımlılık

Modern ekonomiler açısından bir diğer önemli gelişme, finans sektörü de dâhil olmak üzere, her alanda ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağımlılık düzeylerindeki artıştır. Günümüzde yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerinin ortaklıkları ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesindeki yatırım araçları ile ilgilenmektedirler. Bu durumun gelişen piyasalara etkisi ise, verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi, gelişen piyasalara uluslararası sermaye akışının hızlanması olmaktadır. Diğer taraftan artan uluslararası ekonomik bağımlılık geliştirmekte olan piyasaların uluslararası fon kaynakları ve portföy yatırımları ile piyasalardaki dalgalanmalara karşı hassaslaşmalarına sebep olmaktadır (Stone vd., 1998). Bu durumda firmalar, uzun vadeli sermayeyi kendilerine çekebilmek için güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim uygulamaları yapmak durumundadırlar.

Bugün yatırımcılar uluslararası şirketlere uzun vadeli yatırım yapabilmek için güven unsurunu ön planda tutmaktadır. Tüm dünyada yatırım yapmak için aranan güveni, başarılı kurumsal yönetim sistemi oluşturulmasına ve oluşturulan kurumsal yönetim sisteminin korunmasına yönelik temel prensiplerin belirlendiği uluslararası bir uzlaşa sağlayabilir. Sonuç olarak ülke ekonomilerinin birbirine böylesine bağlı olduğu bir dünyada kurumsal yönetim anlayışı, ortaklıklar ve ülkelerin ihtiyaç duydukları uluslararası sermayeye ulaşmalarını ve dünya bazında kaynakların etkin kullanılmasını sağlayabilir (Shelton, 1998).

1.3.3 Firmaların İçinde Bulundukları Yeni Rekabet Şartları

Bugünün firmaları geleneksel yapıdan uzaklaşarak, hızlı büyüyen ve yüksek başarı düzeyini yakalayan, yatırımcıların ilgisini çekebilen patent, marka, stratejik ittifak gibi maddi olmayan duran varlıklara bağlı olarak faaliyette bulunan teşebbüsler halini almışlardır. Aynı zamanda işçiler, iş ortakları ve diğer iştirakçiler ile çok daha esnek sözleşmelerle çalışmaktadırlar. Söz konusu esnekliğe ve çoğulculuğa olan ihtiyaç, kurumsal yönetimin genel kabul görmüş standartları ile çelişmemektedir. Üretim metotlarının ve organizasyon yapısının sürekli değişim halinde olması nedeniyle, firmalar kurumsal yönetim olgusu çerçevesinde başarı unsuru ve amacına yönelmek durumundadırlar (Shelton 1998).

2 NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİ

Kurumsal yönetimle ilgili yapılan önceki çalışmalarda daha çok yönetsel harcamalar (perquisites) (Jensen and Meckling, 1976), yönetsel çaba (managerial effort) (Holmstrom, 1979) ve büyüme amacıyla yapılan aşırı yatırımlar (overinvestment) (Baumol, 1959; Jensen, 1986) gibi problemler üzerinde yoğunlaşmıştır. Modern finans teorisi bunların yerine şirket içindikilerin (corporate insiders) şirket kaynaklarını kendilerine yönlendirme (diversion of resources) olanakları üzerine odaklanmıştır (Djankov vd., 2008). Literatürde bu yönlendirme diplomatik bir ifadeyle “kontrolün özel yararları” (private benefits of control) olarak adlandırılmıştır (Grossman and Hart, 1988; Hart, 1995; Zingales, 1994). Buna ilave olarak, yatırımcıların sömürülmesi (investor expropriation), kendi yararına işlem (self-dealing) ve tünelleme-hortumlama (tunneling) kavramları da benzer anlamda yaygın olarak kullanılmaktadır.

Bilindiği üzere çok sayıda ülkede ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde işletme grupları (business groups) yaygındır ve bu gruplar ekonomik faaliyetlerde önemli bir ağırlığı teşkil etmektedirler (La Porta vd., 1999; Amsden, 2001; Claessens vd., 2000). İşletme grupları yasal olarak ayrı firmalardan oluşmakla birlikte nihai olarak küçük bir grup hissedar (çoğunlukla aile) tarafından kontrol edilirler. Bu firmalar genellikle piramit olarak organize edilirler. İşletme gruplarının piramit

şeklinde organize edilmesi, aile veya büyük hissedarlara, piramidin en tepesinden aşağıya doğru hissedarlık oranları (nakit akım hakkı) gittikçe azalmasına karşın grup içindeki bütün firmaları kontrol etmeleri olanağını sağlar.

İşletme gruplarının gelişmekte olan ekonomilerde yaygın olması bu grupların varlık nedenlerine ilişkin bir açıklama gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu konuda iki görüş ön plana çıkmaktadır. Bunlar; etkin finansal piyasaların yokluğu (missing market argument) ve kontrol maksimizasyonu (control argument) görüşleridir (Gonenc and Hermes, 2007).

Etkin piyasaların yokluğu görüşü özellikle gelişmemiş finansal piyasalara vurgu yapmaktadır. Az gelişmiş finansal piyasalar herhangi bir gruba dâhil olmayan firmaların finansman olanaklarını kısıtlamakta ve dolayısıyla büyüme potansiyellerini engellemektedir. Buna karşın gruba dâhil olan firmalar daha kolay finansman olanakları elde edebilir. Dolayısıyla finansal piyasalar etkin değilse bir işletme grubu oluşturarak içsel bir sermaye piyasası yaratılabilir ve kaynakların üye firmalar arasında daha etkin bir şekilde dağıtımı sağlanabilir.

Grup içi sermaye piyasalarının (internal capital markets) firma değeri ve firma davranışı üzerine etkileri birçok çalışmada incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları belirli şartlarda içsel sermaye piyasalarının firma değerini artırdığını göstermektedir (Gonenc and Hermes, 2007). Benzer şekilde Türkiye’de bir gruba bağlı olmanın firmaların yatırım performansı ve firma değerini artırdığı bulunmuştur (Orbay and Yurtoglu, 2006).

İşletme gruplarının varlığının arkasında yatan nedenleri açıklamaya yönelik diğer bir görüş olan “kontrol” görüşüne göre ise bu gruplar kontrolü maksimize etmek amacıyla oluşturulmaktadır. Bu görüşe göre içsel sermaye piyasaları, grubu kontrol eden hissedarlar tarafından daha düşük paya sahip oldukları firmalardan daha yüksek paya sahip oldukları firmalara kaynak transferi amacıyla kullanılmaktadır. Bu durum literatürde tünelleme (tunneling) olarak adlandırılmıştır (Johnson vd., 2000).

Genel bir sonuca ulaşmak amacıyla işletme gruplarında tünelleme etkilerinin olup olmadığı dolaylı yollardan tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bunlardan biri ilgili firmaların piyasa değerini incelemektir. Claessens vd. (2002) ve Lins (2003) sırasıyla

Doğu Asya ve gelişmekte olan ülkelerde kontrol eden hissedarların bir firmadaki kontrol ve nakit hakkı arasındaki fark arttıkça firma değerinin düştüğünü bulmuşlardır.

Bertrand vd. (2002) bu etkiyi grup firmalarının şoklara verdikleri tepkilerle ölçmüşlerdir. Yazarlar piramidin tepesindeki firmaların piramidin altındaki firmalara göre pozitif şoklardan daha fazla etkilendiğini bulmuşlardır. Bu durum firmaların nihai sahiplerinin kaynakları piramidin altındaki firmalardan üstündeki firmalara doğru yönlendirdiğinin bir göstergesidir.

Bae vd. (2002) Kore’de şirket alımlarının grup firmaları üzerindeki etkisine odaklanmışlardır. Yazarlar gruba (Chaebol) dâhil bir firmanın gerçekleştirmiş olduğu bir şirket alımında o firmanın değer kaybettiğini buna karşın grubun diğer firmalarının değer kazandıklarını bulmuşlardır. Bu durum kontrol edenlerin grup kaynaklarını kendi çıkarlarına dönük olarak yönlendirdiklerinin (tunneling) bir ispatı olarak değerlendirilmektedir.

Tünellemeye ilişkin daha doğrudan deliller arayan Baek vd. (2006) ise Kore Chaebol firmalarının özel menkul kıymet ihraçlarını incelemişlerdir. Yazarlar Chaebol firmalarının grup içinde yaptıkları özel hisse senedi plasmanlarında kontrol eden hissedarın yararına fiyat teklifleri verildiğini bulmuşlardır. Yazarlara göre grup içinde gerçekleştirilen özel menkul kıymet ihraçları çeşitli şekillerde tünelleme amacıyla kullanılabilir. Bunlar, küçük yatırımcıların aleyhine olarak hisse senedini sulandırıcı ihraçlar, kontrol eden hissedarın yararına yüksek iskontolu ihraçlar, zayıf performans gösteren firmaların şişirilmiş fiyatlarla iyi performans gösteren firmalara satımı gibi uygulamalardır. Yazarlar ayrıca Chaebol üyesi firmaların diğer üyelere gerçekleştirdikleri özel ihraçlarda diğer ihraççılardan daha yüksek duyuru sonrası getiri elde ettiklerini bulmuşlardır.

Cheung vd. (2006) Hong Kong’daki kayıtlı firmalarla kontrol eden hissedarları arasında gerçekleşen çeşitli tipte işlemleri incelemişlerdir. Yazarlar varlık alım satımı, hisse senedi satışı, bağlantılı taraflara nakit ödemeler gibi azınlık hissedarların sömürülmesine yol açan işlemlerin sonucu olarak ciddi negatif piyasa

tepkileri ve daha düşük uzun dönem piyasa performansları tespit etmişlerdir. Bu bulgular tünellemenin bir delili olarak açıklanmaktadır.

2.1.1 Sahiplik ve Kontrol (Ownership and Control)

İktisat literatüründe uzun süre firma teorisine atıflar yapılmasına karşın, gerçekte firma piyasa teorisinin, bugünkü değeri ya da karı maksimize etmek amacıyla, girdi ve çıktılara göre marjinal koşulları sağlayacak şekilde çalışan bir “kara kutu” aktörü olarak ele alınmış, bireysel katılımcıların (yöneticiler, hissedarlar vb) çatışan amaçlarının bu amacı sağlayacak şekilde nasıl oluyor da dengeye gelebildiği açıklanmamıştır.

Jensen ve Meckling (1974)’in modern şirkete temsil teorisini tatbik ederken firmaya ilişkin geliştirdikleri yeni yaklaşım bugün ekonomistler tarafından da yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Buna göre sözleşmesel ilişkiler firmanın özüdür ve çoğu örgüt gibi firmanın da bireyler arası bir dizi sözleşmeyi birbirine bağlayan basit bir hukuki kurgu (tüzel kişilik) olduğunu fark etmek önemlidir. Daha genel bir tanımla firma, sözleşmesel ilişkiler için bir ağ (nexus) olarak hizmet eden ve örgüt varlıkları ve nakit akımları üzerindeki bölünebilen ve diğer bireylerin izni olmaksızın satılabilen artık hakların varlığıyla karakterize edilen bir çeşit hukuki kurgudur (Jensen and Meckling, 1974: 8).

Farklı bir ifadeyle ifade edecek olursak, firma bir grup sözleşmenin ortak imza sahibidir (common signatory). Bu sözleşmelerin bir kısmı firmanın girdi olarak kullandığı mal veya hizmetleri sağlayan tedarikçilerle yapılan sözleşmeler, bir kısmı emek hizmeti sunan işçilerle yapılan iş sözleşmeleri, bir kısmı tahvil sahipleri, bankalar ve diğer sermaye sağlayanlarla yapılan kredi sözleşmeleri ve bir kısmı da firmanın müşterileri ile yapılan satış sözleşmeleridir. Tek kişi işletmeleri şeklinde organize edilen küçük firmalarda bireysel girişimci bu kontratları imzalar. Şirketlerde ise bu sözleşmeleri imzalayan kesim bir yasal (tüzel) kişidir.

Bir firmanın kontratları belirli konularda genel olarak kendisini yükümlülük altına sokar; örneğin tedarikçilere ödeme yapmak veya müşterilere mal veya hizmetleri teslim etmek gibi. Fakat kontratlar firmaya tipik olarak bir kısım takdir alanı (discretion) da bırakır. Örneğin bir iş sözleşmesi genel olarak firmaya, istihdam edilen kişiye verilecek bazı görevlerin seçimi konusunda bir kısım özgürlük verir. Veya bir borç kontratı, yaygın olarak, borçlanılan fonların nerede kullanılacağına seçiminde firmaya bir kısım özgürlük verir. Bir satış sözleşmesi de mal veya hizmetlerin üretiminde hangi yöntemlerin yaygın olarak kullanılacağı konusunda firmaya seçim sunar. Bu takdiri kullanma hakkı firma üzerindeki kontrolün hayati bir bileşenidir ve tanım gereği firmanın sahiplerinin hakkıdır.

Geleneksel olarak kullanıldığı gibi, bir firmanın “sahipleri” şu iki formel hakkı paylaşan kişilerdir: (i) firmayı kontrol etme hakkı ve (ii) firmanın karları veya artık kazançları⁶ (residual earnings) üzerinde tasarruf yetkisi. Burada “formel” kavramı önem arz etmektedir çünkü zorunlu olarak etkin kontrol olduğu anlamına gelmez. Şirketlerde formel kontrol genellikle ve sadece yönetim kurulu üyelerini seçme hakkını ve birleşme ve tasfiye gibi önemli konuların küçük bir bölümünde doğrudan oy kullanmayı içerir. Bunun da ötesinde, büyük şirketlerde formel kontrolü elinde bulunduran hissedarların çok fazla sayıda ve çok fazla dağılmış olması bu sınırlı oy haklarının bile anlamlı bir şekilde kullanıl(a)mamasına yol açmakta ve yönetimin büyük bir otonomiye sahip olmasına sebep olmaktadır. Sahiplik ve kontrolün ayrılığı kavramı (the separation of ownership and control)⁷ şirket yöneticilerinin sahip olduğu bu güçlü otonomiye yansıtmaktadır.

Teoride, kontrol hakları ile artık kazançlara yönelik haklar ayrıştırılabilir ve farklı sınıf kişiler tarafından elde tutulabilir. Uygulamada ise genellikle bu iki haklar bir arada tutulur (yönetimin bir kısım sahipliği elinde tutması). Bunun açık sebebi şudur: şayet kontrol edenlerin firmanın artık kazançları üzerinde herhangi bir hakkı yoksa kontrol haklarını bu kazançları maksimize etmek için kullanma konusunda çok

⁶ Ücretler, faiz ödemeleri veya tedarikçilere yapılan ödemeler gibi firmanın sözleşmelerle yüklenmiş olduğu tüm ödemeleri yaptıktan sonra geriye kalan net kazançlar.

⁷ Katı anlamda, sahiplik ve kontrolün tam olarak ayrıştığı söylenemez zira sahiplik kavramı formel olarak kontrol hakkını taşır. Bu ifadeyle kastedilen sahiplik ve “etkin” kontrolün ayrışımıdır.

az teşvikleri olacak demektir. Tabii, kontrol edenler ile artık kazançlar üzerinde hak sahibi olanlar arasında yapılacak sözleşmesel düzenlemelerle, kontrol edenler tüm önemli kararlar konusunda uygun bir şekilde önceden kısıtlanabilirse böyle bir problem de çıkmazdı. Fakat “kontrol” kavramının özü bir kısım firma politikasını belirleme yetkisidir. Bunlar yüksek işlem maliyetleri ve mükemmel olmayan öngörüler nedeniyle önceden bir sözleşmede belirlenemezler. Bunun yerine yetki devredilen kişilere bu konularda takdir yetkisi verilmek zorundadır. Sahiplik teorisi (theory of ownership) bu artık kontrol haklarının etkin olarak nasıl dağıtılacağı üzerinde durur (Shleifer and Vishny, 1997). Sonuç olarak yöneticilerin (kontrol edenlerin) sözleşmelerle öngörülemeyen önemli derecede artık kontrol hakları ve dolayısıyla şirket kaynaklarının kullanımı konusunda takdir yetkileri vardır. Bu takdir yetkisinin bir takım limitleri olabilir ve zaten kurumsal yönetimin büyük bir kısmı bu limitlerle ilgilidir.

Erken kurumsal yönetim araştırmaları ABD’de şirketlerin, geniş bir şekilde dağılmış hissedarların mülkiyetinde olduğu ve yönettikleri firmalarda hiç veya çok küçük bir paya sahip olan profesyonel yöneticiler tarafından kontrol edildiği fikri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bununla beraber 1980’lerin sonlarında, gerçekte birçok Amerikan şirketinde içerdekilerin (insiders) anlamlı bir özsermaye sahipliği taşıdıkları ve/veya anlamlı blok hissedarlığın var olduğunu ortaya çıkaran araştırmalar belirmiştir. Holderness (2003) içerdekileri (insiders), beyaz yakalıları (officers) ve yönetim kurulu üyeleri (directors) olarak ve blok hissedarı da (blockholder) firmanın özsermayesinin en azından %5’ine sahip herhangi bir kişi olarak tanımladığı çalışmada, içerdekiler (insiders) ve blok hissedarların (blockholders) özsermaye sahiplikleri üzerine ABD’deki durumu araştırmıştır. Yazar ABD’deki halka açık işlem gören şirketlerdeki içsel sahipliğin, bazı firmalarda neredeyse sıfır bazı firmalarda ise çoğunluk hissedarlığa kadar değiştiğini ve fakat ortalamada yaklaşık olarak %20 olduğunu aktarmaktadır. Mehran (1995) ise tesadüfi olarak seçilmiş imalat firmalarının bir örnekleminde firmaların %56’sının dışsal blok hissedarları (outside blockholders) olduğunu belirtmektedir.

Holderness (2003) ayrıca, içerdekilerin ve blok hissedarların özsermaye sahipliğinin şirket kararları ve firma değeri üzerindeki etkisini inceleyen Amerikan

literatürünü de araştırmaktadır. Bu etkilerle ilgili zıt hipotezler söz konusudur. İçerdekilerin özsermaye sahipliği, daha iyi kararlar ve/veya daha yüksek firma değerine öncülük ederek içerdekiler ile diğer hissedarların çıkarlarını paralelleştirebilir (align). Bununla beraber içerdekilerin daha yüksek sahipliği potansiyel olarak yöneticilerin konumunu sağlamlaştıran daha yüksek bir derecede yönetsel kontrolle sonuçlanabilir. Benzer şekilde, özsermaye sahiplik pozisyonlarından dolayı blok hissedarların daha yüksek bir kontrole sahip olmaları, kendilerini, tüm hissedarların yararlandığı firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk edebilir. Bununla beraber, aynı kontrol blok hissedarlara diğer hissedarların yararlanmadığı özel yararlar da sağlayabilir. Blok hissedarların yararlandığı özel yararlar potansiyel olarak gözlemlenen firma değerini düşürür.

Sahiplik yapısının şirket kararları ve firma değeri üzerindeki etkilerini ele alan Amerikan kanıtları karışıktır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) ve McConnell ve Servaes (1990) içsel sahipliğin (inside ownership) çıkarları ayarlama etkilerinin (alignment effects) bazı yönetsel sahiplik (managerial ownership) derecelerinde sağlamlaştırma etkilerine (entrenchment effects) baskın geldiğini bulmuşlardır. Bununla beraber bazı seviyelerin ötesinde içsel sahipliğin sağlamlaştırma etkileri baskın gelmekte ve daha yüksek içsel sahiplik daha düşük firma değeriyle bağlantılı olmaktadır. Karşıt olarak Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) panel veri kullanmaktadırlar ve yönetsel sahiplikteki (managerial ownership) değişikliklerin hem firma kararlarını hem de firma değerini etkilemediği sonucuna varmışlardır.

Holderness (2003) dışsal (yönetim dışı) blok hissedarların firma değeri üzerindeki etkisini ayrı olarak ölçmeye yönelik doğrudan girişimlerin azlığına işaret etmektedir. Mehran (1995) firma performansı ile bireyler, kurumlar ve şirketleri içeren farklı tipteki blok hissedarların değişik elde tutmaları arasında anlamlı ilişkiler olmadığını bulmuştur. Bununla beraber, bazı kanıtlardan da söz etmek mümkündür. Örneğin yeni blok hissedarlık oluşturma veya mevcut bloğun alım satımı anormal fiyat artışlarıyla karşılaşmıştır (Mikkelsen and Rubback, 1985; Barclay and Holderness, 1991,1992). Bunların sonucu olarak Holderness (2003) ABD’de blok hissedarlar ve firma değeri arasındaki ilişkinin bazen pozitif, bazen negatif olduğunu ve çok güçlü bir ilişkiden bahsedilemeyeceğini söylemektedir.

Blok hissedarların firmaların gözlemlenen piyasa değerini etkilediğine ilişkin zayıf kanıtlar olmasına karşın, Amerikan kanıtları blok hissedarların önemli düzeyde kontrolün özel yararlarından faydalanabileceğine işaret etmektedir. Birçok çalışma, blok hissedarların diğer hissedarların elde edemeyeceği yararlar beklediğiyle uyumlu olarak, blok alım-satımların, tipik bir biçimde borsa değerinin üzerinde bir primle fiyatlandığını belgelemektedir (Barclay and Holderness,1989; Mikkelson and Regassa, 1991; Chang and Mayers, 1995). Bölümün başlangıcında belirtildiği üzere son yapılan çalışmalarda bu özel yararların varlığı ve olumsuz etkileri daha çok dolaylı göstergeler yoluyla tespit edilmektedir.

2.1.2 Sahiplik Yoğunlaşması (Ownership Concentration)

Finans teorisinde uzun yıllar egemen olmuş genel kabul şirket sahipliğinin çok sayıda küçük yatırımcı arasında dağıldığıdır. Fakat bu varsayım sadece ABD ve İngiltere için geçerli gibi görülmektedir. İngiltere'deki özsermaye sahiplik yapısı tarihsel olarak ABD ile benzerdir: çok sayıda halka açık işlem gören şirket vardır ve bunların birçoğunda da görelî olarak yaygın bir elde tutma söz konusudur. Almanya'daki özsermaye sahipliği ise tarihsel olarak ABD'den daha çok yoğunlaşmıştır. İlave olarak Almanya ve Japonya'da bankalar daha önemli bir kurumsal yönetim rolüne sahiptirler. Bu açık farklar araştırmacıları piyasa merkezli ekonomiler (ABD ve İngiltere) ile banka merkezli (Almanya ve Japonya) ekonomiler arasındaki farkları belirlemeye yöneltmektedir.

Her ikisi de banka merkezli ekonomiler olarak değerlendirilmesine karşın Almanya ve Japonya'nın özsermaye sahiplik yapılarında farklılıklar vardır. Prowse (1992) finansal kurumların Japonya'da en önemli blok hissedarlar olduklarını belirtmektedir. Bu durumun Almanya için de doğru olduğuna yönelik yaygın bir kanaat olmasına rağmen, Franks ve Mayer (2001) diğer şirketlerin en yaygın blok hissedarlar olduğunu bulmaktadır ve bunları da aileler takip etmektedir. Bununla beraber Alman bankaları özsermaye sahipliğinden daha fazla oy verme gücüne sahiptir. Bu durum bankaların, bireysel hissedarların vekâletleri yoluyla oy

kullandıkları gerçeğinin bir sonucudur. Sonuç olarak, finansal kurumlar hem Almanya hem de Japonya’da firmalar üzerinde önemli miktarda kontrole sahiptirler.

1990’ların ortalarından itibaren özsermaye sahiplik yoğunluğu üzerine çalışmalar bu dört büyük ülke dışındakileri de içerecek şekilde genişleme göstermiştir. Kanıtlar şunu ortaya çıkarmıştır ki, yoğunlaşmış sahiplik yapıları (concentrated ownership structures), ABD ve İngiltere’deki halka açık büyük firmaların görece olarak daha yaygın olan sahiplik yapılarına göre dünya çapında daha tipik olarak gözlemlenen sahiplik yapılarıdır. Bununla beraber bu genelleme, sahiplik yoğunluğunun derecesi ve blok hissedarların kimlikleri açısından ülkeler arasındaki önemli farklılıkları örtmektedir.

Faccio ve Lang (2002) Batı Avrupa ülkelerini incelemekte ve şu neticeye varmaktadır: Kayıtlı firmalar genel olarak ya yaygın olarak elde tutulmakta (widely-held) ki, bu durum İngiltere ve İrlanda da daha yaygındır; ya da aile sahipliğindedir (familyowned) ki, bu durum da Kıta Avrupa’sında daha yaygındır. Blass, Yafeh ve Yosha (1998) İsrail’de yüksek sahiplik yoğunluğu olduğunu, bankaların ve bağlı kurumsal yatırımcıların en önemli dışsal hissedarlar olduklarını yazmaktadırlar. Xu ve Wang (1997) Çin’de devlet, kurumlar ve ülke içi bireyler arasında nispeten eşit paylaşılmış yüksek sahiplik yoğunlaşması olduğunu yazmaktadırlar. Valadares ve Leal (2000) da Brezilya’da blok hissedarların çoğunluğunun şirketler ve bireylerden oluştuğu yüksek sahiplik yoğunlaşması olduğunu yazmaktadırlar.

ABD dışındaki birçok çalışma sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi tartışmaktadır. Kang ve Shivdasani (1995) blok hissedarlara sahip Japon firmalarının, blok hissedarı olmayan firmalara göre performans düşüklüğünün ardından daha hızlı bir şekilde yeniden yapılandıklarını bulmuşlardır. Bununla beraber Japonya’da, performans düşüklüğüne olan bu cevabın ABD’dekinden daha yavaş geldiğini göstermektedirler. Gorton ve Schmid (2000) Almanya’da firma performansının yoğunlaşmış özsermaye sahipliği ile pozitif ilişkili olduğunu yazmaktadır. Bununla beraber Kaplan (1994) Almanya’da sahiplik yapısı ile yönetici devir hızı (turnover) arasında ilişki olmadığını bulmuştur. Claessens ve Djankov (1999) Çek firmalarında firma karlılığı ve emek verimliliğinin sahiplik yoğunlaşması ile pozitif olarak ilişkili olduğunu bildirmektedirler.

Bir şirkette büyük hissedarların kim oldukları önemlidir. Bu konudaki çalışmalar büyük hissedarlarla değer arasındaki ilişkinin sıklıkla büyük hissedarın kim olduğuna bağlı olduğunu belirtmektedir. Örneğin Claessens, Djankov, Fan ve Lang (1998) dokuz Doğu Asya ülkesindeki firmaları incelemişler ve sahipliğin etkisinin blok hissedarın kimliğine göre değiştiğini bulmuşlardır. Sahipliğin devlet elinde olması performans ile pozitif olarak bağlantılı iken, şirketler elinde olması performansla negatif ilişkilidir. Yazarlar kurumsal sahiplik ile performans arasında ilişki olmadığını bulmuşlardır. Gibson (2003) sekiz gelişmekte olan ülkedeki firmalar üzerinde çalışmış ve tüm örnekleme CEO devir hızının (turnover) zayıf performans gösteren firmalar için daha muhtemel olduğunu, büyük bir yerli hissedara sahip firmalar alt setinde ise firma performansı ile CEO devir hızı arasında bir ilişki olmadığını bulmuştur.

Yönetimin sahipliğinin firma değeri üzerindeki etkileri ise uluslararası çalışmalarda özel bir ilgi çekmektedir. İngiltere’de içsel sahiplikle (inside ownership) ilgili olarak Short ve Keasey (1999) yönetimin sahiplikteki payı %12 olduğunda yönetsel sahipliğin (managerial ownership) sağlamlaştırma (entrenchment) etkilerinin hizalama (alignment) etkilerine baskın gelmeye başladığını belirtmektedir. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) ABD’de sağlamlaştırmanın hizalamaya %5 yönetsel sahiplikte baskın gelmeye başladığını bulurken, Short ve Keasey (1999) yöneticilerin İngiltere’de ABD’den daha yüksek seviyelerdeki özsermaye sahipliğinde korunmuş hale geldikleri sonucuna varmaktadır. Yazarlar bunun sebebini, İngiltere’de kurumların gözetlemeyi daha iyi koordine etmelerine ve yöneticilerin takeover savunmalarını yükseltmekteki düşük yeteneklerine bağlamaktadır. Miguel, Pindado ve de la Torre (2001) de İspanya’da firma değeri ile içsel sahiplik arasında doğrusal olmayan benzer bir ilişki olduğunu belgelemektedir. Carline, Linn ve Yadav (2002) İngiltere’de birleşmelerin akabinde yönetsel sahipliğin performans gelişmeleri üzerinde pozitif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Claessens ve Djankov (1998) Çek firmaları için yönetsel sahipliğin performans üzerinde etkisi olmadığını bulmuşlardır. Bununla beraber yazarlar, yeni yönetici atandığında firma performansında gelişmeler olduğunu ve özellikle yöneticilerin hükümet tarafından değil de özel sahipler tarafından atandığında gerçekleştiğini

göstermektedirler. Craswell, Taylor ve Saywell (1997) Avustralya’da içsel sahiplik ile performans arasında zayıf bir ilişki olduğunu belgelemekte ve ilişkinin zaman boyunca istikrarlı olmadığını ve firma büyüklüğü gruplarında kararsız olduğunu yazmaktadırlar.

İçsel sahiplik ile firma performansı arasındaki ilişki üzerine daha az doğrudan kanıtlar ise çeşitlendirilmiş (diversified) firmalar üzerine yapılan çalışmalardan gelmektedir. Bu konuda ABD’de yapılan çok geniş çalışmalar bir çeşitlendirme iskontosu olduğunu belgeler. Yani, çeşitlendirilmiş firmalar, aynı firmaların ayrı parçalarının tek başına değerleri toplamından daha az değerlidir. Lins ve Servaes (1999) içerdekilerin elinde yoğunlaşmış sahiplik ile Almanya, Japonya ve İngiltere’deki firmalar için çeşitlendirmenin değeri arasındaki ilişkiyi ölçmektedirler. Yazarlar Almanya’da içerdeki sahiplerin çeşitlendirmenin değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduklarını, fakat İngiltere ve Japonya’da böyle bir etkiye sahip olmadıklarını bulmuşlardır.

Finansal sistem ve kurumsal yönetim sistemlerinin farklılıkları ile bağlantılı olarak, birçok çalışma, bankaların sahipliğe dâhil olmasının firma değeri üzerindeki etkisini tartışmaktadır. Morek, Nakamura ve Shivdasani (2000) Japonya’da bankanın sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin sahiplik dağılımı ile değiştiğini, fakat özellikle sahiplik yüksek olduğunda ilişkinin daha pozitif olduğunu bulmuşlardır. Gorton ve Schmid (2000) Alman firmaları için sahiplik yoğunluğu ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve özellikle bankaların blok sahipliği durumunda ilişkinin daha güçlü olduğunu söylemektedirler. Xu ve Wang (1997) Çin firmalarında sahiplik yoğunluğu ile karlılık arasında tam bir pozitif ilişki olduğunu ve bu ilişkinin blok hissedarların finansal kurumlar olması durumunda devletin olmasına göre daha güçlü olduğunu belirtmektedirler. Sarkar ve Sarkar (2000) Hindistan’da kredi kurumlarının blok hissedarlığının firma performansı ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Blass, Yafeh ve Yosha (1998) İsrail’de bankaların önemli blok hissedarlar olduğunu belirtmektedirler.

Sonuç olarak, dünya çapındaki çalışmalar, sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin hem ülkeden ülkeye hem de blok hissedarın kimliğine göre değiştiğini göstermektedir. Bununla beraber genel olarak bu kanıtlar, sahiplik yapısı

ile firma performansı arasında, ABD dışı firmalarda ABD'deki firmalara nazaran daha anlamlı bir ilişki olduğunu önermektedirler. Yoğunlaşmış sahiplik sıklıkla firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. ABD dışı ülkelerde bankaların kurumsal yönetimde oynadığı önemli rol özellikle ilginçtir (Amerikan bankalarının firmaların yönetiminde büyük bir rol alması yasaklanmıştır).

2.1.3 Kontrolün Özel Yararları

Özsermaye sahipliği, elinde tutanlara firmanın nakit akımlarıyla ilgili belirli haklar sağlar. Büyük hissedarların hem yönetimi izleme konusunda teşvike ve hem de onları etkileme konusunda yeterli kontrole sahip olması, örneğin nakit akımlarının artırılması gibi bir durumda, bundan tüm hissedarların yararlanmasına yol açar. Bunlar kontrolün ortak yararlarıdır (shared benefits of control). Blok hissedarların özsermaye sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi, temel olarak büyük hissedarlara sahip olmakla bağlantılı olarak firmada ortak (paylaşılan) yararların olup olmadığının ölçülmesidir. Bununla birlikte potansiyel olarak kontrolün özel yararları (private benefits of control) da vardır. Özel yararların anlamı, bunların sadece firma üzerinde önemli derecede kontrole sahip olan hissedarlar için elde edilebilir olduğudur.

Kontrol etmenin değerinin, özsermaye sahipliği ile bağlantılı nakit akım haklarının ötesinde bir değer taşımasından dolayı, firmada kontrolün büyük kısmını elde tutmak için bir teşvik vardır. Bir firmada hissedarların nakit akım haklarını aşan kontrol haklarını elde edebileceği birçok yol vardır. ABD'de bu, tipik olarak, orantısız bir şekilde yüksek sayıda oy hakkı taşıyan hisse senetleri yoluyla elde edilir. Birçok çalışma ABD'de "bir pay bir oy"dan (one share one vote) sapan firmaları incelemiş ve yüksek oy hakkı olan hisse senetlerinin diğerlerine nazaran küçük de olsa bir primle işlem gördüğünü bulmuştur (Lease, McConnell ve Mikkelsen, 1983, 1984; DeAngelo ve DeAngelo, 1985; Zingales, 1995). Kanıtlar kontrolün özel yararları olduğuyla tutarlıdır. Dünya çapındaki oy hakkı primleriyle ilgili çalışmalar Amerikan kanıtını destekler niteliktedir. Bu çalışmalar ABD dışındaki ülkelerin

tümünde bu primin ABD'dekinden daha büyük olduğunu göstermektedir. Bu prim, düşük bir oran olarak %6,5 ile İsveç (Rydqvist, 1987) ve yüksek bir oran olarak %82 ile İtalya (Zingales, 1994) arasında değişmektedir.

Sahiplik oranını aşan kontrol hakkı, piramit yapılar (pyramid structures) veya çapraz hissedarlıklarla (cross-holdings) da elde edilebilir. Bir piramit yapıda, örneğin bir firma ikinci bir firmanın %51'ine sahip olabilir. Bu ikinci firma bir üçüncü firmanın %51'ine sahiptir ve bu böyle gider. Dolayısıyla piramidin en tepesindeki sahip piramit içindeki firmaların tümünde etkin bir kontrole sahiptir. Ve bu, piramitten aşağı doğru her basamaktaki firmaya daha az yatırımla gerçekleştirilir. Çapraz hissedarlık ise, bir grup şirket karşılıklı birbirlerini kenetleyen sahiplik pozisyonlarını koruduklarında oluşur. Sahiplik pozisyonlarının birbirlerine kenetlenmesinin grup üyelerini birbirlerini desteklemeye istekli kılması sonucu oylama koalisyonları oluşur.

İkili hisse senedi sınıfları, piramitler ve çapraz hissedarlıklarla kontrolün pekişmesi (consolidation of control) dünya çapında yaygındır. Claessens, Djankov ve Lang (2000) dokuz Doğu Asya ülkesindeki firmaları incelemiş ve piramit yapılar ve çapraz hissedarlıklarla oy haklarının sıklıkla nakit akımı haklarını aştığını bulmuştur. Sonuç, bu ülkelerdeki firmaların üçte ikisinden daha çoğunda firma üzerinde etkin bir kontrole sahip tek bir hissedar vardır. Faccio ve Lang (2002), sahiplik ve kontrol arasındaki sapmanın sadece uluslararası düzeyde önemli çıkmasına karşın, en büyük hissedarların kontrolünü geliştirmek için iki sınıflı hisse senedi ve piramit yapıların kullanılmasının Batı Avrupa'da yaygın olduğunu belirtmektedir. Brezilya firmaları için Valadares ve Leal (2000), çalıştıkları firmaların geniş çoğunluğunun oy haklarından yoksun hisse senetlerine sahip olduklarını bildirmekte ve Lins (2003) piramitleşmenin (pyramiding) yaygın olduğunu bulmaktadır. Grup sahiplik yapısı (group ownership structure) birçok ülkede yaygındır. Bu yapılar Japonya'da keiretsu, Kore'de chaebols ve Rusya'da finansal-endüstriyel gruplar (financial-industrial groups) olarak adlandırılmaktadır. Gruplar ayrıca Hindistan, İtalya ve Brezilya'da da yaygındır. Kantor (1998) Güney Afrika'nın 5 büyük firma tarafından domine edildiğini bildirmekte ve bunların üçünün, kurucuları veya onların aileleri tarafından

kontrol edildiğini söylemektedir. Bu gruplar sıklıkla azınlık nakit akımı yatırımı yapmış olmalarına rağmen grup içindeki tekil firmaların kontrolüne sahiptir.

Genel olarak uluslararası kanıtlar, nakit akımı haklarından daha fazla kontrol haklarının birikiminin firmaların gözlenen piyasa değerini düşürdüğüne işaret etmektedir. Lins (2003) 18 gelişmekte olan ülkeyi incelemekte ve kontrol hakları ile nakit akım haklarının eşleşmemesinin yaygın ve değer düşürücü olduğunu belgelemektedir. Volpin (2002) İtalya’da, kontrol eden hissedarların nakit akım haklarının %50’sinden daha azına sahip olması durumunda, üst düzey yönetim devrinin performansa duyarlılığının daha düşük olduğunu bildirmektedir. Lins ve Servaes (1999) Japonya’da çeşitlendirme iskontosunun, endüstriyel grupların parçası olan firmalarda yoğunlaştığını bulmuştur. Diğer bir çalışmada Lins ve Servaes (2002) yedi gelişmekte olan ülkedeki halka açık işlem gören firmaları incelemekte ve sadece endüstriyel gruplara dâhil firmalarda veya yönetimin sahipliğinin %10-%30 aralığında olan firmalarda çeşitlendirme iskontosu gözlemektedirler. İskonto, yönetimin kontrol haklarının nakit akım haklarını ciddi biçimde aştığı durumda en şiddetli şekilde gerçekleşmektedir. Joh (2000) Kore firmalarında kontrol eden blok hissedarların ayrıca yüksek nakit akım haklarına sahip olduklarında daha etkili olduklarını göstermektedir. Yazar işletme gruplarıyla (business groups) bağlantılı firmaların daha az karlı olduklarını bulmuştur. Gorton ve Schmid (2000) Almanya’da banka kontrolünün, bankaların oy hakkını kullandıkları payların aynı zamanda sahibi olmaları durumunda ROA üzerinde olumlu bir etkisinin olduğunu, başkası adına tuttukları payların vekâlet oylarını kullandıklarında herhangi bir etkisi olmadığını bulmuşlardır.

Birçok çalışma, bir grup üyesi olmanın, grup içindeki şirketlerin yatırım politikalarına etkisini tartışmaktadır. Genel olarak, aynı ülkede gruplara dâhil firmalar için gruplara dâhil olmayan firmalara göre yatırımın nakit akımlarına duyarlılığının daha az olduğu bulunmuştur. Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1991) büyük bankalarla bağlantılı Japon firmalarında yatırımın likiditeye duyarlılığının daha az olduğunu bulmuşlardır. Shin ve Park (1999) Kore chaebols’larındaki firmalarda yatırımların nakit akımlarına duyarlılığının, chaebols üyesi olmayan firmalardan daha az olduğunu göstermektedir. Perotti ve Gelfer (2001) aynı

durumun, özellikle bankaların liderlik ettiği finansal yatırım gruplarına dâhil Rus firmaları için de geçerli olduğunu bulmuştur. İç sermaye piyasalarına bağımlılık zorunlu olarak değeri düşürücü olmamakla birlikte ABD kanıtları bunun sıklıkla değeri düşürdüğünü yansıtmaktadır. Scharfstein (1998), Rajan, Servaes ve Zingales (2000) ve Ahn ve Denis (2002) çeşitlendirilmiş firmaların etkin olmayan yatırımlar yaptığı, bazı işletme birimlerine çok fazla diğerlerine ise çok az yatırımlar yaptığı hipotezleriyle tutarlı kanıtlar sunmaktadırlar.

Grup üyeliği ile ilgili pozitif bir not olarak Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1990) Japonya’da keiretsu üyeliğinin, kreditorlerle yeniden görüşmeyi zorlaştıran asimetrik enformasyon ve bedavacı-beleşçi (free-rider) problemlerini hafifletmek suretiyle finansal sıkıntı maliyetlerini azalttığını göstermektedirler. Keiretsu’ya dâhil firmalar veya keiretsu firması olmasa da temel bir bankayla güçlü bir bağına sahip olan firmalar diğer Japon firmalarına nazaran verimli aktiflere daha çok yatırım yapmakta ve finansal sıkıntı durumlarında daha yüksek gelirleri sürdürebilmektedirler.

Şirket sahiplik yapısının şekillenmesi ve dolayısıyla kontrolün özel yararlarının büyüklüğü konularıyla ilgili son yıllarda araştırmacılar daha çok ülkelerin hukuk sistemleri ve yatırımcıyı koruma dereceleri üzerinde durmaktadırlar. La Porta vd. (1998) bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar koruduğu ve bu yasaların ne kadar uygulandığının, o ülkedeki kurumsal yönetim ve şirket finansının geliştirilmesinin temel belirleyicileri olduğunu ileri sürmektedirler. Ampirik kanıtları, yatırımcıyı koruma derecelerinin ülkeden ülkeye önemli farklılıklar arz ettiğini ve düşük yatırımcı koruması olan ülkelerde genellikle yüksek özsermaye sahiplik yoğunlaşması olduğunu göstermektedir. Yazarlar sahiplik yoğunlaşmasını, her ülkenin finans sektörü dışı en büyük 10 yerel firmasındaki en büyük 3 hissedarın sahiplik yüzdesini hesaplayarak ölçmüşlerdir. 49 ülke için örneklem medyanı %45’tir. Bu değeri ABD için en düşüktür ve %20’dir. Sadece altı ülke %30’un altındadır.

La Porta vd. (1998) 49 ülkenin her birini dört genel gruba dâhil etmektedir: kamu hukuku ülkeleri (common law countries), Fransız sivil hukuk ülkeleri (French civil law countries), Alman sivil hukuk ülkeleri (German civil law countries) ve İskandinav sivil hukuk ülkeleri (Scandinavian civil law countries). Yazarlar kamu

hukuku ülkelerindeki yasaların hissedarlar için en güçlü koruma derecesini sağladığını, Fransız sivil hukuk ülkelerindeki yasaların ise en düşük korumayı sağladığını bulmuşlardır. Yasaların yürütülmesi konusunda Alman ve İskandinav sivil hukuk ülkeleri kamu hukuku ülkelerinden daha güçlü iken en zayıf uygulama Fransız sivil hukuk ülkelerindedir.

Yoğunlaşmış hissedarlık yatırımcı koruması olmamasına rasyonel bir yanıt olabilir. Şayet hukuk, sahipleri (hissedarları) kontrol edenlerden korumuyorsa, sahipler kontrol eden olmak isteyeceklerdir. La Porta vd. (1998) bu durumda, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmasının –ABD’deki kurumsal yönetim araştırmalarının çoğunda ele alınan birincil çatışma- anlamlı olmadığını çünkü büyük hissedarların yönetimi kontrol etme konusunda hem teşvike hem de olanağa sahip olduğunu söylemektedir. Bununla birlikte yazarlar, oldukça yoğunlaşmış bir sahipliğin baskın (dominant) hissedarlar ile azınlık (minority) hissedarlar arasında bir özsermaye temsil çatışmasına (equity agency conflict) yol açacağını belirtmektedirler.

Şayet büyük hissedarlar sadece orantılı nakit dividantlardan ve paylarının piyasa değerindeki artıştan yararlanırlarsa, bu durumda büyük hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında çatışma olmaz. Fakat daha önce de belirttiğimiz gibi, kontrolün ayrıca özel yararları da vardır. Bu yararların varlığı, çoğu ülkede yatırımcıların nakit akım haklarını aşan kontrol hakları elde etmeyi amaçlamasına yol açar. Yoğunlaşmış sahiplik çoğunlukla değer artışı ile bağlantılı iken, nakit akım haklarının üzerindeki kontrol haklarının varlığı değer düşürücü olma eğilimindedir.

Dyck ve Zingales (2001) 39 ülkede oy hakkı olan ve olmayan payların blok kontrol işlemlerindeki prim farklılıklarını kullanarak kontrolün özel yararlarını ölçmektedir. Daha önceki araştırmacılar gibi, özel yararların dünya çapında büyük oranda değiştiğini ve bazı ülkelerde oldukça önemli olduğunu bulmuşlardır. Yazarların önemli bir diğer bulguları, ayrı olarak oylama primlerinin (voting premiums) ülkedeki yatırımcı koruma derecesiyle negatif ilişkili olduğudur. Yani, hukuk tarafından daha az korunmuş yatırımcıların bulunduğu ülkelerde, kontrol edici hissedarlar, kontrolün daha büyük özel yararlarını firmadan sökmeye (extract) güç yetirebilir ve bunu yaparlar.

Nenova (2003) 18 ÷lkedeki 661 iki (hisse senedi) sınıflı firmalar üzerinde 1997 verileriyle çalışmıştır. Yazar kontrol yararlarını ve oy hakkının değerlerini hisse senedi fiyatlarından izole etmekte ve kontrol eden hissedarların özel yararlarını, Danimarka'da firma değerinin %0'ı ve Meksika'da firma değerin %50'si aralığında tahmin etmektedir. Yazar ayrıca, yasal çevre ile ilgili değişkenlerin, kontrol haklarının değerindeki ÷lkeler arası değişimin %75'ini açıkladığını belirtmektedir.

Kurumsal yönetim literatürü, kontrol eden hissedarların firmadan değer sökmeye kullandıkları en azından iki önemli yöntemi belirlemektedir. Birinci yöntem, Johnson vd. (2000) tarafından, varlıkların ve karların, onları kontrol edenlerin yararı için firma dışına çıkarılması olarak tanımlanan ve tünelleme (tunneling) olarak ifade edilen yöntemdir. Yazarlar, tünellemenin birçok yöntemle gerçekleşebildiğini hatırlatmakta ve gelişmiş ÷lkelerde de tünellemenin olduğunu, fakat kamu hukuku ÷lkelerine nazaran sivil hukuk ÷lkelerinde tünellemenin gerçekleşmesinin daha olası olduğunu belirtmektedirler.

Tünelleme, piramit sahiplik yapılarıyla elde edilen fazladan kontrol haklarının olduğu firmalarda yaygındır. La Porta vd. (1999) refah seviyesi yüksek 27 ekonomiyi incelemekte ve piramit yapıların, nakit akım haklarını aşan kontrol hakları elde etmede kullanılan en yaygın yöntem olduğunu bulmaktadırlar. Kontrol eden hissedar, piramidin altındaki firmalardan daha yukarıdakilere kaynakları transfer ederek kontrol ettiği firmalardan değer sökebilir. Bu birçok çeşitli yolla yapılabilir: örneğin, üst seviyedeki firmalardan alt seviyedeki firmalara şişirilmiş fiyatlardan mal satarak veya alt seviyedeki firmalardan üst seviyedeki firmalara piyasa fiyatının altında fiyatla mal satarak.

Ayrıca, bir firmanın kontrolü, kontrol edenlere yönetici olarak istediğini yerleştirmesine olanak sağlar. Burkhart vd. (2002) bir profesyonel yöneticinin, bir firmayı iyi yönetmekte kurucunun varisinden daha donanımlı olduğunu varsayan bir model geliştirmişlerdir. Modelleri, azınlık yatırımcıları koruyan yasal rejimlerdeki dengenin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen geniş ellerdeki firmalar olacağını, zayıf hissedar koruması olan rejimlerin ise varislerin yönetici olduğu aile sahipliği eğiliminde olacağını öngörmektedir. Birçok yazar kontrol eden hissedarların veya onların aile üyelerinin kontrol ettikleri firmayı yönettiklerine dair

kanıtlar sunmaktadırlar. Claessens, Djankow ve Lang (2000) bunun dokuz Doğu Asya ülkesi için doğru olduğunu bulmuştur. Yine Lins (2003) 18 gelişmekte olan piyasa ülkelerinin firmalarından oluşan örnekleminde aynı durumun geçerli olduğunu göstermektedir. La Porta vd. (1999) refah seviyesi yüksek 27 ekonomi için kontrol eden hissedarların genellikle yönetime katıldığını bulmuşlardır.

Aile üyelerinin yönetici olarak yerleştirilmesi, firmayı yönetecek en olası insanlar olmaları durumunda azınlık hissedarlar için tabii ki zararlı değildir. Bununla beraber var olan kanıtlar durumun böyle olmadığını ortaya koymaktadır. ABD'deki birçok çalışmanın kanıtları, aile üyesi olan CEO'ların daha çok sağlamlaştırılmış/değişmez (entrenched) ve performansı düşürmeye daha olası olduğunu göstermektedir. Örneğin Johnson vd. (1985) kurucu CEO'ların ani ölümlerine pozitif hisse senedi fiyatlarının cevap verdiğini, kurucu olmayan CEO'lar için böyle bir sonucun olmadığını söylemektedirler. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) eski firmalar içinden, kurucu aile üyeleri tarafından yönetilen firmalarda, Tobin's Q'nun, aile ile ilişkili olmayan yöneticiler tarafından yönetilen firmalara göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Volpin (2002) İtalya'da üst yönetim devrinin Tobin's Q'ya duyarlılığının, kontrol eden hissedarların yönetici olmaları, kontrolün tek bir hissedarın elinde tüm olarak toplanması ve kontrol eden hissedarların nakit akım haklarının %50'sinden daha azına sahip olması durumlarında en düşük olduğunu bulmuşlardır.

Kontrol eden bir hissedarın varlığıyla ilgili problemlerin, aynı zamanda yönetim dışı büyük bir hissedara sahip olmakla hafifleyip hafiflemediğini ilişkin kanıtlar karışıktır. Bununla beraber Lins (2003) 18 gelişmekte olan piyasa ülkeleri için dışsal blok hissedarların (outside blockholders) yönetsel temsil maliyetleriyle ilgili değerlendirme iskontosunu düşürdüğünü bulmaktadır.

Özetle söylemek gerekirse, yasal yapı ve özellikle yatırımcı haklarının korunma derecesi, finansal piyasaların ve firmalardaki kurumsal yönetim yapılarının geliştirilmesi için önemlidir. Özsermaye sahiplik yapısının, performans ve değer ile ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan daha güçlü bir ilişkisi vardır. Bu konuyla ilgili olarak Demsetz ve Lehn (1985), sahipliğin dışsal olduğunu ileri sürmektedir. Yani firmalar kendi karakteristiklerine en uygun şekilde sahiplik yapılarına

adaptasyon göstereceklerdir. Bu doğruysa, ABD'deki sahiplik ile performans arasındaki belirsiz ilişki, sahipliğin önemsiz olmadığı anlamına gelmez. Sadece farklı sahiplik yapıları farklı firmalar için en uygundur denilebilir. Bu görüş doğrultusunda, dünyanın diğer bazı ülkelerindeki, performans ile sahiplik arasındaki daha anlamlı ilişki, o ülkelerin yasal sistemlerinin zayıflığından kaynaklanıyor olabilir. Diğer bir deyişle, yatırımcı haklarının güçlü bir koruması olmadan firmalar, firmaya özel optimal kurumsal yönetim sistemlerini geliştirme lüksüne sahip değildir. Kendine özgü problemler yarattığı gerçeğine rağmen yoğunlaşmış sahiplik bir zorunluluktur. Bununla uyumlu olarak, Lins (2003) az yasal koruma olan ülkelerde performans ile sahiplik arasında daha güçlü bir ilişki bulmuştur. Durnev ve Kim (2002) az yatırımcı yanlısı olan ülkelerde kurumsal yönetim kalitesi puanları ile Tobin's Q arasındaki ilişkilerin daha güçlü olduğunu bulmuştur.

Halka açık işlem gören firmaların sahipliğiyle ilgili olarak uluslararası literatürden şu çıkarsamalar yapılabilir: Birinci olarak sahiplik, ortalamada, ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan anlamlı derecede daha fazla yoğunlaşmıştır. İkinci olarak, sahiplik yapısı, ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan daha fazla önem arz eder görünmektedir; yani sahiplik yapısı firma performansı üzerinde daha büyük etkiye sahiptir. Genel olarak özel sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Üçüncü olarak, dünya çapında kontrolün önemli derecede özel yararları söz konusudur ve bu ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan daha büyüktür. Kontrol haklarının nakit akım haklarını aşmasına olanak tanıyan yapılar yaygındır ve genellikle değer düşürücü etkiye sahiptir.

2.1.4 Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama

Shleifer ve Vishny (1997) iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile bazı yoğunlaşmış sahiplik (concentrated ownership) formlarının uygun bir kombinasyonu ile geliştiğini ve bu kombinasyon tarafından etkilendiğini önemle vurgulamaktadır. Amerikan ve İngiliz sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemleri daha zayıf yasal koruma fakat daha

yoğunlaşmış özsermaye sahipliğiyle karakterize edilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) bu dört ülkenin hepsini iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak tanımlamakta, dünyanın diğer ülkelerinde ise, iyi bir kurumsal yönetim sisteminin geliştirilebilmesi için gerekli olan yatırımcıların yasal korumasının olmadığını veya en azından yeterli olmadığını belirtmektedirler.

Shleifer ve Vishny (1997) ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya dışındaki dünyanın diğer ülkelerinde, iyi kurumsal yönetim sistemlerini geliştirebilmeleri için zorunlu gördükleri yasal korumanın (legal protection) olmadığını belirtmektedirler. Diğer bir ifadeyle her ne kadar bir kısım yasal korumaya sahip olsalar da, etkili bir kurumsal yönetim sistemi geliştirmek isteyen bir ekonomi için gerekli olan yasal koruma dünyanın birçok ülkesinde henüz tam olarak karşılanmamıştır.

Rajan ve Zingales (2000) her ne kadar ilişki temeline dayanan (relationship-based) bir kurumsal yönetim sistemi, yasal koruma eksikliğiyle ilgili bazı problemlerin üstesinden gelebilse de, sermaye sağlamak ve bunu etkin bir şekilde dağıtma konusunda firmaların uzun vadeli kabiliyetlerinin piyasa temelli (market-based) bir sistemde daha iyi sağlanacağını ileri sürmektedirler. Yazarlar, piyasa temelli bir sistemin ancak şeffaflık (transparency) ve güçlü bir yatırımcı koruması ile etkili olabileceğini vurgulamaktadırlar. Bradley vd. (2000) de, ABD’de olduğu üzere, sözleşmeye dayalı bir kurumsal yönetim sisteminin (contractarian system of governance), daha büyük bir esneklik sağladığını ve dolayısıyla firmaların dramatik değişikliklere daha iyi uyum sağlamasını olanaklı kıldığını vurgulamaktadırlar. Yazarlar, modern şirketin bütünüyle sözleşmelendirilmiş olamayacağıyla bağlantılı olarak hukukun önemine değinmektedirler.

Yatırımcılar için daha güçlü bir yasal korumaya dönük evrimin, çoğu ülkede gelişmiş bir kurumsal yönetim sistemi ve daha büyük bir ekonomik gelişmeye yol açacağı söylenebilir. Daha az açık olan böyle bir evrimin gerçekleşme olasılığıdır. Coffee (1999) şirket evriminin muhtemelen daha az direnç olan bir yolu takip edeceğini ve şirketler hukukundaki evrimin öngörülebilecek çok fazla engelle yüz yüze geleceğini öne sürmektedir. La Porta vd. (1999) ve Bebchuk ve Roe (1999) dünyada, kontrol eden hissedarların, yoğunlaşmış özsermaye sahiplikleriyle elde ettikleri kontrolün özel yararlarını korumak için mücadele edecekleri fikrini

taşımaktadır. Azınlık hissedarları korumaya yönelik hukukun geliştirilmesi girişimleri açıkça kontrolün özel yararlarını tehdit etmektedir. Kontrol eden hissedarların dünyada etkili insanlar olmaları, yatırımcıyı daha çok koruyan yasal sistemlere dönük yakınsamayı zorlaştıracaktır. Daha güçlü yasalar kontrol eden hissedarlardan değer alacak ve dolayısıyla kontrol eden hissedarlar da kayıplarını tazmin etmek isteyeceklerdir.

Yasal yakınsamanın sağlanabilmesi için bir dizi yasal değişikliğin yapılması gerekliliği ve bunun politik olarak zorluğundan dolayı, Coffee (1999) ve La Porta vd. (2000) fonksiyonel yakınsama (functional convergence) olarak ifade ettikleri konuya daha fazla önem vermektedirler. Fonksiyonel yakınsama, uygun yasal yapının olmamasına karşın, bireysel yatırımcılar ve/veya firmalar daha güçlü kurumsal yönetim yaratan yöntemleri benimsediklerinde gerçekleşir. Örneğin yatırımcılar, paralarını daha yatırımcı yanlısı olan rejimlerde yerleşik firmalara yatırmayı tercih edebilir. Az koruyucu rejimlerde yerleşik firmalar, daha koruyucu rejimlerin borsalarına kote olmak suretiyle veya daha koruyucu rejime sahip ülkelerin firmaları tarafından ele geçirilmek suretiyle kendilerini daha iyi kurumsal yönetim uygulayabilme konusunda bağlayabilirler. Coffee (1999) önemli sayıda İsrail firmasının ilk halka açılmasını (İPO) NASDAQ'ta gerçekleştirdiğine işaret etmektedir. Reese ve Weisbach (2002) ABD'de kayıtlı yabancı firmaların yatırımcıları korumak için bunu yaptıklarına dair kanıt sunmaktadır. Doidge, Karolyi ve Stulz (2001) ABD'de kayıtlı yabancı firmaların, 1997 yılsonu itibarıyla, aynı ülkelerin ABD'de kayıtlı olmayan firmalarından daha yüksek bir Tobin's Q oranına sahip olduklarını bulmaktadır. Yazarlar ABD'de kayıtlı firmaların, büyüme fırsatlarından avantaj elde etme konusunda daha yetenekli ve kontrol eden hissedarlarının da birçok kontrolün özel yararlarını firmadan sökmekle ilgili ileri sürmektedir. Bris ve Cabolis (2002) bir endüstrideki Tobin's Q'nun, o endüstrideki firmalar daha güçlü kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkelerde yerleşik firmalar tarafından ele geçirildiğinde tipik olarak yükseldiğini belgelemektedir.

Shleifer ve Vishny (1997) ve Hansmann ve Kraakman (2000) Almanya, Japonya ve ABD'deki kurumsal yönetim sistemlerinde birbirlerine yakınsama işaretleri görüldüğünü belirtmektedirler. Büyük hissedarlar konusunda ABD'de bir

artış söz konusu iken, Alman ve Japon yönetim kurulu yapıları da, tek kademeli, göreceli olarak küçük ve hem içerdekilerin hem de anlamlı sayıda dışarıdakilerin yer aldığı Amerikan yönetim kurulu modeline doğru bir hareket göstermektedir. Holderness, Kroszner ve Sheehan (1999) ABD’de 1935’te % 13 olan yöneticilerin sahipliğinin 1995’te % 21 olduğunu bulmuşlardır. Başka bir çalışmada ise S&P 500 endeksinin yaklaşık üçte birini oluşturan aile şirketlerinde, ailelerin ortalama nakit akım hakkı %11 ve ortalama kontrol hakkı %18 olarak bulunmuştur (Anderson and Reeb, 2003). Ayrıca aile işletmelerinin %63’ünde aile üyeleri üst düzey yönetici olarak ve %99’unda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olarak yer almaktadırlar.

Wojcik (2001) 1997-2001 yılları arasında Alman firmalarının sahiplik yapısındaki değişimi incelemekte ve sahiplik yoğunlaşma seviyesinin bu dönemde dikkate değer biçimde düştüğünü, çapraz elde tutmaların (cross-holdings) çözülmeye başladığını ve finans sektörü kurumlarının blok hissedarlar olarak öneminde bir düşme olduğunu bildirmektedir. Yazar Alman firmalarının ortalama olarak Anglo-Sakson sistemine doğru bir hareket gösterdiği sonucuna varmaktadır.

Kurumsal yönetim sistemlerinde görülen bu değişimler bir firmanın en etkin kontrolünün nasıl olacağı sorusunu ortaya çıkarmıştır. Firmayı kim kontrol etmelidir? Yönetim kurulunun kompozisyonu nasıl olmalıdır? Yönetimle ilişkili olarak yönetim kurulunun rolü ne olmalıdır?

2.2 Azınlığın Kontrolüne Olanak Sağlayan Şirket Kontrol Yapıları

Şirket sahiplik yapısını inceleyen literatürün çoğunluğu, yaygın sahiplik (dispersed ownership) ile bir blok hissedarın bir şirketin paylarının büyük bir kısmına veya çoğunluğuna sahip olduğu kontrollü yapıları (controlled structure) karşılaştırır. Bunlardan farklı olarak bu çalışmada, bir hissedarın nakit akımları üzerinde özsermaye haklarının küçük bir kısmına sahip olduğu halde şirketi kontrol ettiği sahiplik yapıları incelenmektedir.

Nakit akım hakları ile kontrol haklarının böyle radikal bir ayrımı üç temel şekilde gerçekleşebilir: iki sınıflı hisse yapılarıyla (dual-class share structure), piramit yapılarla (stock pyramids) ve çapraz sahiplik bağlarıyla (cross-ownership ties). Nasıl ortaya çıktığından bağımsız olarak bu tür sahiplik yapıları azınlığın-kontrol-ettiği yapılar (controlling-minority structure) olarak adlandırılabilir (Bebchuk, Kraakman and Triantis, 1999: 1).

Azınlık kontrollü yapılar proje seçimi, firma büyüklüğü ve kontrolün devri konularında şirketi kontrol edenlerin teşviklerini (incentives) farklı yöne kanalize edebilir. Bebchuk vd. (1999) diğer koşullar sabitken bu yapılarla ilgili temsil maliyetlerinin, kontrol edenlerin elindeki nakit akım hakları azaldıkça çok hızlı bir şekilde arttığını göstermektedirler. Ayrıca bu maliyetler kaldırılmaz firmalarda, kaldırılabilir firmalara göre çok daha büyük olabilir.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapı (controlling-minority structure), kontrol edenleri şirket kontrol piyasasından izole ettiği derecede kontrollü yapıya (controlled structure), şirket kontrolünü firmanın nakit akım haklarının küçük bir kısmını elinde tutan bir içerdekinin (insider) ellerine verdiği derecede de yaygın hissedarlık (dispersed ownership) yapılarına benzer. Bu yüzden, azınlığın-kontrol-ettiği yapı (controlling-minority structure), kontrollü yapı (controlled structure) ve yaygın sahiplik (dispersed ownership) yapılarıyla ilgili teşvik problemlerinin tek bir sahiplik yapısında toplanmasına yol açabilir.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapılar ABD dışında ve özellikle aile kontrolündeki holdingler tarafından domine edilen ekonomilerde yaygındır. Çünkü bu yapılar, azınlık hissedarların yasal korunmasından kontrol eden ailelerin şöhretine ilişkin kısıtlamalara kadar uzanan seçim-dışı (non-electoral) kurumsal yönetim mekanizmaları üzerinde büyük bir baskı oluşturmalarına rağmen, kontrol edenlerinin teşviklerini kökten bir biçimde çarpıtabilirler. Aynı sebepten olarak, azınlığın-kontrol-ettiği yapılar son yıllarda birçok ülkede yakın politik ve piyasa incelemesi altına girmiştir.

2.2.1 Nakit Akımı ve Kontrolü Ayıran Mekanizmalar

Bir firmayı kontrol edene, firmanın özsermayesine ilişkin nakit akım haklarının sadece az bir kısmını tutmasına müsaade eden üç temel mekanizma söz konusudur: (1) farklılaştırılmış oy hakkı yapıları (differential voting rights structures), (2) piramit yapılar (pyramid structures) ve (3) çapraz sahiplik yapıları (cross-ownership structures). Her ne kadar, bir firmanın geri kalan hisselerinin yaygın ellerde olduğu (dispersed) durumda, azınlık bir hissedar sıklıkla kontrolü uygulasa da burada bu tür kontrol biçimleriyle ilgilenmiyoruz. Bunun yerine, bir azınlık hissedarın korunmuş (entrenched), yani herhangi bir ele geçirme (takeover) tehdidinden tamamen izole olduğu yapılarla ilgilenmekteyiz. Bu üç temel azınlık-kontrolü formlarının her biri ve bunların karışımları azınlık kontrolünü koruyucu özellikler taşır. Her durumda, bu üç azınlık-kontrolü formu temelde kontrol haklarından nakit akım haklarının istenilen dereceye kadar ayrılması için kullanılabilir.

2.2.1.1 Farklılaştırılmış Oy Hakları (Differential Voting Rights)

Azınlığın-kontrol-ettiği yapıların en bariz formu, farklılaştırılmış oy haklarıyla iki veya daha fazla sınıf hisse senedi ihraç etmiş tek bir firmadır. Çok sınıflı böyle bir özsermaye yapısı, birden çok firma yaratılmasına dayanmayan tek azınlığın-kontrol-ettiği yapıdır.

İki sınıflı özsermaye yapısında nakit akım ile kontrol haklarının ayrılmasını ayarlamak çok kolaydır. Basit olarak bir planlayıcı, halka veya diğer hissedarlara dağıtılmış olan hisselerle hiç oy hakkı vermeden, tüm oy haklarını, kontrol edenlerin ellerindeki belli bir kısım hisse senetlerine verebilir.

Basitliğine rağmen bu form, azınlığın-kontrol-ettiği yapıların (controlling-minority structure) en yaygın olanı değildir. Bazı hukuk sistemlerinde şirketler hukukunun, yüksek ve düşük oylu hisse senetleri arasındaki oy hakkı oranına ilişkin kısıtlamaları (voting ratio) veya çıkarılmasına izin verilen yüksek veya düşük oy

haklı hisse senetleri arasındaki sayısal orana (numerical ratio) ilişkin kısıtlamalar bunun bir sebebini oluşturabilir. Bu kısıtlamalar örtülü olarak, kontrol edenlerin elinde tutması gereken nakit akım hakkının asgari sınırını belirler. Fakat bu kısıtlamalar dahi, farklılaştırılmış oy hakkı yapılarının geriden gelen popülaritesini tam olarak açıklayamamaktadır. La Porta vd. (1999)'in de gözlemlediği üzere, farklılaştırılmış oy hakları taşıyan hisse senetlerinin sık görüldüğü sistemlerde dahi, azınlığın-kontrol-ettiği yapıdaki şirketler tutmuş oldukları nakit akım haklarını tipik olarak minimum yasal sınıra kadar düşürmemektedirler.

İki sınıflı oylama yapıları özellikle İsveç ve Güney Afrika'da yaygındır. En bilinen İsveç örneği, Stockholm Borsası'nda (Stockholm Stock Exchange) kayıtlı hisse senetlerinin %40'ını kapsayan şirketleri kontrol eden Wallenberg grubudur. Aile üyeleri, grubun temel holding şirketi olan Investor'da özsermayenin sadece %20'si kadar bir kısmına sahipken oy haklarının %40'ını ellerinde bulundurmaktadır. Yakın ilişkili yatırımcılar dâhil edildiğinde bu oranlar, sırasıyla %43 ve %65'e yükselmektedir. Investor ise kendi içinde birçok sayıda şirketi kontrol etmektedir. Örneğin büyük bir beyaz eşya üreticisi olan Elektrolux'un özsermayesinin %7'den daha azını elinde tutarken, oyların %95'ine sahiptir. Bir başka örnek büyük bir telekom şirketi olan Ericsson Telefon'dur. Investor, Ericsson'un özsermayesinin %4'ünden daha azına sahipken oy haklarının %40'ına sahiptir⁸. Güney Afrika'da da iki sınıflı özsermaye yapıları yaygın kabul görmeye başlamıştır. Johannesburg Borsası'nda 1995'ten beri şirketler düşük oylu hisse senetlerini kote ettirebilmektedir. Bununla beraber bu yapılar, azınlığın-kontrol-ettiği piramit yapılardan daha az popüler olmaya devam etmektedir.

Türk sanayi şirketlerinde farklı oy imtiyazının kullanımına örnek olarak Goldaş Kuyumculuk Sanayi ve Ticaret A.Ş. gösterilebilir. Şirkette 2006 yılı sonu itibariyle toplam hisse senetlerinin yaklaşık %10'una tekabül eden A Grubu hisselerine 1 milyon oy hakkı imtiyazı tanınmıştır. Diğer grup hisselerin ise sadece 1 oy hakkı vardır. Bu durum kontrol eden Yalçınkaya ailesine şirkette %100'e yakın bir kontrol

⁸ "Storming the Citadel: The Peter Wallenberg business empire", Economist, 23 June 1990: 73. (Aktaran) Bebchuk, Kraakman and Triantis, 1999: 4.

hakkı sağlamaktadır. Ailenin halka açık kısımdan sahip olduğu paylarla birlikte nakit akım hakkı ise %53,41 olarak tespit edilmiştir. Kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki fark yaklaşık %46'dır. Hipotetik olarak aile sadece A grubu hisseleri elinde tutarak nakit akım hakkı yaklaşık %10 iken şirketin kontrolünü sürdürebilir.

2.2.1.2 Piramit Yapılar

Azınlığın-kontrol-ettiği yapıda bir firma, şirket yapılarının piramitleştirilmesi yoluyla, tek bir sınıf hisse senedi ile kurulabilir. İki şirketten oluşan bir piramitte, kontrol eden hissedar holding şirkette kontrol edici payı elinde tutarken, holding şirket de üretim firmasındaki kontrol edici payı elinde tutar. Üç katlı bir piramitte, birincil holding şirket ikinci kademedeki holding şirketi kontrol eder ve o da üretim şirketinin kontrolünü elinde bulundurur.

Bir piramit yapıda nakit akım ve oy haklarının ayrışma derecesini görmek için, $n \geq 2$ sayıda şirketten oluşan bir dizi söz konusudur. Kontrol eden Şirket 1'in paylarının s_1 kadar kısmını kontrol ederken, Şirket 1, Şirket 2'nin s_2 kadar kısmını kontrol eder ve bu şekilde devam eder. Bu örnekte, reel varlıklar (nonpaper assets) n 'inci şirkette yer alacaktır.

$S_i \geq 2$, ve $i = 1, \dots, n$ olduğu sürece, kontrol eden varlıklar üzerinde resmi olarak kontrol uygular. Nakit akım haklarına gelince, kontrol eden,

$$\alpha = \left(\prod_{i=1}^n \right) s_i$$

kadar nakit akım hakkına sahiptir.

Görüldüğü gibi, herhangi bir α (nakit akım hakları) oranı için, bu oran küçük bile olsa, kontrol edene, şirketin nakit akım haklarının α kadar kısmından daha fazla tutmaksızın bir şirketin varlıklarını tamamen kontrol etmesine olanak veren bir piramit oluşturulabilir. Gerçekten de, n (şirket sayısı) yeterince büyük tutulduğunda α istendiği ölçüde küçük tutulabilir.

Sınır durumunda, yani kontrol eden piramidin her kademesinde oy haklarının %50'sini tuttuğunda – ki bu resmi olarak kontrol için zorunlu tutulması gereken minimum paydır - nakit akımları $\alpha = (0,5)^n$ olarak gerçekleşir. Piramitleşmenin özsermayeyi kontrol hakkından ne kadar hızlı bir şekilde ayırdığını göstermek açısından somut bir örnek olarak, her düzeyde %50 oy hakkı ($s_i = 0,50$) tutulan üç kademeli bir piramitte azınlık yatırımcı nakit akım haklarının sadece %12,5'i ile firmayı kontrol eder.

Azınlığın-kontrol-ettiği bir yapıda (Controlling Minority Structure) kontrolü yoğunlaştırmak için en çok kullanılan mekanizma piramitlerdir (La Porta vd., 1999). Piramitleşme Asya ülkelerinde (Claessens vd., 1999) ve bir kısım Avrupa ülkelerinde (Bianchi, Bianco, and Enriques, 1997; Holmen and Hogfeldt, 1999) oldukça yaygındır.

İyi bilinen bir piramit örneği Hong Kong'ta faaliyet gösteren Li Ka-shing grubudur. Li Ka-shing ailesi, %35 paya sahip oldukları halka açık Cheung Kong şirketi kanalıyla faaliyette bulunurlar (La Porta vd., 1999). Cheung Kong sırasıyla ana üretim firması olan Hutcheson Wampoa'da %44 paya sahiptir. Hutcheson Wampoa, aynı zamanda Hong Kong Electric'in holding şirketi olan Cavendish International'a sahiptir (Weidenbaum, 1996).

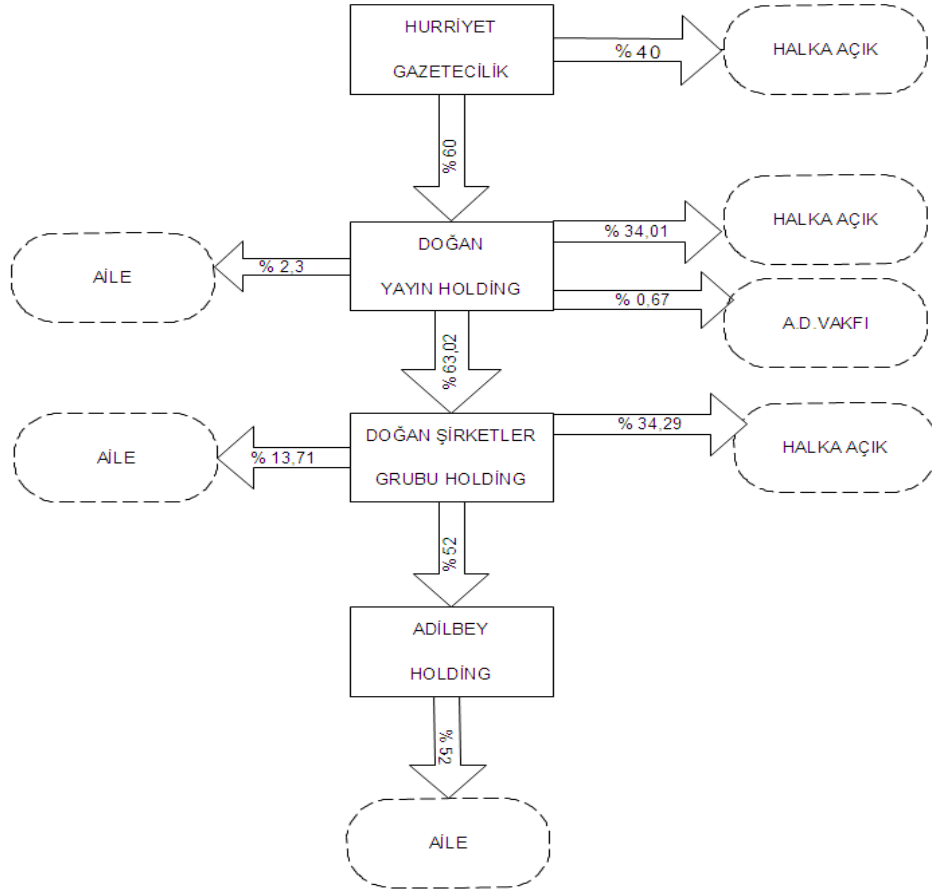
İkinci bir örnek olarak Hindistan'dan Gondrej ailesi verilebilir. Aile, Gondrej and Boyce Manufacturing Company adlı halka kapalı bir şirket yoluyla Bombay Borsası'nda kayıtlı halka açık Godrej Soaps'ın %67'sini elinde tutar. Sırayla, Godrej Soaps, Godrej Agrovat adlı tarım firmasının %65'ine sahiptir ve yine Godrej grupla bir arada Godrej Foods'un %65'ini elinde bulundurmaktadır (Morais, 1998).

Kontrol hakkı ile nakit akım hakkının piramit yöntemiyle ayrımı Türk sanayi şirketlerinde genellikle bir holding şirket çatısı altında gerçekleşmektedir. Aşağıda piramit yapıları ilişkin olarak iki örnek⁹ sunulmaktadır. Örneğin 2006 yılı sonu itibariyle Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. (Bossa)'nin %50,12'si Hacı

⁹ Örneklerin seçiminde tanınmışlık, basitlik (kontrol zincirinde oy hakkı ve kar payı açısından imtiyazlı hisselerin ve karşılıklı iştiraklerin olmaması) ve karşılaştırma olanağı dışında özel bir anlam yoktur.

Ömer Sabancı Holding A.Ş. tarafından kontrol edilmektedir. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.'nin de %74,7'si Sabancı ailesi tarafından kontrol edilmektedir. Ayrıca ailenin Bossa'da doğrudan %21,36 payı vardır. Bu kontrol zincirindeki şirketlerde oy hakkı ve kar payı imtiyazı olmadığından ailenin Bossa'daki kontrol hakkı en zayıf halka kuralı ile %71,48 $(0,5012+0,2136)$ ve nakit akım hakkı %58,80 $((0,747*0,5012)+0,2136)$ 'dır. Piramidin yapısında sadece iki halka açık şirket olduğundan örnek iki kademeli bir piramit örneğidir. Ailenin Bossa'da sahip olduğu kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki fark %12,68 $(0,7148-0,5880)$ 'dir.

Kontrol zincirinde daha fazla halka açık şirket olması durumunda şirketlerin halka açıklık paylarına göre veya en büyük hissedarın tutmuş olduğu paylara göre kontrol ve nakit akım hakkı arasındaki fark daha da büyüyebilecektir. Aşağıda üç kademeli bir piramit örneği olarak Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş. (Hürriyet)'de Doğan ailesinin kontrol ve nakit akım haklarını gösteren şema sunulmaktadır. Yukarıdaki örnekte olduğu gibi burada da kontrol zincirindeki şirketlerde kar payı, oy hakkı imtiyazı ve karşılıklı iştiraklerin olmaması hesaplamaları kolaylaştırmaktadır. Şemada Hürriyet Gazetecilik piramidin en altındaki (tabandaki) şirketi temsil etmektedir. Piramidin tepesindeki şirket ise tamamı aileye ait olan Adilbey Holding'tir. Kontrol zinciri içinde üç halka açık şirket olduğundan kontrolde büyük kayıplara uğramadan nakit akım hakkı daha aşağıya çekilebilmektedir. Şemanın en altında hesaplamaların nasıl yapıldığı gösterilmektedir. Buna göre Hürriyet Gazetecilik'te Doğan ailesinin nihai olarak kontrol hakkı %60 ve nakit akım hakkı %26,23'tür. Kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki fark ise 0,3377'tir. Dikkat edilirse yukarıdaki iki kademeli Bossa örneğinde bu fark 0,1268 idi. Farkın büyümesinde halka açıklık oranlarının da etkisi olmakla birlikte esas olarak Hürriyet Gazetecilik'in kontrol zincirinde daha fazla şirketin bulunması etkili olmuştur.



HURRIYET GAZETECİLİKTE AİLENİN

KONTROL HAKKI (OYHAKKI-WEAKEST LINK) = % 60

NAKİT AKIM HAKKI: $(0,60 \cdot 0,6302 \cdot 0,52) + (0,60 \cdot 0,023) + (0,60 \cdot 0,6302 \cdot 0,1371) = \% 26,23$

2.2.1.3 Çapraz Sahiplik

Piramitlerin tersine, bir çapraz sahiplik yapısında şirketler merkezdeki kontrol edenleri destekleyen ve sağlamlaştıran bir şekilde yatay olarak karşılıklı hisselerin elde tutulması suretiyle birbirleriyle bağlıdırlar. Sonuç olarak, çapraz sahiplik yapıları piramitlerden, bir grup şirketin kontrolü için kullanılan oy haklarının tek bir hissedar veya şirkette yoğunlaşması yerine tüm gruba yayılmış olması açısından farklıdır.

Çapraz tutmalarla kontrol arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere, bir çapraz hissedarlık yapısı içinde n şirketten oluşan bir grup düşünülebilir. S_{ij} , i şirketinin hisselerinin j şirketi tarafından tutulan kısmını göstermektedir ve ayrıca kontrol edenin, i şirketinin hisse senetlerinin s_i kadar kısmını doğrudan tuttuğu varsayılabilir. Bu durumda, kontrol edenin her bir i şirketinin,

$$s_i + \left(\sum_{j=1}^n S_{ij} \right) > \frac{1}{2}$$

kadar kısmını tuttuğu varsayımıyla tüm n sayıda şirketin varlıklarını bütün olarak kontrol eder. Buna karşın, kontrol eden bu şirketlerde nakit akım haklarının sadece küçük bir kısmını tutuyor olabilir.

Çapraz sahiplik yapısına verilebilecek en basit iki şirketli simetrik bir örnekte, kontrol eden iki şirkette de eşit pay (s) tutmaktadır ve her iki şirket de çapraz olarak birbirlerinin eşit paylarını (h) tutmaktadır. Bu durumda, $s + h \geq \frac{1}{2}$ kadar pay tutarak kontrol edenin her iki şirketteki kontrolü korunmuş olur. Bu durumda kontrol edenin nakit akım haklarındaki payı,

$$\alpha = \left(\frac{s}{1-h} \right)$$

kadardır. $(1-h)$, çapraz olarak tutulmayan payları göstermektedir.

Sonuç olarak, herhangi bir α (nakit akım hakları) oranı için, bu oran küçük bile olsa, kontrol edene, şirketin nakit akım haklarının α kadar kısmından daha fazla tutmasına gerek olmaksızın bir şirketin varlıklarını tamamen kontrol etmesine olanak verecek bir çapraz sahiplik yapısı (cross ownership structure) kurmak mümkündür. Gerçekten de, n (şirket sayısı) yeterince büyük tutulduğunda α istendiği ölçüde küçük tutulabilir.

Yukarıda bahsedilen simetrik iki şirketli bir yapıda bu, $s + h \geq \frac{1}{2}$ 'i sağlayacak s ve h oranlarının ve istenilen α 'yı veren $s/(1-h)$ oranının seçimiyle tamamlanabilir. Bu koşullar, s 'nin $\frac{1}{2} \alpha(1-\alpha)$ ve h 'nin de $\frac{1}{2}[1-\alpha(1-\alpha)]$ 'ya eşitlenmesi suretiyle sağlanabilir. Bu önermeler her ne kadar sadece simetrik iki şirketli bir yapı için

gösterilmiş olsa da, istenilen α 'yı veren çapraz sahiplik yapıları simetrik olmayan veya çok şirketli yapılar için de oluşturulabilir.

Çin kökenli aileler işletme gruplarındaki kontrolü güvenceye almak için piramitleri olduğu gibi çapraz hissedarlıkları da kullanmaktadırlar. Çapraz hissedarlıklar Asya'da popülerdir çünkü bu yapılar şirket grupları üzerindeki kontrolün mevkiini daha az şeffaf yapmaktadır (Weidenbaum, 1996). Göze çarpan bir örnek Tayland'ta kurulu Charen Pokphand Group (CP)'tur. Grup, CP Feedmill'in %33'üne, CP Northeastern %2'sine ve Bangkok Agro-Industrial'in %9'una doğrudan sahiptir. Fakat CP Feedmill, Northeastern'in %57'sine sahiptir. CP Feedmill ayrıca Bangkok Agro-Industrial'in %60'ına sahiptir ve CP Northeastern Bangkok Agro-Industrial'in %3'üne sahiptir. Bangkok Agro-Industrial da CP Feedmill'in %5'ine sahiptir (Weidenbaum, 1996). CP Feedmill, CP Northeastern ve Bangkok Agro-Industrial'in üçü de Bangkok Borsası'nda kayıtlıdır.

İkinci bir örnek Riady ailesi tarafından kontrol edilen Lippo grubudur. Lippo, çapraz hissedarlıklarla birbirine bağlı üç temel şirketi kapsayan bir finansal holdingi kontrol etmektedir: Lippo Bank, Lippo Life ve Lippo Securities. Her ne kadar Riady ailesi 1996 yılında Lippo Bank ve Lippo Life'daki özsermaye paylarının çoğunu tasfiye emişlerse de, Lippo Securities'deki çoğunluk paylarıyla bu şirketleri kontrol etmeye devam etmektedirler. Öyle ki, Lippo Securities, Lippo Life'ın %27'sini elinde tutmaktadır ve Lippo Life da Lippo Bank'ın %40'ına sahiptir (Solomon, 1996). Yeniden yapılanma (restructuring) önerildiğinde, birçok gözlemci bu durumun Riady ailesi için Lippo Life ve Lippo Bank'dan varlıkların sökülmesi (extract) aracı olmaktan başka bir şey olmadığı konusunda şüpheyne düşmüş ve bunun sonucu olarak da, hissedarlar veya Endonezya sermaye piyasaları mevzuatı gereği bloke edilip edilmeyeceği konusunda bir takım tereddütler doğmuştur. Yine de, kısmen Riady ailesinin zamanla çapraz tutuşları düşüreceğine dair verdiği söze dayalı olarak Lippo'nun yeniden yapılanma planları başarılı olmuştur ("Nothing Can Hold Back Lippo", Euromoney, April 1997, pp.182-185).

2.2.2 Azınlığın Kontrol Ettiği Yapılarda Temsil Maliyetleri

Bu kısımda¹⁰, azınlığın-kontrol-ettiği yapılarla (Controlling Minority Structures) ilgili temsil maliyetleri (agency costs) üç önemli bağlamda ele alınacaktır: yatırım projelerinin seçimi, yatırım politikası ve firmanın faaliyet alanının seçilmesi ve kontrolün nasıl transfer edileceğinin seçimi.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapılarda, diğer sahiplik yapılarında var olan temsil maliyetlerini kısıtlayıcı mekanizmalar yoktur. Az bir özsermaye payına sahip olmakla birlikte aynı zamanda kovulma tehlikesini de içeren, yönetimin kontrol ettiği yaygın sahiplik (diversified ownership structures) yapılarından farklı olarak azınlığın-kontrol-ettiği şirketlerdeki kontrol sahipleri ne vekâlet yarışıyla (proxy contests) ne de düşmanca ele geçirme (hostile takeovers) tehlikesiyle yüz yüzedir. Buna ilaveten, kovulma tehlikesi taşımamakla birlikte (entrenched) sahip oldukları payların büyüklüğü nedeniyle kararlarının firma değerine olan etkisini büyük oranda içselleştirebilen kontrol eden hissedarların olduğu kontrollü yapılardan (controlled structure) farklı olarak, azınlığın-kontrol-ettiği yapılarda kontrol sahipleri firmalarındaki nakit akım haklarının (α) çok küçük bir kısmını ellerinde tutuyor olabilirler.

Bu bölümde, α düşerken, azınlığın-kontrol-ettiği firmaların kontrol edicilerinin kendi ahlaki rizikolarından (moral hazard) doğan maliyetlerin çoğunu gittikçe artan bir şekilde dışsallayabilecekleri ve sonuç olarak bu firmalardaki temsil maliyetlerinin keskin bir şekilde artan oranda artabileceği gösterilmektedir. Gerçekte ise temsil maliyetlerinin keskin bir şekilde artıp atmayacağı, sahiplik yapısı ve kontrolün özel yararlarının katkısı yanında kontrol edenlerin kararları üzerinde ilave kısıtlamaların olup olmadığına bağlıdır.

¹⁰ Bu bölümün yazımında Bebchuk vd. (1999)'den yararlanılmıştır.

2.2.2.1 Proje Seçimi

Azınlığın-kontrol-ettiği bir firmada kontrol edenin yatırım projesi seçimi şu şekilde olacaktır: Firmanın, birini seçmesi gerektiği iki projeye (alması-mutually exclusive) sahip olduğunu varsayalım. X Projesi, tüm hissedarların yararlanacağı S_x kadar nakit akımı ve sadece firmayı kontrol edenlerin yararlanacağı B_x kadar kontrolün özel yararı (private benefits of control) üretmektedir ve toplam değeri V_x ($S_x + B_x$) kadardır. Benzer şekilde Y Projesi'nin de yukarıdaki notasyona uygun olarak toplam değerinin $V_y = S_y + B_y$ olduğunu varsayalım. Varsayımımızı biraz daha ileri götürüp Y Projesinin, kontrol edene X Projesi kadar özel yarar fırsatı sunmadığını, yani $B_x > B_y$ olduğunu kabul edelim. Bu durumda kontrol eden,

$$\alpha(V_x - B_x) + B_x > \alpha(V_y - B_y) + B_y$$

ise sadece ve sadece X Projesini seçecektir. Dolayısıyla, α 'ya (nakit akım hakkı) bağlı olarak kontrol eden daha düşük bir değere (V) sahip olmasına karşın daha yüksek kontrolün özel yararına sahip bir projeyi seçebilecektir. Daha da ötesi, α düşerken Y ve X'in değerleri arasındaki fark, kontrol edenin gözünde, sağlayacakları kontrolün özel yararları arasındaki farka göre daha da önemsiz görüneceklerdir. Bu ilişki şu şekilde de ifade edilebilir:

Daha düşük değerli bir X ve daha yüksek değerli bir Y Projesi göz önünde bulundurulduğunda, azınlığın-kontrol-ettiği bir firmada kontrol eden, şayet;

$$V_y - V_x < \left(\frac{1-\alpha}{\alpha} \right) \Delta B$$
$$\Delta B = B_x - B_y > 0$$

ise X Projesinin seçimi yönünde etkin olmayan bir karar alacaktır.

Sağ taraftaki terimin α 'ya göre diferansiyeli $-(\alpha^{-2})\Delta B$ 'ye eşittir. Bu, olası Y projelerinin veri bir dağılımında, kontrol edenin etkin olmayan bir şekilde X projesini seçme olasılığının artacağını ifade etmekte ve α düşerken böyle bir seçimden kaynaklanan etkinlik kaybının keskin bir şekilde artan oranda artacağı anlamına gelmektedir.

Örnek olarak, ΔB 'nin V_X 'in %3'üne ($0.03 V_X$) eşit olduğunu varsayalım. Şayet $\alpha=0.5$ ise proje seçimindeki bozulma marjinal olacaktır: yani kontrol eden, şayet $V_Y - V_X < 0.03 V_X$ ise etkin olan Y Projesinden vazgeçecektir. Bununla beraber, şayet $\alpha = 0.01$ ise seçimdeki bozulma büyük olacak, kontrol eden, Y projesinin değeri X projesinin değerinin %27'sinden daha büyük olmadıkça, etkin olan Y projesinden vazgeçecektir.

2.2.2.2 Faaliyet Alanı (Firma Büyüklüğü) Seçimi

Bu kısımda azınlığın kontrol ettiği yapılarda kontrol edenlerin firmanın genişlemesine yönelik kararlarıyla ilgili temsil maliyetleri ele alınacaktır. Yaygın sahipliğin olduğu holdingler (conglomerates) karlı yatırım projeleri olmadığı halde elindeki serbest nakit akımlarını dağıtmaması nedeniyle sık sık eleştirilir. Azınlığın kontrol ettiği sahiplik yapıları da kontrol edenler karlı olmayan projelerden özel yararlar elde edebildiği sürece benzer bir temsil problemiyle karşı karşıyadır.

Azınlığın kontrol ettiği şirketlerde kontrol edenler firmanın genişlemesi veya faaliyet alanının daraltılması konusunda karar verme durumuna geldiklerinde temsil maliyetleri ortaya çıkabilir. Örneğin, (S) kadar serbest nakit akımı üreten ve (B) kadar da özel yarar sağlayan (V) kadar değere sahip bir varlık (asset) olduğunu varsayalım. Eğer bu varlık şirkete aitse, kontrol edenler bunu satmayı ve elde edilen nakitleri (P) tüm hissedarlara dağıtmayı reddedebilirler. Çünkü böyle yapmak bu varlıktan elde edecekleri özel yararlardan vazgeçmek anlamına gelir. Diğer durumda, yani varlık firmaya ait değil de üçüncü bir tarafa aitse, kontrol edenler şirketin elindeki nakdi dağıtmak yerine varlığın sağlayacağı özel yararlardan faydalanmak amacıyla (P) kadar bir ödeme yaparak bu varlığı satın almak yoluna gidebilirler. Görüldüğü gibi iki durum da birbirine eşittir. Her iki durumda kontrol edenlerin müşevvikleri (incentives) firmayı genişletmek, büyütme yönündedir.

Şirketteki nakit akım hakkı payı α iken bir kontrol eden şayet,

$$\alpha (V-B) + B > \alpha P \text{ ise}$$

firmayı büyütmeyi (veya daraltmamayı) tercih edecektir. Kontrol edenin nakit akım payı azaldıkça şirket açısından etkin olmayan kararlar alma olasılığı ve dolayısıyla beklenen temsil maliyetlerinin büyüklüğü de artacaktır.

Sonuç olarak, diğer koşullar eşitken azınlığın kontrol ettiği şirketlerin belirli alanlarda yoğunlaşma yerine genişleme yönünde, serbest nakit akımlarını dağıtma yerine tutma yönünde çok güçlü bir eğilime sahip olacağı söylenebilir. Dolayısıyla bu yapıların kurumsal yönetim mekanizmaları yoluyla sınırlandırılması haricinde yaygın sahiplik (dispersed ownership) veya kontrollü sahiplik (kontrol edenin nakit akım hakkının da yüksek olduğu yapılar) yerine holdingleşme (conglomerates) yönünde gelişeceği tahmin edilebilir.

2.2.2.3 Kontrolün Devri

Azınlığın kontrolündeki şirketlerde temsil maliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek üçüncü bir karar seti de kontrolün transferiyle ilgili kararlardır. Birincil olarak şirketi kontrol eden (I)'nın α kadar nakit akım hakkına sahip olduğunu ve (I)'nın kontrolünde firmanın V_I kadar değeri, S_I kadar nakit akımı ve B_I kadar da kontrolün özel yararının olduğunu varsayalım. Potansiyel yeni bir kontrol eden (N)'in kontrolünde ise bu değerler sırasıyla V_N , S_N ve B_N olacaktır. Şayet α küçükse kontrol eden (I)'nın firmanın satışına dönük kararı V_I ve V_N 'den daha çok özel yararlar (B_I ve B_N) dayalı olacaktır.

2.2.3 Azınlığın Kontrol Ettiği Yapılarda Temsil Maliyetlerini Kısıtlayan Faktörler

Şu ana kadar yapılan açıklamalarda azınlık kontrolünün olduğu şirketlerde kontrol edenlerin özel yararlar elde etme konusunda hiçbir kısıtlamaya tabi olmadığı varsayılmıştı. Gerçekte ise bu yapılarda temsil maliyetlerini kısıtlayan ve dolayısıyla

kontrol gücü olmayan (noncontrolling) hissedarların çıkarlarını koruyacak en azından potansiyel iki kısıtlayıcıdan söz edilebilir.

2.2.3.1 İtibar (Reputation)

Azınlık kontrolünün olduğu şirketlerde büyüklüğü kesin olarak bilinmese de önemli temsil maliyetlerinin olacağı herkesçe iyi bilinmektedir. Bunun sonucu olarak, bu şirketleri kontrol edenler kendi yönetimlerine ilişkin iyi bir ün-itibar oluşturmamışlarsa hisse senedi piyasasına başvurdıklarında beklenen temsil maliyetlerinin karşılığı olarak bir bedel ödemek zorunda kalırlar.

İtibara ilişkin kaygıların kontrol edenleri kısıtladığına dair kanıtlar vardır. İyi bir itibarın azınlık kontrolünün sürdürülmesinde kolaylık sağladığı söylenebilir. Örneğin Barr vd. (1997) Güney Afrika’da daha iyi itibara sahip kontrol hissedarlarının daha küçük payları (nakit akım) bulundurmaya sürdürme eğiliminde olduklarını göstermiştir. Karşıt olarak, azınlık hissedarların sömürülmesi konusunda kötü bir üne sahip olunması ise bu firmalarda sermaye maliyetlerini keskin bir şekilde yükseltmektedir (Cullison, 1998).

Kontrol edenlerden kaynaklanan muhtemel temsil maliyetlerini kısıtlama konusunda ün ve itibarın rolüne ilişkin diğer bir husus da aile sahipliği konusudur. La Porta vd. (1999)’nin ortaya koyduğu gibi dünyada en yaygın sahiplik örgütlenmesi aile sahipliği şeklindedir. Ailelerin kontrolündeki piramit veya çapraz sahiplik yapıları grup içinden sağlanan sermaye ve azınlık hisseler ihraç etmek suretiyle sürekli büyüme eğilimindedir. Ailenin gelecek nesilleri için büyümenin sürdürülmesinin güvence altına alınması önemli olduğundan, mevcut kontrol edenlerin bu şirketlerden özel yararlar elde etme konusunda kendilerini kısıtlayacakları ileri sürülebilir.

2.2.3.2 Yasal Kısıtlamalar

Kontrol eden hissedarların yol açtığı temsil maliyetleri üzerindeki ikinci bir potansiyel kısıtlama azınlık hissedarların korunmasını amaçlayan yasal

düzenlemelerdir. Kontrolün özel yararları arttıkça kontrol eden hissedarların temsil maliyetleri artar. Dolayısıyla yasal kuralların daha gevşek olduğu ülkelerde kontrolün özel yararları ve sonuç olarak ilgili temsil maliyetleri de daha büyük olacaktır.

Burada hemen açıklanması gerekliliği ortaya çıkan bir durum, beklenenin tam tersine gerçek hayatta yatırımcı korumasının daha az olduğu ülkelerde azınlık kontrollü şirket yapılarının daha yaygın olduğu gerçeğidir. Bu yapıların egemen olduğu ülkelerde kontrolün özel yararlarının etkinlik yararlarından daha yüksek olması ve politik olarak da ailelerin bu ülkelerde güçlü olması mevcut durumun sürmesinin bir açıklaması olabilir.

2.2.4 Azınlık Kontrollü Yapılarda Kaldıraç (Borç)

Şirketlerin yarattığı nakit akımları şayet borç kullanılmışsa sadece hissedarlara değil hissedarlarla borç verenler arasında dağıtılır. Nakit akım hakları ile kontrol hakları arasında ayrım sadece kontrolün azınlık hissedarlara dağıtılması yoluyla değil aynı zamanda önemli miktarda borçlanmaya gitmek suretiyle de gerçekleştirilebilir. Bu durumda kontrol eden, kontrol haklarına sahip hisse senetlerinin tamamını veya birçoğunu elinde tutarken firmanın yarattığı nakit akımlarının büyük bir kısmı da borç verenlere ödenmek zorundadır.

Kaldıraçlı veya kaldıraçsız olsun bu firmalara ait temsil maliyetleri görünürde birbirlerine benzer olmakla birlikte iki önemli fark ortaya çıkan temsil maliyetlerinin niteliğini değiştirmektedir. Bunlar borcun öncelik hakları ve borç sözleşmesiyle sağlanan korumalardır. Borç verenler kontrol eden hissedarlar üzerinde sözleşmeye dayalı ayrıntılı kısıtlamalar koyduklarından, kontrol eden hissedarların özel yararlar elde etme konusundaki teşviklerini değiştirici veya engelleyici bir fonksiyon icra edebilirler. Sonuç olarak borç finansmanı, yatırımcılara nakit dağıtma zorunluluğu yaratması nedeniyle kontrol edenlerin NBD'si negatif projelere yatırım yapmasını kısıtlayabilir. Bu etki banka gibi kurumsal bir kreditör olduğunda daha da büyük olabilir. Tabi burada söz konusu edilen, grup bankacılığı veya çoğu gelişmekte olan

Ülkede görülen yönetimsel, yatırımlarla ilgili veya politik diğr baēlarla oluşmuş ilişkili bankacılık deēildir.

Son olarak borē miktarının artmasının iflas olasılıēını da artırması nedeniyle, kontrol edenlerin iflastan önce özel yararlarını skebilmesi durumunda önemli temsil maliyetlerinin ortaya çıkmasına neden olabileceēi unutulmamalıdır.

3 TÜRKİYE’DE ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİ İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Türkiye’de Şirketler kesiminin kurumsal yönetim açısından önemli bir özelliği sahiplik haklarının az sayıda kişi veya ailenin elinde yoğunlaşmış olduğu gerçeğidir. Genel olarak sivil hukuk sistemlerinin egemen olduğu ülkelerde yatırımcı korunmasının azlığından ötürü Şirketler kesiminde yoğunlaşmış sahiplik ön plana çıkmaktadır. Bu ülkelerde yatırımcı korunmasının azlığı menkul kıymetler üzerindeki değer baskısını artırmakta piyasa değeri düşüklüğü (market discounts) daha büyük olmaktadır. Bu durum zorunlu olarak içsel finansmanı ön plana çıkarmaktadır. Fransız kökenli sivil hukuk sistemine sahip Türkiye’de de (La Porta vd., 1998) ngrlerin paralelinde yukarıda belirttiğimiz gibi yoğunlaşmış sahiplik egemendir. Bu durum iyi kurumsal yönetim açısından özellikle piyasa temelli sistemlerde önemli fonksiyonlar atfedilen aktif bir Şirket ele geçirme (takeover) piyasasının olmayışına neden olmaktadır (Yurtoglu, 2003). Şirket birleşme ve devralmaları ancak kontrol eden hissedarın işlem yönündeki olumlu yaklaşımıyla mümkündür. İyi kurumsal yönetim açısından yoğunlaşmış sahiplik ilk bakışta olumsuz bir özellik gibi algılanabilir. Fakat Anglo Sakson lkeleri dışındaki ülkelerde yoğunlaşmış sahiplik oldukça yaygındır ve bu ülkelerdeki ekonomik performansın Anglo Sakson ülkelerinden belirgin biçimde düşük olduğunu söylemek mümkün değildir. Yoğunlaşmış sahipliğin Şirket performansı açısından en önemli

katkısı kontrol eden hissedarların ekonomik çıkarlarının doğrudan şirketin başarısıyla aynı yönde olması, bir başka ifadeyle küçük yatırımcılarla çıkar çatışmalarını minimuma indirmesidir. Yaygın sahipliğin olduğu Anglo Sakson ülkelerinde ise yöneticileri (kontrol edenleri) başarılı şirket yönetimine iten faktör sahiplik paylarından çok şirket ele geçirme (takeover) piyasaları gibi piyasaya dayalı mekanizmalardır. İlave olarak sahiplik yapılarının yanında, yönetim kurulları, hukuk sisteminin etkinliği ve hissedar hakları gibi iyi kurumsal yönetimin sağlanmasında etkili olan başka önemli mekanizmaların da değerlendirilmesi gerektiği unutulmamalıdır.

Yoğunlaşmış sahipliğin yanında Türk kurumsal yönetim sisteminin önemli bir başka özelliği işletme gruplarının (business groups) varlığıdır. Halka açık şirketlerin çoğu kontrol eden hissedar olan tek bir aile tarafından kontrol edilmektedir. Genellikle bir veya birkaç holding şirket en tepede olmak suretiyle aileler piramit bir organizasyon şemasıyla birçok halka açık şirketi kontrol etmektedir. Birlikte veya ayrı ayrı olmak üzere piramit yanında, farklı oy hakkına sahip imtiyazlı hisseler ve daha az kullanılmakla birlikte çapraz sahiplik olarak adlandırdığımız grup şirketleri arasındaki karşılıklı iştirakler yoluyla da aileler veya büyük hissedarlar birçok şirketi nihai nakit akım hakları belirgin bir şekilde düşmesine karşın kontrol etmeyi sürdürebilmektedirler. Türkiye’de kontrolü sürdürmenin bir başka yaygın aracı şirket esas sözleşmelerinde yer alan, özellikle yönetim kurulu seçimi ve hisse devri gibi konularda yapılmış düzenlemelerle belli bir grup hissedara (mevcut kontrol edenlere) tanınmış imtiyazlardır.

Kontrol eden hissedarın (çoğu zaman aile) kontrol ve nakit akım hakkı arasında farkların doğmasına yol açan bu holding yapıların önemli bir sakıncası, ilişkili taraflarla işlemler veya kendi yararına işlemler yoluyla grup içi kaynakların azınlık hissedarın aleyhine olarak kontrol edenlere yönlendirilmesini teşvik ediyor olmasıdır. Bu durum IIF (Institute of International Finance, Inc.)’in Türkiye raporunda da kurumsal yönetim sisteminin temel bir problemi olarak rapor edilmiştir (IIF, 2005).

3.1 Türkiye’de Şirketlerin Sahiplik ve Kontrol Yapısı

Türkiye’de tipik holding şirketi, şirketler arası hissedarlığın karışık bir ağıyla beraber piramidal yapıları bir araya getirmektedir. Aileler bir holding şirketinin çoğunluk kontrolünü elinde tutmak ve holding şirket de bir diğer şirketin kontrolünü tutmak suretiyle piramit yapıları doğurmaktadırlar. Şayet firmanın bir nihai sahibi (ultimate owner) varsa ve kontrol zinciri içinde firma ile nihai sahip arasında en azından bir halka açık işlem gören şirket varsa o firmanın sahiplik yapısı *piramit* olarak tanımlanmaktadır (Demirağ ve Serter, 2003: 40). Bir piramit grup, aynı girişimcinin bir kontrol ilişkileri zinciriyle birçok şirketi kontrol ettiği yapıdır.

Piramit yapıların benimsenmesini açıklamak üzere çeşitli nedenler ileri sürülmektedir. Bir piramidal grup, nakit akım haklarının kontrol haklarına oranını düşürmek suretiyle kontrol eden hissedarların payını minimize ve dışsal hissedarlığın sulanmasını maksimize eder (Burkhart vd., 1997). Grup ayrıca sorumluluğu sınırlama aracı olarak kullanılır (Barca, 1995). Piramit yapılarda kurucu aileler ve onların işbirliği içinde olduğu kesimler (allies), borsaya kote veya kote olmayan geniş bir şirketler ağı üzerinde kontrol uygularlar ve bu aileler sıklıkla sınırlı sayıda hisse tutmaları yoluyla riskten korunurlar. Ayrıca grup yapısı, işbirliğini teşvik ve çatışma riskini düşürerek yönetim fonksiyonlarının kontrol eden aile üyeleri arasında paylaşılmasını kolaylaştırabilir.

Piramit yapılanmaları bir kontrol aracı olarak değerlendirmeyen, diğer bir ifadeyle bu yapılara farklı açıklamalar veya eleştiriler getiren yazarlar da mevcuttur. Örneğin Bebchuk vd. (1999) piramitlerin sahiplik ve kontrol haklarının ayrılmasında kullanılan kontrol araçları olduğunu ve buna karşın kontrolün etkin olmayan birikimine yol açtığını söylemektedirler.

Emmons ve Shmid (1998) ise piramitleri kontrol aracı olmaktan çok ilişkiye dayalı (relationship-specific) yatırımlar ve joint venture gibi diğer kurumsal yönetim konularıyla ilişkilendirmektedir.

Demirağ ve Serter (2003) İMKB’de 1999 sonu itibariyle işlem gören piyasa kapitalizasyonuna göre en büyük 100 şirketin sahiplik ve kontrol yapılarını incelemiştir.

Yazarlar, şayet bir hissedarın (birey veya aile) firmadaki doğrudan veya dolaylı oy hakları %30'u geçiyorsa o firmanın kontrol eden hissedara sahip olduğunu varsaymışlardır. Demirağ ve Serter (2003)'in çalışması Türkiye'de sahipliğin oldukça yoğunlaşmış olduğunu göstermektedir.

Tablo 1 ve Tablo 2 İMKB'de işlem gören en büyük 100 şirkette en büyük paya sahip ilk hissedarın (S1), en büyük paya sahip ilk 5 hissedarın (S5) ve en büyük paya sahip ilk 10 hissedarın (S10) toplam olarak ellerinde ne kadar pay tuttıklarını göstermektedir. Tablolar Türkiye'de şirketler kesimindeki sahipliğin ne kadar az yatırımcı elinde toplandığını diğer bir ifadeyle yoğunlaşma düzeyini göstermektedir.

Tablo 1: İMKB'de işlem gören en büyük 100 şirkette sahiplik yoğunlaşması

Aralık	S1		S5		S10	
	Frekans	%	Frekans	%	Frekans	%
00-09,99	5	5	2	2	1	1
10-19,99	7	7	2	2	2	2
20-29,99	7	7	1	1	1	1
30-39,99	23	23	4	4	1	1
40-49,99	20	20	7	7	6	6
50-59,99	19	19	16	16	9	9
60-69,99	7	7	28	28	23	23
70-79,99	6	6	22	22	28	28
80-89,99	2	2	13	13	24	24
90-100,00	4	4	5	5	5	5
Total	100	100	100	100	100	100

Not: S1; en büyük hissedar, S5; en büyük 5 hissedar ve S10; en büyük 10 hissedar

Kaynak: Demirağ ve Serter (2003)

Tablo 2: İMKB’de işlem gören en büyük 100 şirkette ortalama sahiplik payları

	Şirket Sayısı	Ortalama Sahiplik Payı (%)	Minimum Pay (%)	Maksimum Pay (%)
S1	100	45,10	1,10	99,00
S5	100	64,50	3,25	99,00
S10	100	69,70	3,98	99,50

Kaynak: Demirağ ve Serter (2003)

Tablo 1 ve Tablo 2’den Türkiye’de sahipliğin az sayıda yatırımcının elinde yoğunlaşmış olduğu görülmektedir. 100 şirkette en büyük hissedarın tuttuğu pay minimum %1,1 ile %99 arasında değişmekle birlikte ortalama olarak %45,10 paya sahiptir. 38 şirket (%38) en az %50 payı olan bir hissedara sahiptir. En büyük 5 hissedara baktığımızda ortalama olarak %64,5 paya sahip olduklarını görmekteyiz. 84 şirketin mevcut payların en azından %50’sini kontrol eden en azından 5 veya daha az hissedarı mevcuttur.

Diğer bazı gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, bu ülkelerde de şirketlerin sahiplik yapısının oldukça yoğunlaşmış olduğu söylenebilir. Claessens vd. (2000) Doğu Asya ülkelerinde en büyük beş hissedarın ortalama olarak şirketlerin özsermayesinin %55’ini kontrol ettiklerini bulmuştur. Tayvan, Endonezya ve Hong Kong firmalarında en büyük hissedar (blockholder) ortalama olarak sırasıyla %32,84, %25,61 ve %24,30 nakit akım haklarını elinde bulundurmaktadır ve bu ülkeler Doğu Asya ülkeleri içinde en yüksek sahiplik yoğunluğunun görüldüğü ülkelerdir. Bianchi ve Casavola (1996)’nın araştırması İtalya’daki rakamların Türkiye’ye benzer olduğunu göstermektedir. Kayıtlı İtalyan firmalarında en büyük hissedar ortalama olarak çıkarılmış özsermayenin %48’ini elinde bulundurmaktadır ve en büyük beş yatırımcının şirketlerdeki ortalama sahiplik payı %63’tür.

3.2 Türkiye’de Şirketlerin Doğrudan ve Nihai Sahipleri

Şirketlerin doğrudan ortaklık yapısına yani birinci seviyedeki sahipliğine baktığımızda, holding şirketlerin Türkiye’de şirketlerin doğrudan sahipleri arasında en büyük grubu oluşturduğu görülmektedir. İMKB’de 100 en büyük şirketin 58’inde

ortalama %36,2 payla holding şirketlerin sahipliği (ortaklığı) söz konusudur (Demirağ ve Serter, 2003).

Tablo 3: İMKB-100 Şirketlerinde Doğrudan Sahiplik Payları

Sıra	Doğrudan Sahip	Şirket Sayısı	Ortalama Sahiplik Payı (%)	Minimum (%)	Maksimum (%)
1	Holding Şirketler	58	36,20	0,01	85,00
2	Finansal Olmayan Şirketler	35	25,10	0,01	95,50
3	Bireyler/Aileler	34	23,60	0,01	91,00
4	Finansal Şirketler	31	19,60	0,21	92,50
	Bankalar	20	28,40	0,60	92,50
	Sigorta ve Aracılık Şirketleri	11	10,80	0,21	48,50
5	Yabancı Şirketler	19	30,75	5,00	96,70
6	Devlet/Devlet Kurumları	13	38,55	0,05	98,75
7	Vakıflar, Emeklilik Kur.	16	11,25	0,01	85,00
8	İşçi Sendikaları/Kooperatif	3	38,50	0,05	55,00
9	Yöneticiler	5	03,90	0,01	15,00

Kaynak: Demirağ ve Serter (2003)

Tablo 3'e bakıldığında Türkiye'de holding şirketlerin piramit yapılar yoluyla birçok şirket üzerinde kontrolü sürdürdüğü görülmektedir. Bu durum Türkiye'de piramitsel ve kompleks sahiplik yapılarının yaygın bir şekilde benimsendiğine işaret etmektedir. Bilindiği gibi piramit yapılar sahiplere, eşit düzeyde nakit akım hakkı tutmaksızın çoğunluk kontrolünü sürdürme olanağı sağlamaktadır.

Şirketlerin doğrudan (ilk) sahiplerinin yanında nihai sahiplerinin kimliği de önemlidir. Örneğin yukarıdaki tablodan Türkiye'de en büyük 100 şirketin doğrudan sahiplerinin holdingler olduğu görülmektedir. Oysa nihai olarak bu en tepedeki

şirketlerin de bir kontrol edeni mevcuttur. Nihai sahipler dolaylı (indirect) sahiplik paylarının araştırılması yoluyla belirlenebilir. Buna, kontrol zinciri içindeki tüm şirketlerde kontrol haklarının incelenmesi ve bu hakların kimlere ait olduklarının belirlenmesi yoluyla ulaşmak mümkündür. Arada halka açık bir şirket olması bu işlemi nispeten kolaylaştırmakla birlikte, arada halka kapalı bir şirket olması durumunda nihai sahiplere ulaşmak ve bunların ellerinde tuttukları nakit akım ve kontrol haklarını belirlemek biraz daha zorlaşmaktadır.

Tablo 4: İMKB-100 Şirketlerinin Nihai Sahipleri

Nihai Sahip Tipi	Nihai Sahiplik				Nihai Kontrol	Kontrol Kaldırıcı
	Sahip Olunan Şirket Sayısı	Ortalama Sahiplik Payı (Ortalama Nakit Akım Hakkı) (%)	Min (%)	Max (%)	Ortalama Oy Hakları (%)	Farklı Nihai Sahiplerin Ortalama Kontrol Kaldırıcı (%)
Bireyler/Aileler	68	52,05	1,25	96,50	65,75	1,26
Fin. Olm. Şirketler	1	58,10	58,10	58,10	58,10	1,00
Bankalar	7	57,31	40,75	69,18	63,68	1,11
Yabancı Şirketler	7	46,95	30,78	65,00	46,95	1,00
Devlet/D.Kurumları	6	79,66	46,80	98,17	80,00	1,00
Vakıflar/Emeklilik F.	4	59,07	45,12	83,16	60,25	1,02
İşçi	1	49,10	49,10	49,10	49,10	1,00
Send./Kooperatif						
Tanımlanamayan	6	-	-	-	-	-

Kaynak: Demirağ ve Serter (2003)

Tablo 4, Türkiye’de en yaygın nihai sahiplerin aileler/bireyler olduğunu göstermektedir. Aileler nihai olarak en büyük 94 şirketin 68’ine sahiptir. Bu 68 şirketin 37’si piramit yapılar yoluyla kontrol edilmektedir. Nihai olarak ailelerin kontrol ettiği bu 68 şirketin 37’si kontrol (oy hakları) zinciri içinde arada en az bir halka açık şirketin daha olduğu piramit yapılar yoluyla kontrol edilmektedir. Geri kalan 31 şirkette ise aile kontrolü aracı bir şirket olmadan veya halka kapalı şirketler aracılığıyla sürdürülmektedir. Ailelerin kontrol ettikleri şirketlerdeki sahiplik payı ortalama %52,05 olarak bulunmuştur. Bu, %23,60 olan doğrudan sahiplik paylarının yaklaşık iki katıdır. Ortalama oy hakları ise %65,75’tir. Bu durum bize, ailelerin kontrol kaldırıcını yükseltmek üzere piramit yapıları kullandığını göstermektedir. Kontrol kaldırıcı değeri, nihai sahiplerin oy haklarının sahiplik paylarına bölünmesiyle bulunur. Ailelerin kontrol ettiği şirketlerde bu değer 1,26 olarak bulunmuştur. Bu değer ailelerin, oy haklarının %50’sini kontrol edebilmek için yaklaşık %39,68 (%50/1,26) nakit akım hakkı tuttuklarını göstermektedir.

Demirağ ve Serter (2003) holding şirketlerinin, aile kontrolünü sürdürmede en sık kullanılan araç olduğunu belirtmektedirler. Holding şirketler kayıtlı 100 firmanın 51’inin doğrudan en büyük hissedarı olarak tespit edilmiştir. Holding şirketlerin sahipliğindeki bu 51 şirketin 47’si nihai olarak ailelerin kontrolündedir. Doğrudan en büyük hissedarları bankalar olan 11 firmanın 3’ü de nihai olarak ailelerin sahipliğindedir. Bu durum şirketlerin kontrolünde sadece holding şirketlerin değil finansal araçların da kullanıldığını göstermektedir

Demirağ ve Serter (2003) Türkiye’de piramit yapıların kullanılmasının en önemli sebebinin, kontrolü kaybetmeden dışsal özsermaye sağlanabilmesine olanak sağlayan kaldıraç etkisi olduğunu ileri sürmektedirler.

Benzer bir çalışmada Yurtoğlu (2003) İMKB’de kayıtlı 305 şirketin 2001 sonu verilerini kullanmış ve bu şirketlerin 242’sinde nihai sahiplerin ortalama %67,03 kontrol hakkı ile ailelerin elinde olduğunu, bu şirketlerde ailelerin ortalama nakit akım hakkının %50,56 ve ortalama kontrol kaldırıcının (wedge) 5,29 (medyandan hesaplandığında 1,12) olduğunu göstermektedir. Bu rakam yazarın kendisinin 1997 verileriyle bulduğu 1,32 ve yukarıda Demirağ ve Serter’in (2003) 1,26’lık kontrol kaldırıcı derecesine göre oldukça yüksektir. Bunun nedeni

Yurtoğlu'nun (2003) çalışmasında iki sınıflı hisse senetlerinin de dikkate alınmış olmasıdır. Yurtoğlu (2003) aile kontrolündeki şirketlerde ortalama piramit kademesinin 1,86 olduğunu ve sadece 73 şirkette piramit sahiplik yapısına rastlanmadığını belirtmektedir. Geri kalan 169 şirketin ise iki veya daha fazla sahiplik zinciri ile (piramit) kontrol edildiğini belirtmektedir.

Nakit akım haklarıyla kontrol haklarının ayrımında kullanılan bir diğer yöntem de iki sınıflı hisselerdir ve Yurtoğlu (2003) aile kontrolündeki 242 şirketin 44'ünde birden fazla sınıflı hisselerin bulunduğunu rapor etmektedir.

Piramit yapılar ve iki sınıflı hisseler yanında Türk şirketlerinde kontrolü artırmak üzere kullanılan bir diğer yöntem de ana sözleşmede getirilen bir takım koşullardır. Yurtoğlu (2003) çalışmasında 29 şirketin ana sözleşmesinin kontrol eden aile tarafından tutulan hisselerle yüksek kar payları verilmesine izin verdiğini tespit etmiştir. Ayrıca 16 şirketin ana sözleşmesi iflas durumunda kontrol eden sahiplere azınlığa nazaran avantajlar sağlamaktadır. Kontrolü pekiştiren ana sözleşme düzenlemelerine bir başka örnek olarak 126 şirkette yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu münhasıran kontrol eden sahipler tarafından aday gösterilebilmektedir. İlave olarak 52 şirket içerdekilere denetim komitesinin kompozisyonunu belirlemeye müsaade etmektedir.

Kontrolü artırmaya yönelik bu mekanizmaların kullanım sıklığı Türkiye'de kontrolün değerli olduğunu ve içerdekilerin (insiders) bunu sıkı bir şekilde korumaya düşkün olduklarını göstermektedir.

Türkiye'de şirketler kesiminin önemli bir başka özelliği az sayıda grubun ekonomik faaliyetlerdeki payının oldukça yüksek olmasıdır. Tablo 5 Türkiye'de piyasa kapitalizasyonu itibarıyla şirketler kesiminde varlıkların büyük bir kısmının az sayıda ailenin kontrolünde olduğunu göstermektedir.

Tablo 5: Türkiye’de 10 En Büyük Grup

Sıra	İşletme Grubu	Aile	Sektör	Halka Açık Firma Sayısı	Piyasa Kapitalizasyon Payı (%)	Toplam Firma Sayısı
1	Koç Holding	Koç	Çeşitli	15	18,62	103
2	Sabancı Holding	Sabancı	Çeşitli	10	13,56	71
3	Çukurova Holding	Karamehmet	Çeşitli	6	12,46	96
4	İş Bankası Grubu	Vakıf ^a	Bankacılık	13	9,57	123
5	Doğan Holding	Doğan	Medya	11	3,02	125
6	Akkök	Dinçkök	Tekstil/ Enerji	4	2,09	12
7	Enka Holding	Tara/ Gülçelik	İnşaat	3	2,05	18
8	Oyak Grubu	Vakıf ^a	Çeşitli	7	1,50	27
9	Alarko Holding	Alaton/ Garih	Çeşitli	3	1,01	7 ^b
10	Eczacıbaşı Grubu	Eczacıbaşı	İlaç	5	0,49	37

^a Bu grupların sahiplik yapıları özellik arz etmektedir.

^b Bu grup altındaki firma sayısı tespit edilememiş, sektör sayısı belirlenebilmiştir.

Kaynak: Yurtoğlu (2003)

Tablo 5’ten görüldüğü üzere 2001 sonu itibariyle Türkiye’nin en büyük beş grubunun piyasa kapitalizasyon payı %57,23’tür.

Ekonomik faaliyetlerin az sayıda ailenin elinde yoğunlaşmasının muhtemel bir negatif etkisi, kurumsal yönetimin yasal açıdan iyileştirilmesine dönük politik süreçleri etkileme gücüne sahip olmalarıdır.

Holding şirketler yoluyla çok sayıda halka açık şirketin kontrol edilmesinin sonucu olarak nihai sahiplerin şirketler üzerindeki kontrol ve nakit akım hakları farklılaşmaktadır. Bu durum kontrol edenlerin ellerinde az bir miktar nakit akım hakkı (yatırım) tutmalarına karşın birçok şirket üzerinde etkin bir kontrolü sürdürmelerine olanak sağlamaktadır. Oluşan yapının finansal açıdan önemli bir sakıncası kontrol edenler ile küçük hissedarların çıkar çatışmalarının artmasına yol açması diğer bir ifadeyle temsil maliyetlerinin büyümesine neden olacağı beklentisidir.

Yurtoğlu (2000) 1997 verileriyle yapmış olduğu çalışmada PD/DD oranlarının, nakit akım haklarıyla kontrol haklarının ayrıldığı firmalarda, bu ayrımın olmadığı firmalara nazaran anlamlı derecede daha düşük olduğunu bulmuştur. Yazar toplam varlık getirisi gibi karlılık oranlarında ve kar payı dağıtım oranlarında da benzer sonuçlar rapor etmektedir. 2001 verileriyle yaptığı çalışmada (Yurtoğlu, 2003) da yüksek nakit akım haklarının yüksek piyasa değerlemesi ile anlamlı derecede ilişkili olduğunu, yüksek kontrol ve oy haklarının daha düşük PD/DD oranlarına yol açtığını belirtmektedir. Yine piramit yapıların ve iki sınıflı hisselerin varlığı daha düşük piyasa değerlemesi ile ilişkilidir. İki döneme ilişkin verilerle yapılan çalışmaların aynı sonuçları vermesi, düşük değerlemenin belirli bir zamana özel bir durum olmadığını göstermektedir.

Saraç (2002) 1997-2001 yılları arası için sanayi sektörünü temsil eden örnekleminde, şirketlerde yönetsel kontrol yerine gittikçe daha fazla aile kontrolünün arttığını göstermektedir. Bulguları Türk sanayi sektörünün bu dönemde halen yoğunlaşmış sahiplik yapısı özelliğini taşıdığını göstermektedir. Firmaların çoğunda büyük hissedarlar grup firmaları ve/veya holding şirketleridir.

Saraç'ın (2002) dikkate değer bir diğer bulgusu sanayi sektöründeki firmaların performansı ile ilgilidir. Yazar finansal performansla sahiplik yapısı ilişkisinde, yoğunlaşmış sahiplikle karlılık arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Diğer

bir ifadeyle yoğunlaşmış sahiplik yapısı olan firmalar, yaygın hissedarlığa sahip firmalara göre daha karlıdır.

Saraç (2002) 1997-2001 arasındaki beş yıllık verilere dayanan çalışmasında firmaların büyük çoğunluğunun az sayıda sahiplerin elinde olduğunu göstermektedir.

Tablo 6: Türk Sanayi Firmalarında Ortalama* Sahiplik Yapısı

Hissedarlar	Ort. (%)	Medyan (%)	St.Sapma (%)
En büyük 3	63,26	65,82	19,25
En az % 10	57,76	64,85	22,22
Firma	50,53	60,08	30,16
Aile	34,66	39,18	28,97
Halk	27,2	14,43	16,04
Yabancı	9,08	0,00	20,07
Y.Kur. ve Yönetici	7,80	,010	15,75
Kar amacı gütmeyen kuruluş.	7,08	0,00	19,76
Devlet	2,87	0,00	14,42
Bireyler	42,38	34,02	27,59

* 1997-2001 beş yıllık ortalama değerler. Gözlem sayısı: 575.

Kaynak: Saraç (2002)

Tablo 6'dan Türkiye'nin sanayi sektöründe üç en büyük hissedarın ortalama özsermaye sahiplik payının %63,26 olduğu görülmektedir. En az % 10 paya sahip hissedarların ortalama sahiplik payı ise % 59,76'dır. Bu dönemde halkın elinde tuttuğu pay ise ortalama % 27,20'dir. Rakamlar Türk sanayi sektöründe sahipliğin yaygın olmaktan çok yoğunlaşmış olduğunu göstermektedir.

Gürsoy ve Aydoğan (1998) da Türk firmalarının çoğunda, piramit sahiplik yapılarının kullanımı nedeniyle kompleks sahiplik bağlarının olduğunu vurgulamaktadır. Sahiplerin kimlikleriyle piyasa bazlı performans ölçüleri arasındaki ilişkide, özellikle aile sahipliğindeki firmaların daha düşük F/K (fiyat/kazanç oranı) ve hisse senedi getirilerine sahip olduklarını bulmuşlardır. Yazarlar bunun sebebi olarak, aile sahipliğindeki firmalarda azınlık hissedarlarla çoğunluk hissedar(lar) arasındaki temsil probleminden şüphelendiklerini belirtmektedirler.

Gürsoy ve Aydoğan'ın (1998) bir diğer önemli bulguları, holdinglere bağlılık ve çapraz sahiplikle ilgilidir. Bu özellikleri taşıyan firmalarla F/K ve hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bunun sebebi, özellikle grup içinde bir banka da varsa, holding yapılanmaların grup şirketlerine finansman sağlama konusunda sağladığı avantajlar olabilir. Fakat holdinglere bağlı şirketlerle bağlı olmayan şirketlerin kaldıraç oranlarının birbirlerine yakın olması, açıklama girişimini başka noktalara yöneltmektedir. Bunlar, çeşitlendirmenin faydaları ve grup içinde kaynakların etkin dağıtımı gibi holding formlarından beklenen faydalardır. Yazarlar da, yüksek değerlemenin, piyasanın bu faydalara ilişkin olumlu bakışının bir sonucu olduğunu ifade etmektedirler. Sonuç olarak kontrol eden hissedarların kimliklerinin performans sahiplik ilişkisinde hayati bir role sahip olduğunu vurgulamaktadırlar.

Sonuç olarak, Türkiye'de yoğunlaşmış sahiplik yapısının egemen olduğu bir gerçektir. Bu özellik sadece Türkiye'ye özgü olmayıp ABD ve İngiltere haricinde genel olarak tüm dünyada yaygın olan bir özelliktir. Ekonomik başarıları itibarıyla ülkelerin veya kurumsal yönetim sistemlerinin karşılaştırması yapıldığında şirketlerin sahiplik yapılarına doğrudan atıf yapmak mümkün değildir. Çünkü her iki kesimden de gelişmiş sermaye piyasaları ve iyi ekonomik performans örnekleri vermek mümkündür. Bunun sebebi yaygın ve yoğunlaşmış sahiplik yapılarının temsil maliyetleri açısından kendilerine özgü sorunlar doğurması ve yine kendilerine özgü mekanizmalara sahip olmasıdır. Bununla birlikte özellikle yoğunlaşmış sahipliğin olduğu ülkelerde son yıllarda dikkati üzerine çeken bir başka kontrol yapısı piramit yapılarıdır. Bu piramit yapıların Türkiye'deki uygulanış biçimi holding şirketler aracılığıyla birçok halka açık şirketin tek bir aile tarafından kontrol edilmesi şeklinde

olmaktadır. Kuramsal olarak bu yapılar hem yaygın ve yoğunlaşmış sahiplik yapılarının doğurmuş olduğu temsil problemlerini bir arada taşımakta, hem de her iki sistemin ilgili problemlerin çözümüne yönelik üretmiş olduğu mekanizmalardan yoksunluk özelliği taşımaktadır. Dolayısıyla bu yapıların denetleyici kurumlar tarafından daha yakından izlenmesi gerekmektedir. Bu yapıların oluşmasının en önemli nedenlerinden birisi olarak yasal/düzenleyici sistemin eksiklikleri ve yatırımcıların yasal korunmasının zayıflığı gösterilmektedir. Dolayısıyla bu yönde yapılacak iyileştirmeler bu yapıların değişimine yol açabilir ve muhtemel olumsuz sonuçlarının doğmasını engelleyebilir. Bu noktada hatırlanması gereken bir başka husus yüksek sahiplik yoğunlaşmasının kurumsal yönetim yasalarının gelişimini de etkileyebileceği gerçeğidir. Birçok gelişmekte olan ve geçiş ekonomisi ülkelerinde kurumsal yönetim sistemleri ağırlıklı olarak kontrol eden sahipler lehine eğilim taşımaktadır. Bu da potansiyel olarak bir takım sosyal maliyetlerin sürmesine yol açmaktadır.

4 TÜRKİYE’DE NAKİT AKIM HAKLARININ ÖTESİNDE KONTROL HAKLARI SAĞLAYAN ŞİRKET KONTROL BİÇİMLERİNİN FİNANSAL ETKİNLİĞİNİN TESTİ

Adolf Berle ve Gardiner Means 1932 yılında yayınladıkları “The Modern Corporation and Private Property” adlı eserlerinde, ABD’de şirket sahipliğinin çok sayıda küçük yatırımcı arasında dağıldığı ve şirket kontrolünün yöneticilerin elinde yoğunlaştığı bir yapının yaygınlığına dikkati çekmişlerdir. Hissedarlara karşı hesap vermekle yükümlü olmayan profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen bu modern şirket imajı uzun müddet devamlılığını sürdürmüş ve “yönetisel” (managerialist) literatür olarak adlandırabileceğimiz bu alanla ilgili çok büyük sayıda akademik çalışmaların yapılmasına yol açmıştır. Baumol (1959), Marris (1964), Penrose (1959) ve Williamson (1964)’ın çalışmaları bu alanın önemli örneklerindendir. Çok daha yakın olarak, modern finans teorisi de aynı şirket imajı (şirket sahipliğinin yaygınlığı) etrafında geliştirilmiştir. Bu konudaki merkezi çalışmaların sahiplerinden olan Jensen ve Meckling (1976) veya Grossman ve Hart (1980)’in çalışmalarında bu görülebilir.

Son yıllarda yukarıda bahsedilen bu şirket imajının ampirik geçerliliği olup olmadığını araştıran birçok çalışma yapılmaya başlanmıştır. Eisenberg (1976), Demsetz (1983), Demsetz ve Lehn (1985), Shleifer ve Vishny (1986) ve Morck,

Shleifer ve Vishny (1988) en büyük Amerikan şirketlerinde bile bir miktar sahiplik yoğunlaşması olduklarını göstermişlerdir. Holderness ve Sheehan (1988) ABD’de % 51 ‘den daha büyük çoğunluk hissedarlarının olduğu yüzlerce halka açık işlem gören şirket bulmuşlardır. Ayrıca Holderness, Krozner ve Sheenan (1999) ayrıca bugün ABD’de yöneticilerin sahiplik payının Berle ve Means’in (1932) yazdığından daha büyük olduğunu bulmuşlardır.

Diğer gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar Almanya’da (Franks and Mayer, 1994; Gorton and Schmid, 1996), Japonya’da (Prowse, 1992; Berglof and Perotti, 1994) ve yedi OECD ülkesinde (European Corporate Governance Network, 1997) önemli derecede sahiplik yoğunlaşması olduğunu keşfetmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde ise şirket sahipliğinin çok yoğunlaşmış olduğu bilinmektedir (La Porta vd., 1998). Faccio ve Lang (2002) sivil hukuk sistemine sahip ülkelerin çoğunda halka açık işlem gören 5 binden fazla Batı Avrupa şirketinin yaklaşık % 45’ine nihai olarak ailelerin sahip olduğunu bulmuştur. Claessens, Djankov ve Lang (2000) halka açık işlem gören Doğu Asya şirketlerinin üçte ikisinden daha fazlasını bir tek hissedarın kontrol ettiğini ve yönetimin kontrol eden aile ile çok yakın ilişkili olduğunu belirtmiştir. Bu çalışmaların sonucunda Berle ve Means (1932)’in modern şirkete ilişkin yaygın sahiplik imajı değişmiştir.

Birçok ülkede tipik olarak halka açık işlem gören bir şirket tek bir büyük hissedar tarafından kontrol edilmektedir.

4.1 Çalışmanın Amacı

Bir firmanın özsermaye sahiplerinin kimlikleri ve kontrol ve nakit akım hakkı olarak sahip oldukları payların büyüklüğü kurumsal yönetimin önemli bir ögesidir. Nakit akım hakkı ile kontrol ne kadar örtüşürse firmada çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin artacağı söylenebilir. Bununla beraber sahiplik, kontrol ve firma değeri arasındaki ilişkilerin bundan daha karmaşık olduğunu da belirtmek gerekir. Örneğin, bir şirketin yöneticilerinin kontrol eden hissedarlardan oluşması, yöneticilerle küçük hissedarların ortak çıkarlarının daha iyi buluşmasına yarayabilir (incentives – alignment effect). Büyük sahiplik payı (nakit

akımı olarak) olan ortakların firmalarının değerini maksimize etme konusunda büyük teşvikleri vardır. Ayrıca bu ortakların bilgi toplama ve yöneticileri gözetleme konusundaki avantajları modern şirketin temel temsil problemi olan hissedarlarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının üstesinden gelmelerine yardımcı olur. Vekâlet savaşı (proxy fight) veya ele geçirme (takeover) yoluyla başarısız yöneticilerin firmadan uzaklaştırılması veya üzerlerinde baskı kurulması hususunda da büyük ortaklar güçlü teşviklere (incentives) sahiptir.

Konunun diğer bir yönü, firmada büyük ortakların bulunmasının maliyetleridir. Büyük ortaklar, firmanın diğer yatırımcıları veya yönetici ve çalışanlarının çıkarlarıyla uyum sağlamak zorunda olmayan kendi çıkarları peşinde koşabilirler. Yatırımcıların çıkarları kurumsal yönetim açısından ne kadar az ayarlanmışsa veya yatırımcı koruması ne kadar azsa yüksek özsermaye sahipliği kontrol eden ortaklara/yöneticilere güçlü bir tepkiyle karşılaşma korkusu olmaksızın kendi amaçları peşinde koşma konusunda daha büyük bir serbestlik sağlayabilir; yani kontrol eden ortak/yöneticilerin yerini sağlamlaştırabilir (entrenchment). Sonuç olarak yönetsel sahipliğin firma değeri üzerindeki nihai etkisi, firma değerini artırıcı olarak çıkarları ayarlama (alignment-incentives) ve firma değerini düşürücü olarak yöneticilerinin yerini sağlamlaştırma (entrenchment) etkilerinin dengelenmesine (trade-off) bağlıdır. Bu bağlamda çalışmada şu sorulara yanıtlar aranmaktadır; Türkiye’de şirketlerin sahiplik yapısının firma değeri üzerine etkisi nedir? Acaba hangi noktaya kadar kontrol eden hissedarların nakit akım haklarının artması firma değerine pozitif etkide bulunmaktadır? Veya hangi noktadan sonra yöneticilerin mevcut konumlarının sağlamlaşmasının yarattığı maliyet, teşvik etkisini aşip değeri düşürmeye başlamaktadır? Özetle firma değerinin maksimum olduğu sahiplik yapısı (nakit akım olarak) hangi aralıkta oluşmaktadır?

Çalışma sadece büyük ortakların varlığı değil aynı zamanda ve asıl itibarıyla bu ortakların çeşitli araçlar yoluyla nakit akım hakları azken kontrolü sürdürebilmesinin firma değeri üzerine etkilerini açıklamayı amaçlamaktadır. Bu yapılar kontrol ve nakit akım hakkı ayrımı olmayan firmalara kıyasla temsil maliyetlerinde (kontrol eden hissedarlarla azınlık hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan) çok daha keskin artışlar doğurabilir. Bu noktada hatırlanması gereken önemli bir husus büyük hissedarların nakit akım hakları

oldukça düşükken kontrolü elde tutmalarına yarayan araçların Kıta Avrupası ve Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye’de de yaygın bir şekilde kullanıldığı gerçeğidir. Bu konu esasında ABD ve İngiltere dışındaki tüm ülkelerde büyük hissedarlı şirket yapılarının hâkim olduğunun ortaya konulmasından sonra dikkatlerin yoğunlaştığı bir konudur. İkinci bölümde genişçe ele alınan piramit, farklı oy ve çapraz sahiplik gibi mekanizmaların kullanılmasının teoride ilgili tarafların çıkarlarının çakışmasını iki yönden de olumsuz etkilemesi nedeniyle firma değerini düşürmesi beklenmektedir. Dolayısıyla bir firmada büyük ortağın kontrol ile nakit akım hakkı arasındaki fark ne kadar büyükse değer düşüklüğünün de o kadar yüksek olacağı söylenebilir. Sonuç olarak bu araçların Türkiye’de ne kadar kullanıldığının gerçek rakamlarını belirlemek ve değere etkisini ölçmek yukarıdaki bir devamı olarak çalışmanın birincil amacını teşkil etmektedir. Kontrol-nakit akım hakkı farkının Türkiye’de firma değerine etkisi nedir? Bu ayrım hangi yöntemlerle sağlanmaktadır ve bunlar ayrı ayrı yatırımcılar tarafından farklı algılanmakta mıdır? Tüm şirketler için ortalama kontrol nakit akım farkı nedir?

Konunun bir diğer boyutu, halka açık şirketlerde kontrol eden hissedarların yanında önemli sahiplik pozisyonu olan diğer yatırımcıların olup olmadığı ve bunların varlığının firma değerine etkisidir. Çalışmanın birinci bölümünde bahsedildiği üzere blok hissedarların varlığının firma değerine etkisinin iki yönlü olabileceği söylenmektedir. Yerli veya yabancı olduklarına bakılmaksızın kontrol eden hissedarlar dışında % 10 ve üzeri sahipliği olan diğer yatırımcıların tespiti ve bunların firma değerine etkisinin belirlenmesi çalışmanın ikincil amaçlarındandır.

Bir diğer husus da kontrol eden yatırımcıların kimlikleridir. Bir şirket “yaygın” değil de “kontrollü” (nihai sahibin en az %10, %20 veya %40 kontrole sahip olması) ise nihai sahibi ya devlet ya da özel kesimdir (tanım gereği aile). Burada bir üçüncü kesim “diğer” olarak adlandırabileceğimiz OYAK, İş Bankası gibi kuruluşların sahipliğidir. Çalışmada bu kuruluşların kontrol ettiği şirketlerde de piramit yapı nedeniyle kontrol ve nakit akım ayrımı olduğu için (İş Bankası) birer “kontrollü” yapı gibi ele alınmışlar ve kontrol ve nakit akım değişkenlerinin firma değeri ile ilişkisi belirlenirken analize dâhil edilmişlerdir. Yapılabilecek bir diğer sınıflama nihai olarak kontrol eden en büyük hissedarın yerli veya yabancı olmasıdır.

Bazı şirketlerde yerli ve yabancı en büyük hissedarların eşit paya sahip oldukları “ortak kontrolden” söz etmek mümkündür. Bununla beraber çalışmamız açısından kontrol ve nakit akım hakkının hesaplanmasının önemli olmasından dolayı sadece yerli kesim en büyük hissedar tanımına dâhil edilmiştir. Yabancı kontrolü çoğunlukla şirketler aracılığıyla olduğu için bu şirketlerde nihai sahibin kontrol ve nakit akım rakamlarının tespiti çoğu zaman mümkün değildir ve dolayısıyla en büyük ilk hissedarın yabancı bir şirket olması durumunda nihai kontrol ve nakit hakları bu ilk düzeydeki sahibin (şirket) kontrol ve nakit akım hakları olarak alınmıştır. Çalışmanın bu kısmında amaçlanan daha çok belli bir oranın üzerinde veya kontrol eden olarak yabancı sahipliğin firma değerine etkisini belirlemektir. Bir firmanın ortakları arasında yabancıların bulunması firma değerini etkilemekte midir?

4.2 Örnek Seçimi ve Veri

Bu bölümde şirket seçiminde kullanılan kriterler ve sonuç olarak ulaşılan örneklem açıklanmaktadır. Ayrıca şirketlerin sahiplik ve kontrol yapılarıyla ilgili verilerin toplanması ve ampirik testlerde kullanılan değerlendirme ölçüsü (valuation measure) tanımlanmaktadır.

4.2.1 Örneklem Seçimi

Çalışmada 01.01.2008-31.03.2008 tarihleri arasında İMKB Ulusal Sınai Endeksine (XUSIN) dâhil 153 sanayi firmasının¹ 2006 yılına ait verileri kullanılmıştır. Bu şirketlerin alt sektörler itibariyle dağılımı şu şekildedir: gıda, içecek 23; tekstil, deri 26; orman, kâğıt, basım 16; kimya, petrol, plastik 22; taş,

¹ Çalışmaya dâhil olan firmaların listesi ve İMKB endeksleri itibariyle dağılımı Ek-1’de verilmiştir.

toprak 24; metal ana 13; metal eşya, makine 26² ve 4 adet hiçbir sektörel ayrıma tabi tutulmayan³ şirket.

Aynı tarihler itibariyle İMKB Ulusal-Tüm Endeksine (XUTUM) giren toplam şirket sayısı 259'dur.

Bu şirketlerin 63'ü mali sektörde faaliyet göstermektedir (banka 17, sigorta 7, finansal kiralama ve faktoring 8, holding ve yatırım 18, gayri menkul yatırım ortaklığı 12). Finans kesimi kendine has özellikleri nedeniyle reel sektör firmalarıyla bir arada incelenmemektedir. Dolayısıyla bu tür çalışmalarda her zaman yapıldığı gibi bu çalışmaya da dâhil edilmemişlerdir.

İMKB Ulusal-Tüm Endeksine giren reel sektör şirketlerinin sayısı ise, 153'ü sanayi firması, 33'ü hizmet sektörü ve 10'u teknoloji firması olmak üzere toplam 196'dır. Tablo 7 bu bilgileri özetlemektedir.

Tablo 7: İMKB Sektörel Endeksleri – Ocak-Mart 2008

İMKB Ulusal-Sınâî	153	İMKB Ulusal – Hizmetler	33	İMKB Ulusal – Mali	63
Gıda, İçecek	23	Elektrik	4	Banka	17
Tekstil, Deri	25	Ulaştırma	4	Sigorta	7
Orman, Kâğıt, Basım	16	Turizm	5	Finansal Kir. Faktoring	8
Kimya, Petrol, Plastik	22	Ticaret	10	Holding Ve Yatırım	18
Taş, Toprak	24	İletişim	1	Gayrimenkul Y.O.	12
Metal Ana	13	Spor	4	İMKB Ulusal – Teknoloji	10
Metal Eşya, Makine	26			Bilişim	9
				Savunma	1
Toplam*	153	Toplam*	33	Toplam*	73

* Alt sektörlerden herhangi birine dâhil olmayan şirketler olduğu için toplam değerler sütun toplamlarına eşit değildir.

² Örneklem sayısının çok fazla olduğu küresel veya bölgesel çalışmalarda sektörler itibariyle de anlamlı farkların olup olmadığı incelenmektedir. Bu çalışmada görece örneklem sayısı az olduğu için bu konu araştırılmamıştır.

³ Bu şirketler; Serve Kırtasiye, Park Elektrik Madencilik, Goldaş Kuyumculuk ve Adel Kalemcilik'tir.

Başlangıçta reel sektör firmalarının tümünün çalışmaya dâhil edilmesi planlanmış fakat karşılaştırmaların daha anlamlı olması açısından sadece sanayi sektörüne dâhil firmalar analize alınmıştır. Burada diğer reel kesim firmalarının birbirlerinden çok farklı özellikler taşıması da etkili olmuştur. Örneğin hizmet sektörü içine giren 4 adet sporla ilgili firma (Beşiktaş Futbol Yat., Fenerbahçe Sportif, Galatasaray Sportif ve Trabzonspor Sportif) vardır. Bu firmaların kontrolü için herhangi bir hisse sahipliği zorunluluğu yoktur. Dolayısıyla çıkar ilişkisi normal bir şirkete göre farklılık arz etmektedir. Dernek başkanlığına (spor klubu) seçilme ve bu başkanlığın hisse senedi sahipliği gibi sonsuz değil belirli süreler için geçerli olması gibi taşıdığı kendine has özellikler nedeniyle bu firmaların kontrolü tartışılmakta⁴ olduğundan çalışmaya dâhil edilmemiştir.

4.2.2 Veri Kaynakları

Bu bölümde çalışmanın ilgili değişkenlerinin hangi veri kaynaklarından yararlanılarak oluşturulduğu alt başlıklarla açıklanmaktadır.

4.2.2.1 Nihai Kontrol ve Nakit Akım Hakkının Belirlenmesindeki Veri Kaynakları

Şirketlerin sahiplik yapısının belirlenmesi kendine has zorlukları da beraberinde getirmektedir. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmalarda araştırmacılar genellikle bu verileri Worldscope, Lexis-Nexis, Data-Stream gibi veri sağlayan şirketlerden almaktadırlar. Şu an için bu kaynaklara erişme imkânımız olmadığından Türk şirketlerine ilişkin nihai nakit akım ve kontrol hakları ile ilgili bilgiler değişik kaynaklardan toplanmıştır. Sahiplik ve kontrolle ilgili verileri topladığımız kaynaklar şunlardır:

⁴ Ali İhsan Karacan'ın Gazeteport'ta yayınlanan farklı tarihli yazıları bu tartışmalara örnek gösterilebilir (Çevrimiçi - <http://www.gazeteport.com.tr>).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri gereği halka açık şirketlerin faaliyet raporlarına eklemek zorunda oldukları kurumsal yönetim uyum raporları şirketlerde % 5 ve üzeri paya sahip ortakların açıklanmasını gerektirmektedir. Bu anlamda bu raporlar önemli bir kaynağı teşkil etmektedirler ve faaliyet raporlarının bir bölümü veya ayrı olarak birçok şirketin web sitesinde ve çoğunlukla yatırımcı ilişkileri başlığı altında bulunmaktadır.

İMKB'nin bünyesinde oluşturulan ve halen web üzerinden test yayını sürdüren KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) önemli bir veri kaynağını oluşturmuştur. Özellikle farklı sınıflı hisselerin, diğer bir ifadeyle oy hakkı veya kar payı yönünden farklılaştırılmış hisseler olup olmadığının veya yönetim kuruluna aday gösterme, hisse devir kısıtlamaları gibi çeşitli imtiyazların belirlenmesi için şirket ana sözleşmelerinin incelenmesi gerekmiştir. Bu anlamda KAP şirketlere ait mali tabloların yanında, faaliyet raporları ve özellikle şirket web sayfalarında pek yer almayan ana sözleşmelere ulaşmak açısından çok büyük bir veri kaynağını oluşturmuştur.

İMKB web sitesinde yayınlanan Şirketler Yıllığı şirketlerin ilk sahiplerinin belirlenmesi açısından önemli bir veri kaynağımızı oluşturmuştur. Yine bu kaynaktan şirketlerin yaşına da ulaşmak mümkün olmuştur. Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliği (Seri:VIII, Sıra: 39) gereği oy hakkı veya ortaklık payını % 5 ve üzerine çıkartan veya indiren işlemlerin İMKB'ye duyurulması zorunluluğu bu anlamda İMKB web sitesi şirket haberleri kısmından yararlanmamıza da olanak sağlamıştır.

Halka açık şirketlerin kontrol eden ortaklar anlamında ilk sahipleri genellikle bireyler değil bir başka şirket olmaktadır. Halka açık şirketlerin ilk sahipleri arasında bir başka halka açık şirketin (veya halka açık holding) olması daha önce de belirttiğimiz gibi piramit yapıları oluşturmaktadır ve bu durumda kamuyu aydınlatma zorunluluğu gereği bu şirketlerin sahiplik yapısını belirlemek nispeten daha kolay olabilmektedir. Fakat nihai sahiplere ulaşırken çoğunlukla karşılaştığımız durum halka kapalı şirket veya holdinglerdir. Esasen Kurumsal Yönetim Uyum Raporunda şirketlerin nihai sahiplerinin açıklanması istenmektedir. Fakat bu bir zorunluluk olmadığı gibi, şirketlerin hemen tamamının uyum raporunda bu konuda bilgi verilmemektedir. Kontrol zinciri içinde halka kapalı şirketlerin sahiplerinin

belirlenmesinde Rekabet Kurumunun Kurul Kararları çok yararlı olmuştur. Belli büyüklüklerin üzerindeki birleşme ve devirlerde veya rekabet ihlali gibi hususlarda Rekabet Kurulunun yayınlamış olduğu kararlar aynı zamanda şirketlerin kontrol yapısı ile ilgili bilgileri de çoğunlukla içermektedir. İlave olarak halka kapalı şirketlerin ana sözleşme ve diğer bilgilerine ulaşmak amacıyla Ticaret Sicil Gazetesi'nden de yararlanılmıştır.

4.2.2.2 Firma Değerine İlişkin Veri Kaynakları

Şirketlere ait Tobins'Q ve PD/DD değerlerine ulaşmak amacıyla öncelikle İMKB web sitesindeki Mali Tablolar bölümünden her bir şirketin 2005 ve 2006 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları alınmıştır. 2006 yılı sonu itibariyle şirketin hisse senetlerinin toplam piyasa değerine ulaşmak amacıyla da yine İMKB web sitesinin Şirket bölümündeki İMKB Şirketleri Aylık Fiyat ve Getiri Verileri alt bölümünden her bir şirkete ait kapanış verilerine ulaşılmıştır. Aşağıda ayrıntılı olarak ele alınan değişkenlerin büyük bir çoğunluğu bu kaynaklardan yararlanılarak hesaplanmıştır.

4.2.3 Sahiplik ve Kontrol Tanımlamaları

Çalışmada La Porta vd. (1999) ve Claessens vd. (2002)'nin uyguladığı gibi şirketlerin nihai sahiplik ve kontrol yapıları analiz edilmiştir. Çoğu durumda bir şirketin mevcut sahipleri başka bir şirket, vakıf, devlet veya finansal kurumlar olabilmektedir. Bu durumda nihai sahiplerin kim olduğunu belirleyebilmek için sahiplik zinciri içerisinde nihai sahiplere ulaşmaya kadar tüm şirketlerin sahiplik yapısı incelenmiştir. Şirketlerin nihai sahipleri doğası gereği bireyler veya devlettir. Kan bağı veya evlilik bağı gibi bağlarla birbirleriyle ilişkili olan insan grupları olarak tanımlanan aileler çalışmada bir birim olarak değerlendirilmiştir. Yani aile üyeleri ayrı ayrı ele alınmamıştır.

Sahiplik ve kontrol ayrımı üzerinde çalışmak nakit akım ve kontrol haklarının ayrı ayrı belirlenmesini ve dolayısıyla sahiplik zincirinin bir bütün olarak

incelenmesini ve hesaplamalar yapılmasını gerektirmektedir. En basit bir örnek olarak bir ailenin halka açık A Şirketi'nin % 20'sine sahip olduğunu ve bu şirketin de B Şirketi'nin % 10'una sahip olduğunu varsayalım. Bu durumda aile B Şirketi'nin % 10'unu kontrol ediyor demektir. Buna en zayıf halka (weakest link) kuralı adı verilmektedir. Bu kural gereği şayet B Şirketi de örneğin C gibi bir şirketin % 30'una sahip olsaydı, ailenin C Şirketi'nin % 10'unu kontrol ettiği sonucuna varacaktık. Ailenin B Şirketi'ndeki nakit akım hakkı ise sadece % 2 ($\% 10 \times \% 20$)'dir. Burada dikkat edilmesi gereken husus örnekteki hisselerin farklı haklara sahip olmadığı varsayımıdır. Farklılaştırılmış hisseler söz konusu olduğunda hesaplamalar biraz daha karmaşıklaşmaktadır.

Çalışmada öncelikle piramit yapılar, çapraz hissedarlık ve farklı sınıf hisseler dikkate alınarak örnekleme dâhil şirketlerin nihai bir kontrol edene mi sahip ya da kontrolün küçük hissedarlar arasında dağılıp dağılmadığı (kontrollü veya yaygın sahiplik) belirlenmiştir. Burada diğer çalışmalarda da yaygın bir şekilde kullanıldığı için ayırım kriteri olarak % 10 alınmıştır. Yani ilk veya nihai seviyede herhangi bir şirketin % 10'unu bir birey veya aile kontrol ediyorsa bu şirketin nihai bir sahibi olduğu söylenir (kontrollü yapı). Burada dikkat edilmesi gereken husus bu % 10 rakamının nakit akım hakkı değil kontrol hakkı olduğudur. Buna ilave olarak çalışmada farklı dağılımları görmek açısından % 20 ve % 40 kesim noktaları da kullanılmıştır.

4.2.4 Çalışmanın İlgili Değişkenleri

Bu kısımda çalışmanın bağımlı ve bağımsız değişkenleri açıklanmaktadır. Bu noktada hemen vurgulanması gereken husus temsil maliyetlerinin ölçümünün zorluğu ve bunun genellikle firma değerindeki farklılıklarla ölçüldüğü gerçeğidir. Dolayısıyla karşılaştırma yapılabilmesi için göreceli bir firma değeri değişkenine (relative firm value) ihtiyaç vardır. Bu değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

4.2.4.1 Değerleme Ölçüsü (Valuation Measure)

Çalışmada bağımlı değişken olarak firma değerini ölçmek üzere Claessens vd. (2002)'nin de kullandığı Tobin's Q⁵ (Varlıkların PD / Varlıkların DD; market-to-book ratio) oranı kullanılmıştır. Tobin's Q oranı sahiplik yapısı ile ilgili çalışmalarda gelenekselleşmiş bir ölçüdür (Leaven and Levine, 2007: 11).

Farklı sahiplik yapılarından kaynaklanan değer farklılıklarını ölçmek üzere Tobin's Q ve Varlıkların PD/Varlıkların DD oranlarının kullanıldığı çalışmalarda bu iki ifade küçük tanım farklılıkları içerse de çoğu zaman aynı anlamda kullanılmaktadır. Örneğin “yerine koyma maliyetleri” yerine varlıkların defter değeri alınmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada alınan varlıkların piyasa değeri / defter değeri oranı Tobin's Q olarak tanımlanmaktadır (Demsetz and Villalonga, 2001; Seifert vd. 2005). Sonuç olarak bu noktadan sonra ilgili değişken Tobin's Q oranı olarak adlandırılacaktır.

Varlıkların Piyasa Değeri (PD); hisse senetlerinin piyasa değeri ile borç ve öncelikli pay senetlerinin defter değeri toplamıdır. Hisse senetlerinin toplam piyasa değeri örneklemdaki şirketlere ait hisse senetlerinin İMKB 2006 yılı kapanış değerlerinin hisse senedi sayısı ile (çıkarılmış sermaye) çarpımıyla hesaplanmıştır. Borcun piyasa değeri olarak ise şirketlere ilişkin piyasada işlem gören ve piyasa değerleri alınabilecek tahvil vb. çıkarılmış borç senetleri olmadığı için bilançodaki defter değerleri borcun piyasa değeri olarak alınmıştır.

Varlıkların Defter Değeri olarak ise varlıkların 2006 yılsonu itibariyle bilançoda rapor edilen defter değerleri alınmıştır.

⁵ Oran Nobel ödüllü İngiliz iktisatçı James Tobin tarafından geliştirilmiştir ve bir firmanın varlıklarının toplam piyasa değerinin varlıkların yerine koyma maliyetine bölümüyle ölçülmektedir. Uygulamada ölçüm zorlukları nedeniyle paydada varlıkların yerine koyma maliyeti yerine varlıkların defter değeri alınmaktadır. Eğer piyasa değeri sadece şirketin varlıklarının değerini yansıtıyorsa bu oran 1 olur. Eğer Q birden büyükse o zaman yatırımcıların şirketin maddi varlıklarından başka ölçülemeyen ve şirketin karlılığını etkileyen başka faktörlere değer verdikleri sonucu çıkar. Şirketin değerinin varlıklarının değerinin üzerinde olması, şirketi sermaye yatırımlarını arttırmaya teşvik eder. Q eğer birden küçükse bu, piyasanın şirkete varlıkların değerinden daha az bir değer verdiğini gösterir.

Çalışmanın sonunda ilgili değişkenlerin ayrı bir değer ölçüsü olarak Özsermayenin Piyasa Değeri/Özsermayenin Defter Değeri (PD/DD) oranı ile de ilişkileri araştırılmıştır.

4.2.4.2 Bağımsız Değişkenler

Çalışmanın temel bağımsız değişkenleri kontrol eden hissedarın kontrol ve nakit akım hakları ile ilgili değişkenlerdir. Analize firma değerlemesi ile ilgili çalışmalarda yaygın olarak kullanılan *satış büyümesi*, *sermaye harcamalarının satışlara oranı*, *firma büyüklüğü* ve *firma yaşı* kontrol değişkenleri olarak dâhil edilmişlerdir. İlave olarak kontrol ve nakit akım hakkı ayrımı yaratan araçlar (piramit, farklı oy ve çapraz sahiplik) temel regresyon modeline kukla değişken olarak katılıp farklı etkilerinin olup olmadığı araştırılmıştır. Benzer inceleme diğer blok hissedarların varlığı ve bu blok hissedarların kimliklerinin farklı algılanıp algılanmadığının tespiti amacıyla *diğer % 10* ve *yabancı % 10* kukla değişkenleri ile de yapılmıştır. Aşağıda bu değişkenler ve firma değeriyle beklenen ilişkileri açıklanmaktadır.

Kontrol Hakkı (oran); en büyük ortağın (çoğu zaman aile) genel kurulda sahip olduğu oy hakkının toplam oy hakkına oranı⁶. Kontrol bir şirketler zinciri ile sağlanmışsa diğer bir ifadeyle piramit şeklinde ise bu zincir içindeki en zayıf halka, yani en düşük oy hakkının olduğu şirketteki oy hakkı alınmıştır. Burada ayrıca varsa çapraz sahiplikler ve yine varsa farklı oy hakkına⁷ sahip hisseler de dikkate alınmıştır.

⁶ Kontrol hakkının ölçümünde yaygın olarak benimsenmiş ve bizim de bu çalışmada aldığımız en zayıf halka prensibine eleştiriler de yapılmaktadır. Alternatif olarak herhangi bir oylamada sonucu etkileme gücünü ele alan farklı “oylama gücü endeksleri- voting power indices” önerilmektedir. Fakat bu yöntemlerle kontrol gücünü hesaplamanın işlemsel olarak büyük zorlukları vardır (bkz. Edwards and Weichenrieder, 2004).

⁷ Farklı oy hakkına sahip hisseler olduğunda genel kurulda toplam oy hakkı hisse senedi sayısından fazla olmaktadır.

Bunlar kontrol hakkının başlangıçtaki tanımıyla ilgilidir ve bu çalışmada kontrol hakkı genel kuruldaki oy hakkı olarak tanımlanmıştır. Kontrol hakkına farklı bir yaklaşım, örneğin yönetim kurulunu belirleme gücü olarak tanımlanabilirdi. Bu durumda özellikle şirket ana sözleşmelerinde belirli grup hisselerine tanınan imtiyazların varlığı ön plana çıkmış olacaktı ki, sonuçlar kısmında açıklandığı üzere bu tür imtiyazlar Türkiye’de oldukça yaygındır. Hiç imtiyaz söz konusu olmasa bile bu yöntemde kontrol gücünün oy hakkından daha yüksek olacağı kuşkusuzdur.

Kontrol hakkının diğer değişkenler sabitken firma değeriyle negatif ilişkili olacağı beklenmektedir. Çünkü yüksek kontrol hakkı firma yönetiminde başarısızlık durumlarında dahi en büyük hissedarların yönetsel konumlarını sürdürmelerine olanak sağlamaktadır. Ayrıca en büyük hissedarların firmadan değer sökme konusunda görece daha güçlü oldukları anlamını taşımaktadır.

Nakit akım hakkı (oran); en büyük hissedarın nihai olarak bir şirketten elde edeceği kar payı oranı. Bu rakam hesaplanırken kontrol hakkındaki gibi piramit, çapraz sahiplikler ve kar payı imtiyazlı hisselerin varlığı dikkate alınmıştır.

Nakit akım hakkının firma değeriyle beklenen ilişkisi pozitif yönlüdür. Kontrol eden hissedarların nakit akım hakkı arttıkça firma çıkarlarıyla kendi çıkarları daha fazla paralel hale gelmektedir (incentive effect). Bununla beraber çoğu zaman yüksek nakit akım hakkının aynı zamanda yüksek kontrol hakkı anlamına geldiği unutulmamalıdır. Dolayısıyla bir yönetsel sağlamlaştırma (managerial entrenchment) etkisinin de olacağı beklenebilir.

Kontrol-Nakit Akım (oran ve dummy); Yukarıdaki ilk iki değişken arasındaki farkı ifade etmektedir.

Bu farkın yüksek olması durumunda temsil maliyetlerinin dramatik bir şekilde artacağı ve dolayısıyla firma değeriyle negatif ilişkili olacağı beklenmektedir. Çünkü bu farkın büyük olması firmayı kontrol edenlerin şirket ele geçirme piyasasından gelecek saldırılara karşı korunmuş (yüksek kontrol hakkı) ve aynı zamanda firma çıkarlarıyla kendi çıkarlarını uyumlaştıran mekanizmalardan da (yüksek nakit akım hakkı) uzaklaşmış olduklarını göstermektedir.

Satışlardaki Büyüme (oran); $LN(Net\ Satışlar_{2006}/Net\ Satışlar_{2005})$. Oran ekonometrik çalışmalarda daha yaygın olduğu için sürekli bileşik büyüme oranı (continuously compounded growth rate) olarak alınmıştır.

Firmanın büyüme potansiyelini yansıtan satışlardaki büyümenin firma değeriyle beklenen ilişkisi pozitif yönlüdür.

Sermaye Harcamaları / Satışlar (oran); Sermaye harcamaları, bilançodaki Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net), Maddi Varlıklar (net) ve Maddi Olmayan Varlıklar (net) kalemlerindeki 2005 yılından 2006 yılına olan değişmelere gelir tablosunda yer alan Amortisman ve İtfa Payları kaleminin eklenmesiyle bulunmuştur. Hesaplama maddi varlıklar üzerindeki yeniden değerlendirme dikkate alınmış, yabancı para çevrim farkları dikkate alınmamıştır. Bulunan rakam 2006 yılı sermaye harcamalarının 2006 yılı net satışlarına oranıdır.

Satışlardaki büyümede olduğu gibi bu değişkenin de firma değeriyle beklenen ilişkisi pozitifdir.

Firma Yaşı; Firmanın kuruluş tarihinden 2006 yılına kadar geçen süre. Firma değerinin paydasının tarihi maliyetlerinden dolayı değerle beklenen ilişkisi pozitif yönlüdür.

Firma Büyüklüğü; LN (Varlıkların Defter Değeri). Daha fazla şeffaflık, izlenme ve daha yaşlı olmasından dolayı pozitif ve büyüme potansiyelinin daha düşük olmasından dolayı negatif olmak üzere firma değeriyle iki yönlü ilişkili olabileceği beklenmektedir.

Piramit (dummy); İncelenen şirketin nihai sahipleri ile arasındaki kontrol zinciri içinde halka açık başka bir şirketin olup olmaması. Varsa 1 yoksa 0. Bu durumda kontrol hakkında bir kayıp olmaksızın kontrol edenlerin nakit akım hakkı, halka açıklık oranları ve kademe sayısına bağlı olarak önemli derecede azalır. Kontrol ile nakit akım hakkını ayırmaya yarayan bu araç, kontrol edenlerin değer sökme konusundaki teşviklerini artırdığından (tunneling) firma değeriyle beklenen ilişkisi negatif yönlüdür. Fakat aynı zamanda firmaların bir şirketler grubuna dahil olduğunu ifade ettiğinden burada işletme gruplarıyla ilgili farklı olumlu beklentilerin de (propping) geçerli olduğu unutulmamalıdır.

Çapraz sahiplik (dummy); Aynı grubun kontrol ettiği şirketler arasında halka açık şirketlerin birbirleri arasında sahiplik ilişkisinin olması. Etkisi aynı piramitteki gibidir. Varsa 1 yoksa 0. Çalışmaya dâhil 153 sanayi firmasının 7'sinde çapraz sahiplik ilişkileri belirlenmesine karşın sadece bu özelliği taşıyan 1 firma olduğu için

analize dâhil edilmemiştir. Kontrolü kaybetmeden nakit akım hakkını düşürmeye yarayan bu aracın firma değeriyle beklenen ilişkisi negatif yönlüdür.

Farklı Oy Hakkı (dummy); Şirket ana sözleşmesine ilişkin kontrolü pekiştiren bir araç, diğer adıyla oy hakkı imtiyazıdır. Nakit akım hakkının üzerinde kontrol hakkı sağlar. Varsa 1 yoksa 0. Piramit ve çapraz sahiplikte olduğu gibi firma değeriyle beklenen ilişkisi negatif yönlüdür.

Diğer % 10 (dummy); Kontrol eden hissedarın yanında % 10 veya daha fazla kontrol hakkına sahip bir başka hissedarın olması. Varsa 1 yoksa 0. Diğer blok hissedarların varlığının kontrol edenlerin izlenmesi/kısıtlanması konusundaki teşvikleri nedeniyle firma değeriyle pozitif ilişkisi, değer sökme konusundaki imkanları nedeniyle negatif ilişkisi beklenmektedir.

Yabancı % 10 (dummy); Bir şirketin sahiplik yapısında yabancıların % 10 veya üzerinde kontrol hakkına sahip olması. Varsa 1 yoksa 0. Yabancı sahipliğinin firmanın gelecek başarısı (yönetmel katkı), yeni pazarlara erişim yoluyla büyüme potansiyeli gibi verdiği olumlu sinyaller nedeniyle firma değeriyle ilişkisinin pozitif yönlü olacağı beklenmektedir.

4.3 Çalışmanın Hipotezleri ve Metodolojisi

Çalışmada Türkiye’deki şirketlerde en büyük hissedarın tuttuğu nihai sahiplik (nakit akım) ve kontrol haklarının ve kontrol hakları ile nakit akım haklarının farklılaşmasının firma değeri üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Bu anlamda konuyla ilgili iki temel hipotezimiz şunlardır:

Birinci hipotez; nakit akım hakları en büyük hissedarın elinde ne kadar çok yoğunlaşmışsa hissedarın firmayı doğru yönetme konusundaki teşvikleri (incentives) de o kadar güçlü olur. Çünkü firmanın bu hissedarlarca doğru bir şekilde yönetilmesi kendi servetlerini artıracaktır. Aynı biçimde, özel yararlar elde etmek yoluyla firmanın değerini düşürme yönündeki teşvikleri de daha zayıf olacaktır. Bu etkiler en büyük hissedarın nakit akım haklarıyla firma değerleri arasında pozitif bir ilişkiyi yansıtmalıdır.

Karşıt olarak ikinci hipotezimiz; en büyük hissedarın elinde kontrol ne kadar yoğunlaşmışsa hissedarın firma içindeki yönetsel konumu o kadar sağlamlaştırılmıştır ve dolayısıyla firmadan değer sökmeye kabiliyeti o kadar fazladır. Bu hipotez firma değeri ile en büyük hissedarın kontrol hakları arasında negatif bir ilişki öngörmektedir.

Bu noktada çalışmanın önemli vurgusunu oluşturan husus, nakit akım ve kontrol hakları arasında büyük bir ayrım olduğunda özellikle bahsedilen sağlamlaştırma ve firmadan değer sökmenin sonucu oluşan temsil maliyetlerinin çok büyük olacağıdır. Çünkü bu durumda kontrol eden hissedarın firmadan değer sökmeye dönük iştahı düşük olan nakit akım hakkı ile daha az kısıtlanmış olacaktır.

Firma değerlemesi ile ilgili yapılan çalışmalarda yaygın olarak kullanılan kontrol değişkenleri araştırmamıza dâhil edilmiştir. Bunlar; 2006 yılına ilişkin “satışlardaki büyüme” ve “sermaye harcamalarının satışlara oranı”dır. Burada her iki değişkenin de firma değeriyle pozitif bir ilişkiye sahip olacağı beklenmektedir. Çünkü bu değişkenler firmanın yatırım ve büyüme potansiyelinin bir göstergesidirler.

Ayrıca “firma yaşı” (kuruluşundan 1996 yılına kadar) ve “firma büyüklüğü” (toplam aktiflerinin logaritması) de çalışmaya dâhil edilen diğer değişkenlerdir. Firma yaşı ve büyüklüğünün de firma değeriyle pozitif bir ilişkiye sahip olacağı beklenmektedir. Bunun sebebi bağımlı değişken olan Tobin’s Q oranının paydasını oluşturan varlıkların toplam değerinin tarihi maliyetlerle ilgili olmasındandır.

Bunlara ilave olarak birer kukla (dummy) değişken şeklinde araştırmaya dâhil olan ve kontrol ile nakit akım hakkı arasında ayrım oluşturmaya yarayan piramit ve farklı oy yöntemlerinin⁸ yatırımcılar tarafından farklı algılanıp algılanmadığı araştırılmıştır. İlave olarak firmalarda kontrol eden hissedarı firmadan değer sökmeye konusunda kısıtlayıcı etkileri olacağını beklediğimiz diğer blok hissedarların varlığı ve bu hissedarların kimlikleri ile firmanın herhangi bir gruba dâhil olup olmamasının etkileri de çalışmada araştırılmıştır.

⁸ Bir firmada bu yöntemlerin hepsi aynı anda kullanılıyor olabilir veya ikisi yahut da sadece biri kullanılabilir. Hiçbirine başvurulmamışsa o firmada yatırımcıların kontrol ile nakit akım hakkı birbirine eşittir

Çalışmada analiz yöntemi olarak doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Kontrol ve nakit akım değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkilerinin yanı sıra yukarıda belirtilen kukla değişkenlerin ayrı ayrı veya birlikte firma değeri üzerinde etkilerinin olup olmadığının tespiti amacıyla yapılan spesifikasyonların sonuçları tablolar halinde sunulmuştur. Veriler sadece 2006 yılına ait olduğundan analiz yatay kesit (cross-sectional) verileriyle yapılmıştır. Firmaların sahiplik yapısı görece fazla değişken olmadığından yatay kesit analizi benzer çalışmalarda uygulanmaktadır.

4.4 Sonuçlar

Bu kısımda öncelikle seçilen örneklemin karakteristikleriyle birlikte elde edilen grafiksel sonuçlar gösterilmiş ve daha sonra istatistiksel sonuçlar açıklanmıştır.

4.4.1 Grafiksel Sonuçlar

Çalışmanın grafiksel sonuçları ve çıkarımları aşağıda maddeler halinde sunulmuştur. Daha öncesinde çalışmaya dâhil olan 153 sanayi firmasının kontrol ve nakit akım haricindeki karakteristiklerini veren tablo aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 8: Türk Sanayi Firmaların Genel Karakteristikleri

	ORTALAMA	MEDIAN	ST.SAPMA	EN KUCUK	EN YUKSEK
TOBIN'S Q (V.PD/V.DD)	1,1006	0,8829	0,9645	0,2242	9,9933
ÖZS.PD/ÖZS.DD ^a	1,6092	1,2500	1,4126	0,2100	11,0700
SATIŞ BÜYÜMESİ	0,1811	0,1609	0,2102	-0,7201	0,8404
SERM.HARC/SATIŞLAR	0,0686	0,0442	0,0978	-0,2482	0,5115
NETKAR/SATIŞ	0,0370	0,0358	0,1919	-0,6386	0,7908
VARLIK DD(Milyon YTL)	577,9508	177,5595	1263,1598	11,1609	8688,1131
VARLIK PD(Milyon YTL)	555,6755	137,9891	1167,5033	7,5070	7560,4696
ÖZSERM. PD (Milyon YTL)	429,4574	115,2185	894,6089	6,4890	6060,1446
YAŞI	34,4902	34,0000	12,1293	3,0000	71,0000

^a Oranın pozitif olduğu 147 firma üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 8’te hemen dikkatleri üzerine çeken bir durum 2006 yılı sonu itibariyle firmaların varlıklarının ortalama piyasa değerlerinin ortalama defter değerlerinin altında olmasıdır. Tobins’Q değerlerinin medyanı da buna işaret etmektedir. Ortalamada Tobin’s Q değerinin 1’in biraz üzerinde yer alması birkaç yüksek değere sahip olmasındandır. Bu nedenle ortalama değerleri genellikle medyan değerlerinden daha büyük çıkmaktadır. Claessens vd. (2002: 2753) Doğu Asya ülkeleri için yaptıkları benzer bir çalışmada ortalama Tobins’Q değerini 1,43 ve medyan değerini de 1,19 olarak hesaplamışlardır. Tarihlerin farklılığı ve dolayısıyla global ekonomik konjonktürün muhtemel etkileri nedeniyle karşılaştırma yapmak çok mümkün olmasa da Türkiye’de firmaların 2006 sonu itibariyle genel olarak düşük değerlendirildiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Aşağıda firmaların kontrol ve nakit akım değişkenlerine ilişkin karakteristikleri ve elde edilen sonuçlar sunulmaktadır.

4.4.1.1 Farklı Grup Hisselerin Bulunması (İmtiyazlı Paylar)

Bilindiği üzere firmalarda imtiyazlı payların (farklı grup hisselerin) bulunması kurumsal yönetim açısından olumsuz bir durumdur. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin (Temmuz 2005) birinci bölümü olan Pay Sahipleri adlı bölümde oy hakkının etkinliği artırılmış, oy imtiyazının sınırlandırılmasına yönelik prensiplere yer verilmiştir. Bu ilkeler şunlardır:

“Oy hakkında imtiyaz tanınmasından kaçınılır” (md.4.5).

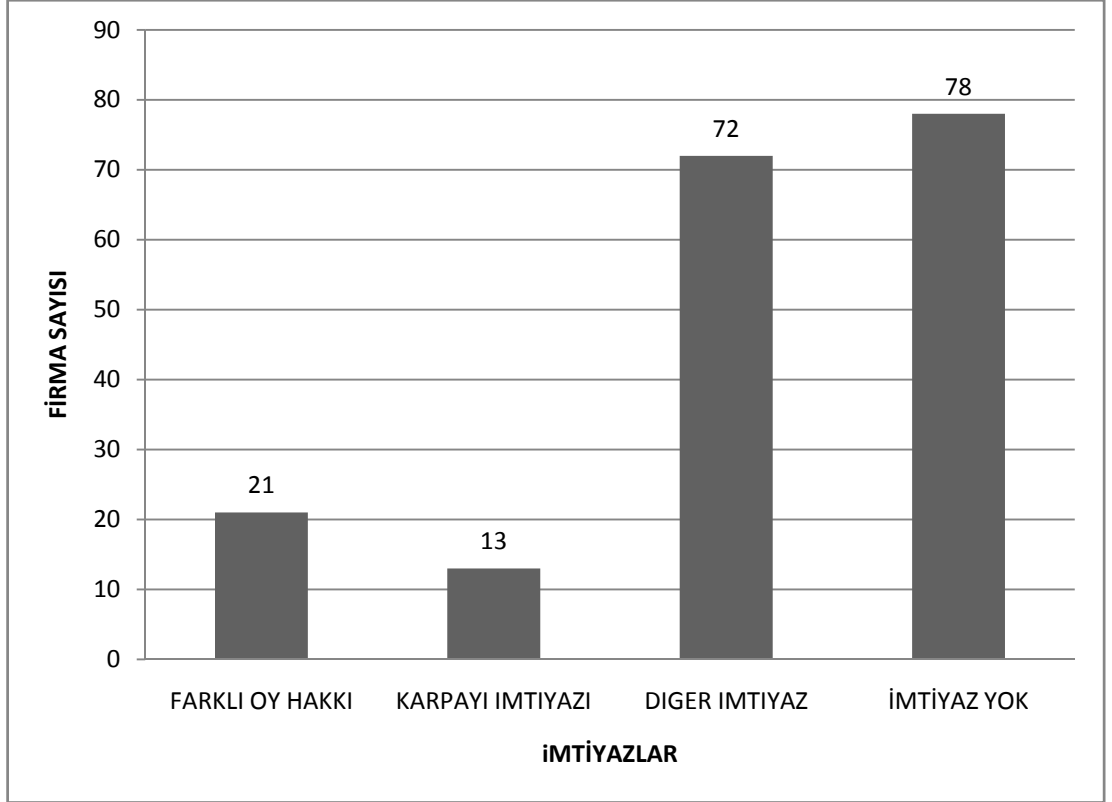
“İmtiyazlı pay sahiplerine, halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek biçimde aday gösterme imtiyazı tanınmaz” (md.4.5.1.)

“Oy hakkında imtiyaz yaratılacaksa, imtiyaz basit ve anlaşılabilir olur. Adi paylar ile imtiyazlı paylar arasında denge kurulmasını teminen, imtiyazlı grubun sermayedeki payının en fazla yüzde elli fazlası kadar oy imtiyazı olabileceği şeklinde bir hüküm esas sözleşmeye konabilir (T)” (md.4.5.1.)

Bu imtiyazlar şirket ana sözleşmesiyle farklı grup paylara (amacı gereği genellikle kontrol edenlerin sahip olduğu) tanınan farklı hakları ifade etmekte olup

Çalışmamıza dâhil olan 153 sanayi firmasındaki yaygınlığı Şekil 1’de gösterilmektedir.

Şekil 1: İmtiyazlı Paya Sahip Şirketler



Görüldüğü üzere 153 firmanın 21’nde genel kurulda farklı oy hakkına sahip farklı grup hisselerin varlığı söz konusudur. Burada farklı oydan kasıt birden (1) daha çok oy demektir. Dağılım Ersu Gıda’daki 2 oy şeklinde olabildiği gibi uç bir örnek olarak Goldaş Kuyumculuk’taki gibi 1 milyon oy hakkı şeklinde de olabilmektedir. Farklı oyun etkisi hisse sayısı ile da doğrudan ilgilidir fakat SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen sermayedeki paydan en fazla yüzde elli fazla olması prensibi de firmalarda çoğunlukla aşılmaktadır.

153 firmanın 13’ünde kar payı imtiyazı vardır. Yönetim ve denetim kuruluna, kurucu intifa senedi sahiplerine ve çalışanlara ödenen kar payları bu tanımın dışında tutulmuştur. Bu imtiyaz birinci temettü sonrası ve genellikle % 10 şeklindedir ve

kontrol ve nakit akım ayırımında çok fazla etkili değildir. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri bu konuda kamuya açıklama dışında bir prensip belirlememiştir.

Şekil 1’den görüldüğü üzere 153 firmanın 72’sinde diğer imtiyazlar adı altında toplanan imtiyazların varlığı söz konusudur. Bu imtiyazlar da ana sözleşme ile tanınan imtiyazlardır ve şu gibi imtiyazlardan oluşmaktadır:

Yönetim ve denetim kurulunun oluşumuyla ilgili imtiyazlar; yönetim ve denetim kurulunun kısmen veya tamamen belli grup hissedarlardan veya onların gösterdiği adaylardan oluşması veya seçilenleri onaylama haklarının olması veya sadece kendi aralarında seçim yapma, genel kurul kararlarının geçerli olması için belli grup hissedarların çoğunluğunun olumlu oy kullanması şartı (imtiyazlı hissedarlar genel kurulu).

Hisse devrini kısıtlayıcı imtiyazlar; öncelikli alım veya birlikte satma imtiyazı veya satışın pay defterleri açısından geçerli olması için yönetim kurulunca onaylanması şartı.

Diğer imtiyazlar; tasfiye memuru seçiminde imtiyaz, altın hisse, kurucu intifa senedi olması gibi. Yönetim kuruluna, kuruculara veya vakıflara ana sözleşme ile tanınan kar payı hakları da bu kapsama dâhil edilmiştir.

Burada üzerinde önemle durulması gereken husus, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen “İmtiyazlı pay sahiplerine, halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek biçimde aday gösterme imtiyazı tanınmaz” (Pay Sahipleri Bölümü md.4.5.1.) prensibine aykırı olarak bu 72 firmadaki diğer imtiyazların çoğunlukla yönetim kurulunun oluşumuyla ilgili olduğu gerçeğidir.

Görüldüğü üzere örnekleme dâhil olan firmaların ayrı bir sayımı yapılmamış olmakla birlikte yaklaşık yarısında kontrol ana sözleşmede tanınan imtiyazlarla sağlanabilmektedir. Bu durum Türkiye’de iyi kurumsal yönetim açısından üzerinde önemle durulması gereken bir husustur. Her ne kadar aşağıda gösterileceği üzere Türkiye’de kontrol edenler firmalarda çoğunlukla yüksek oranda nakit akım haklarına sahip olsalar da özellikle yönetime temsilci sokmak isteyen kurumsal yatırımcılar (çoğunlukla yabancı) açısından bu imtiyazların varlığı firmaları yatırım yapılabilir olmaktan uzaklaştırmaktadır. Çalışmanın istatistikî sonuçları da bunu desteklemektedir.

Uluslararası Finans Enstitüsü'nün (IIF) Türkiye'de Kurumsal Yönetim" adıyla yayınlamış olduğu raporda⁹ da yukarıda bahsedilen imtiyazlar nedeniyle Türkiye'de şirketlerin kontrol yapısının yol açtığı olumsuzluklara örnekler verilerek vurgu yapılmakta ve öneriler kısmının ilk maddelerinde belirli bir zaman zarfında farklı oy ve yönetim kurulu seçiminde aday belirleme imtiyazlarının ortadan kaldırılması spesifik olarak önerilmektedir.

Pay devriyle ilgili kısıtlamalar da iyi kurumsal yönetimle uyuşmayan özelliklerdir. "Pay sahiplerinin paylarını serbestçe devretmesini zorlaştıracı uygulamalardan kaçınılır. Esas sözleşmede pay devrini zorlaştıracı düzenlemelere yer verilmez" (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, Temmuz 2005, Pay Sahipleri Bölümü md.7).

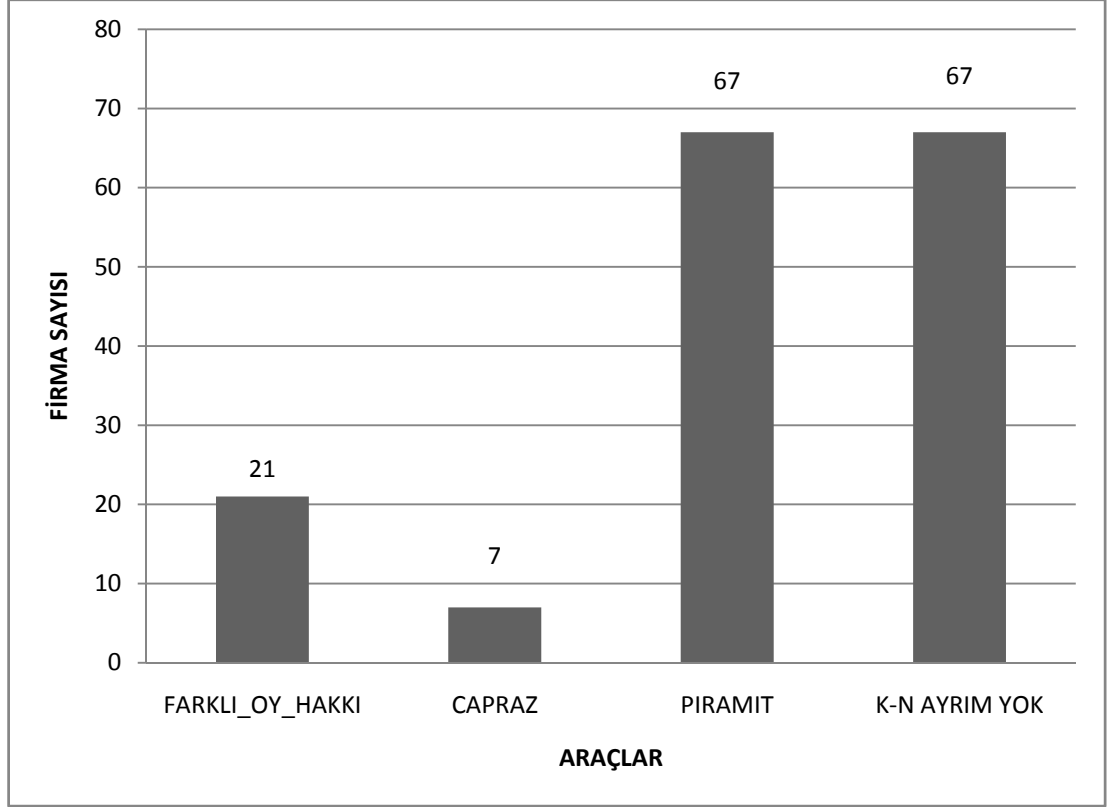
Bu konuda son olarak şunu hatırlatmakta yarar vardır; yukarıda bahsedilen imtiyazlar bir firmada hepsi bir arada olabileceği gibi ikili şekilde de bir arada olabilir. Bu durum Şekil 1'deki firma sayısının toplamının 153'ten fazla olmasından da anlaşılmaktadır.

4.4.1.2 Kontrol-Nakit Akım Farkı Yaratan Araçların Kullanımı

Şirketlerde kontrol eden en büyük hissedarın, nakit akım hakkı düşerken kontrolü elinde tutmasına yarayan üç türlü araç vardır. Bu araçlar tek başlarına kullanılabileceği gibi bir arada da olabilir. Şekil 2 bu araçların Türk sanayi sektöründe kullanım yaygınlığını göstermektedir.

⁹ IIF Equity Advisory Group, "Corporate Governance in Turkey-An Investor Perspective" Task Force Report, 2005.

Şekil 2: Kontrol-Nakit Akım Farkı Yaratan Araçlar



Farklı oy hakkı yukarıda imtiyazlar bölümünde de açıklandığı üzere farklı grup hisseler çıkarıp ana sözleşmede belli bir gruba oy imtiyazı tanımak suretiyle elde edilmektedir ve 153 firmanın 21’inde bulunmaktadır. Yine yukarıda genişçe ele alındığı üzere iyi kurumsal yönetim uygulamaları açısından da olumlu değerlendirilmemektedir.

Çapraz sahiplik (karşılıklı iştirak) iki firmanın karşılıklı olarak birbirlerinin hisselerine sahip olmaları durumudur ve yine belirli bir yatırım tutarıyla daha büyük kaynakların kontrol edilmesine yarar. Diğer bir ifadeyle kontrol nakit ayrımı yaratan bir araçtır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde “...karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde bulundukları şirketin genel kurullarında oy haklarını kullanmaktan kaçınırlar ve bu durumu kamuya açıklarlar” (Pay Sahipleri Bölümü md.4.7) şeklinde ifade edildiği üzere esasen bu durumun bir kontrol aracı olarak kullanılması istenmemektedir. Çapraz sahiplik yapıları özellikle çok şirketli gruplar söz konusu olduğunda ortaklık

yapısının yatırımcılar tarafından anlaşılamayacak derecede karmaşık olmasına neden olmaktadır. Sanayi sektörüne ait 153 firmada kendisini kontrol eden şirketle çapraz sahipliği olan firma sayısı 7'dir ve bunun azlığı olumlu bir özellik olarak nitelenebilir.

Türkiye'de sermayenin az sayıda grubun (aile) elinde yoğunlaştığı söylenebilir. Örneğin sadece firma sayısı olarak ilk üç grup¹⁰, 153 sanayi firmasının 25'ini kontrol etmektedir. Diğer sektörlerle beraber büyüklük değerleri de ilave edildiğinde yoğunlaşmanın muhtemelen daha büyük olduğu görülecektir. Son yıllarda belli alanlarda yoğunlaşma strajileri benimsense de henüz farklı sektörlerden çok sayıda firma, buna finans kuruluşları da dâhil olmak üzere bir veya daha fazla holding şirket altında toplanmakta ve bir piramidal yapı ile bu şirketler kontrol edilmektedir (conglomerate).

Halka açık bir şirketin kontrol yapısının piramit olarak tanımlanması, o şirketin sahiplik yapısında bir başka halka açık şirket olduğunu ifade eder¹¹. Bu sayede kontrol eden hissedarlar daha az bir yatırımla (nakit akım hakkı) daha büyük kaynakları (halka arzlarla beraber) kontrol edebilir. Nihai kontrol edenlerle (birey) kontrol edilen şirket arasında piramidin kademeleri ne karda çoksa kontrol ile nakit akım hakkı farkı da o kadar büyük olur. Bu farkın kontrol eden hissedarların çıkarlarını küçük yatırımcıların çıkarları karşısında nasıl saptırabileceği önceki bölümlerde genişçe incelenmiştir.

Kurumsal yönetim açısından kontrol ve nakit akım haklarının belirlenmesi yanında kontrol edenlerin kimlikleri de önemlidir. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin (2005) Kamuyu Aydınlatma adlı ikinci bölümünde “Şirketin gerçek kişi nihai hâkim pay sahibi/sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır. Şirketin ortaklık yapısı, sadece gerçek kişi pay sahiplerinin isimlerinin, pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip

¹⁰ Koç ailesinin 10, Sabancı ailesinin 8 ve Oyak grubunun 7 firması İMKB Sınâi Endeksi içinde yer almaktadır.

¹¹ Örneğin Vestel Beyaz Eşya, hissedarları arasında Vestel Elektronik (halka açık) olduğundan piramit yoluyla kontrol edilmekte, buna karşın Vestel Elektronik halka kapalı bir şirket (Collar Holding BV) tarafından kontrol edildiğinden piramit tanımına girmemektedir.

olduklarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir tablo haline getirilir ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dipnotlarında yer verilir¹²” şeklinde bir prensip olmasına karşın yaptığımız çalışmada hemen hiçbir şirketin nihai sahiplerini açıkladığı görülmemiştir. Şirketler gerçek veya tüzel kişi sadece ilk kademe ortaklarını açıklamakla yetinmektedir. Bu açıklamalarda da sadece sermayedeki payları verilmekte, hangi grup hisseye sahip oldukları ve bu grupların imtiyazları hakkında bir bilgi verilmemektedir. Dolayısıyla şirketlerin nihai sahiplerini belirlemek, bunların kontrol ve nakit akım haklarını hesaplamak başka kaynaklara da başvurmak suretiyle yorucu bir çalışmayı gerektirmektedir. İmtiyazlar ve çapraz sahiplikler de olduğunda konu daha karmaşık hale gelmektedir. Bütün bunların yatırımcılar açısından olumsuzluk ifade edebileceği düşünülebilir. Bu hususlara aşağıda regresyon sonuçları bölümünde açıklama getirilmiştir.

Bu hususla ilgili son olarak Uluslar arası Finans Enstitüsü’nün hazırlamış olduğu raporda anahtar problem olarak tespit edilen bir noktaya değinmek gerekir. Raporda¹³ Türkiye’de ilişkili taraflarla işlemler (related party dealings) yoluyla karların (income shifting and transfer pricing) veya varlıkların kontrol eden hissedarlara aktarılmaya devam edildiği belirtilmektedir. Çeşitli yöntemlerle kar veya varlıkların aktarımı piramidal ve çapraz sahiplik yapılarıyla ilgili bir husustur ve hukuk sisteminin yatırımcıları korumadaki etkinliği ile de doğrudan ilgilidir.

4.4.1.3 Şirketlerin Kontrol ve Nakit Akım Yapısı

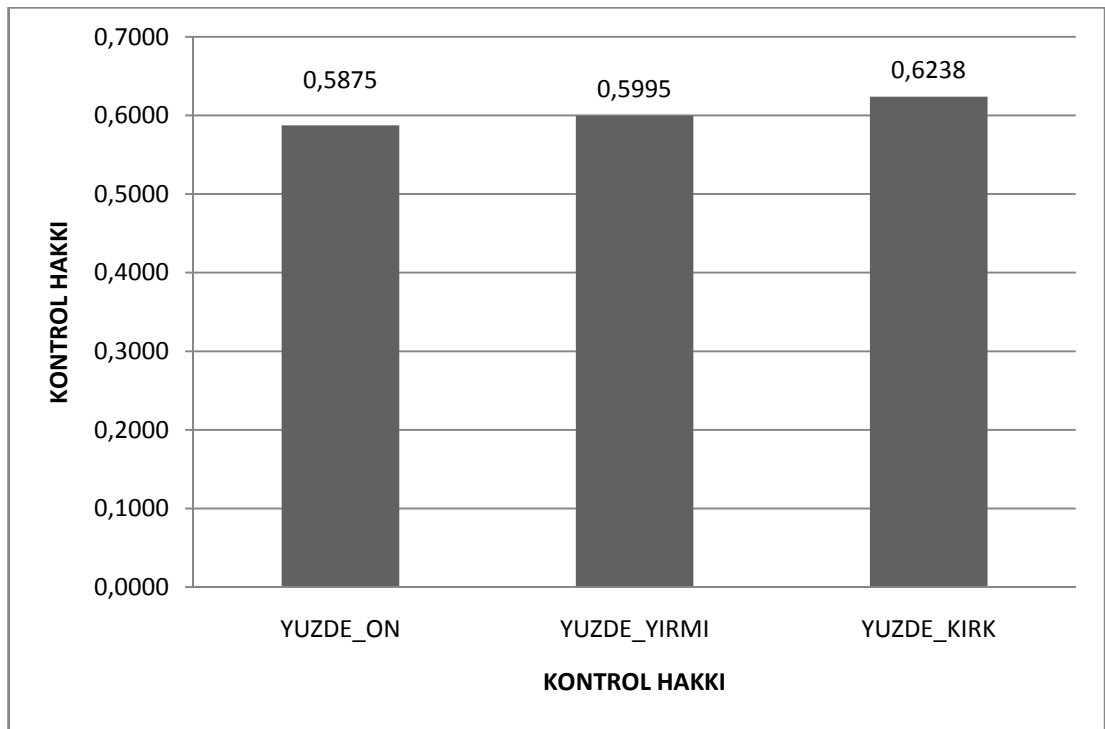
Sivil hukuk sistemlerine sahip ülkelerde firmalar özsermaye şeklinde dışsal finans kaynağı yerine daha çok otofinansman veya dışsal kaynağa başvurulacaksa daha çok borç şeklinde finans sağlama yoluna gitmektedirler. Bunun sivil hukuk sistemine sahip ülkelerde yatırımcı korumasının zayıflığı ve dolayısıyla dışsal

¹² Şirketin sermayesinde %5 ve üzerinde paya sahip olan gerçek kişiler. Esas sözleşme ile azınlık hakları sermayenin %5’inin altında bir oran olarak belirlenmişse, bu oran dikkate alınır.

¹³ IIF Equity Advisory Group, “Corporate Governance in Turkey-An Investor Perspective” Task Force Report, 2005, pp. 4.

yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (sermaye maliyeti) yüksekliğinden kaynaklandığı ifade edilmektedir. Bu durum Kıta Avrupası ve Türkiye gibi ülkelerde şirketlerin yoğunlaşmış sahiplik yapılarının da bir açıklamasıdır. Yatırımcı korumasının zayıf olduğu ülkelerde kontrol primi de yüksektir. Bu nedenle kontrol eden hissedarlar şirketlerini ya düşük oranlarla halka arz etmekte ya da farklı oy, piramidal yapı veya karşılıklı iştirak gibi sahiplik yapılarıyla kontrolü ellerinde tutmaya devam etmektedirler. Şekil 3'te Türk sanayi sektörüne ait 153 firmadaki kontrol yoğunlaşması verilmektedir.

Şekil 3: En Büyük Hissedarın Ortalama Kontrol Hakları



Şekil 3'e bakıldığında en büyük hissedarın % 40 ve üzerinde kontrolü olduğu firmalarda ortalama kontrol oranının 0,6238 olduğu görülmektedir. Oran, kesim noktası % 20 alındığında 0,5995 ve % 10 alındığında 0,5875 olmaktadır. Bu değerlere dikkatle bakıldığında, %40 kesim noktasından % 10 kesim noktasına inerken ortalama kontrol oranlarının çok az düştüğü görülebilir (%62,38'den

%58,75'e). Bunun sebebi aşağıda açıklandığı üzere her üç durumda da “kontrollü” şirket sayısının çok az değişiyor olmasındandır.

Tablo 9: En Büyük Hissedarın Ortalama Kontrol ve Nakit Akım Hakları

	YUZDE_ON	YUZDE_YIRMI	YUZDE_KIRK	TÜM_FİRMALAR
FİRMA SAYISI	150	146	135	153
ORT.KONTROL HAKKI	0,5875	0,5995	0,6238	0,5760
ORT.NAKİT AKIM HAKKI	0,5068	0,5175	0,5388	0,4968
KONTROL-NAKİT AKIM	0,0807	0,0820	0,0850	0,0792

Kategoriler itibariyle ortalama kontrol hakkının hesaplandığı şirket sayılarına baktığımızda 153 firmanın 150'sinde en büyük hissedarın kontrol hakkı % 10 ve üzeri olduğu, sadece 3 firmada en büyük hissedarın kontrol hakkının % 10'un altında¹⁴ olduğu görülmektedir. Buna göre Türkiye'de şirketlerin % 98'i kontrollüdür. Bu oran Doğu Asya ülkelerindekiyle paralellik arz etmektedir. Claessens vd. (2002)'nin Hong Kong, Endonezya, Japonya, Kore, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayvan ve Tayland'tan 2980 firma üzerinde yaptıkları araştırmada firmaların % 10 kontrol seviyesinde % 96'sının kontrollü olduklarını raporlamaktadırlar. Firmaların ancak %4'ü yaygın tanımına girmektedir.

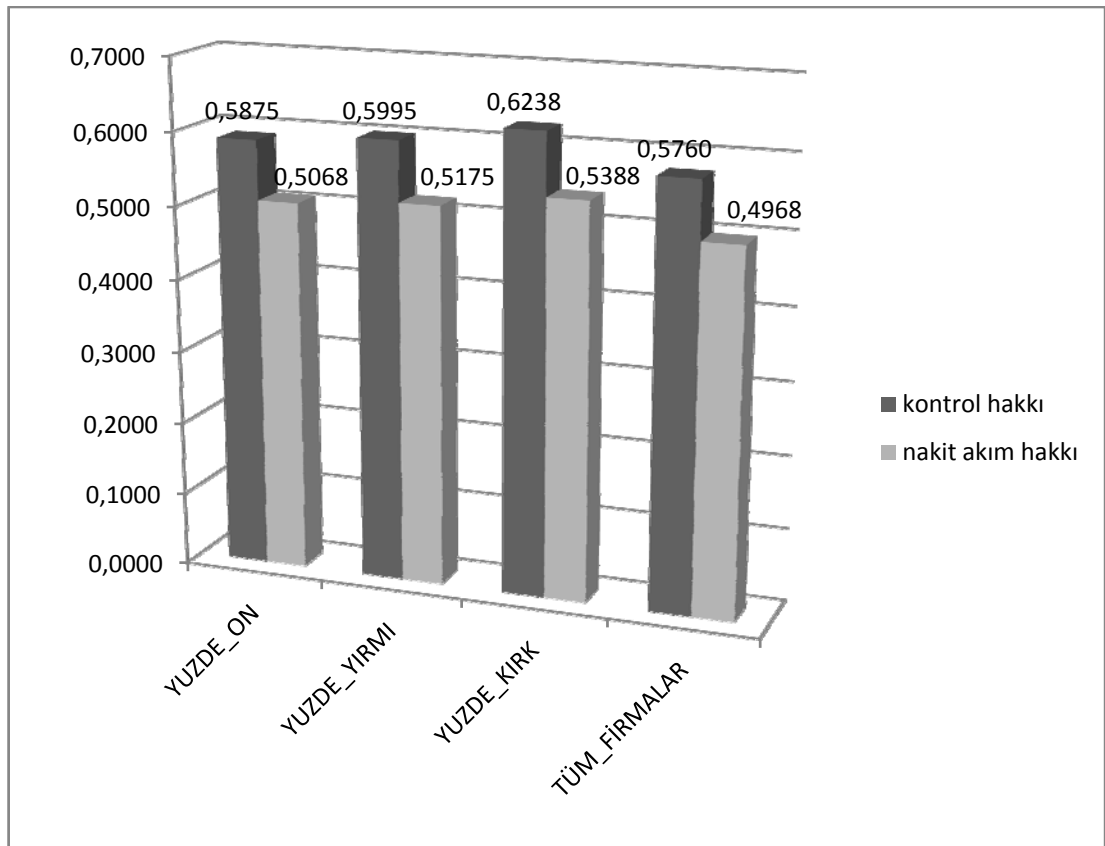
Kesim noktası olarak % 20 alındığında da yine şirketlerin büyük bir çoğunluğunun kontrollü olduğu görülmektedir. Şekilden de görüleceği üzere en büyük hissedarın % 20 ve üzeri kontrol hakkına sahip olduğu şirket sayısı 146 gibi yine çok yüksek bir rakamdır. Buna göre de şirketlerin % 95'i kontrollüdür. Bu oran Doğu Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında bir miktar farklılaşmaktadır. İlgili ülkelerde % 20'lik kesim noktasında firmaların % 82'si kontrollü ve dolayısıyla % 18'i yaygın bulunmuştur.

¹⁴ Bu firmalar Kardemir, Erbosan ve Gübre Fabrikaları'dır. Kesim noktası olarak % 10 oranının alınması bu oranın üzerinde kontrol eden hissedara sahip bir şirketin “kontrollü” kabul edildiği anlamına gelmektedir. Bu kesin noktası itibariyle Kardemir ve Gübre Fabrikaları'nın özel durumları dikkate alındığında Türkiye'de gerçek anlamda tek “yaygın” sahipliği olan şirketin Erbosan olduğu söylenebilir.

Kontrol hakkının % 40 ve üzeri olduğu şirket sayısı ise 135'tir. Diğer bir ifadeyle kesim noktası % 40 gibi yüksek bir oran olarak belirlense de şirketlerin % 88'i kontrol eden bir hissedara sahiptir. Bütün bu değerler Türkiye'de şirketleri kontrol edenlerin oldukça yüksek oranda kontrolü ellerinde bulundurduklarını göstermektedir. Bu oran Doğu Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında çıkan sonuçlar dikkate değer farklılıkların olduğunu göstermektedir. Bahsedilen ülkelerde %40 kesim noktası alındığında şirketlerin %77'sinin yaygın sahiplik özelliği taşıdığı görülmektedir. Şirketlerin ancak %33'ü kontrollüdür.

Kontrolün belirli kesim noktaları itibariyle ortalama kontrol ve nakit akım haklarına bakıldığında (Şekil 4), iki değer arasındaki farkın tüm kesim noktaları için % 8 olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu fark tüm şirketler için de geçerli olup yaklaşık % 8'dir.

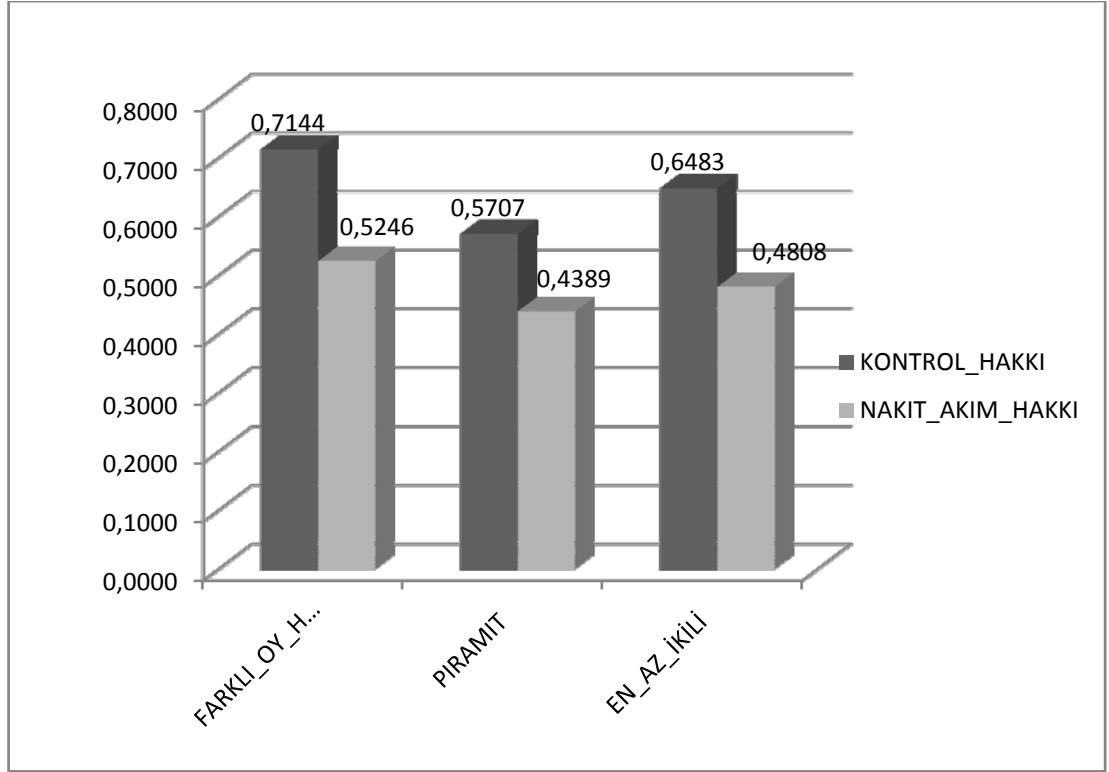
Şekil 4: Ortalama Kontrol-Nakit Akım Farkları



İlk bakışta ortalama % 8’lik kontrol-nakit akım ayrımının oldukça düşük ve dolayısıyla olumlu olduğu değerlendirilebilir. Fakat bu rakam ortalama değer olduğu için kontrol pekiştirici yöntemlere başvurmeyan firmaların değeri düşürücü etkisi söz konusudur. Dolayısıyla farklı boyutlardan incelenmeye muhtaçtır.

Kontrol-nakit farkına kontrolü pekiştiren araçlar açısından bakıldığında ortalama farklar aşağıdaki gibidir.

Şekil 5: Araçları İtibariyle Kontrol-Nakit Akım Farkları



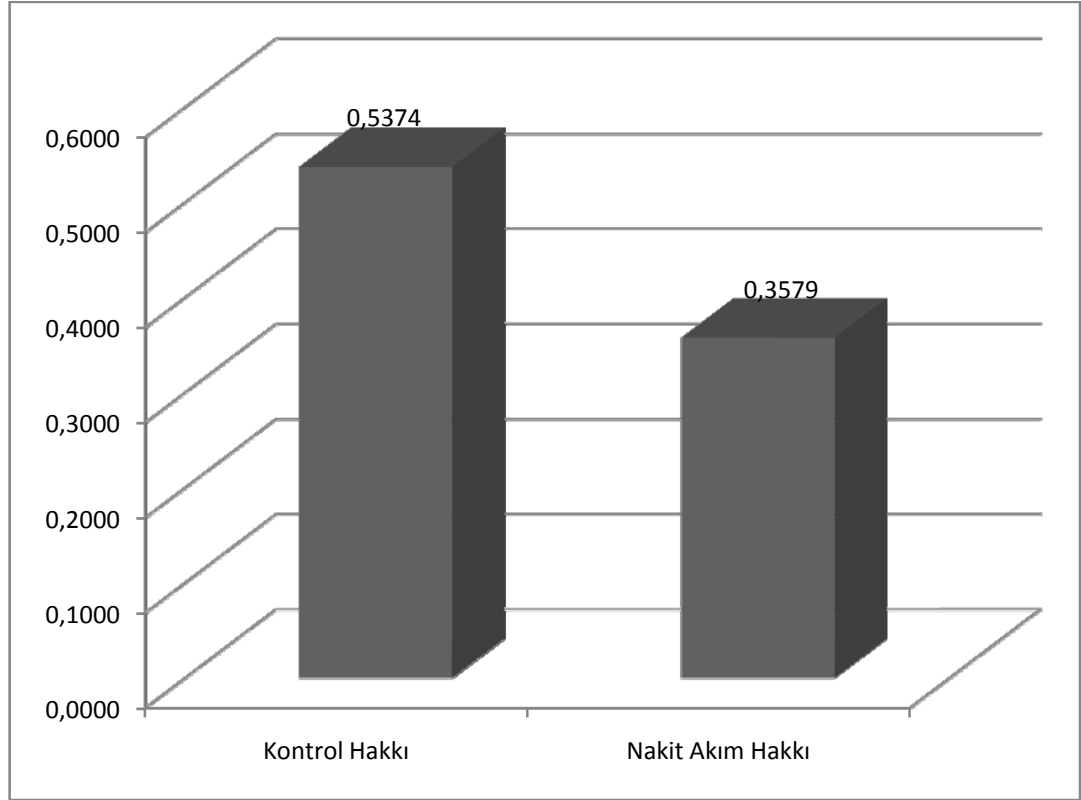
Şekil 5’ten görüleceği üzere kontrol ile nakit akım hakkı arasında en yüksek ortalama fark 0,1898 (0,7144-0,5246) ile sadece farklı oy hakkı (17 firma) yöntemini kullanan firmalarda ortaya çıkmaktadır. Sadece piramit yöntemini kullanan firmalarda (59 firma) ortalama fark 0,1318 (0,5707-0,4389)’dir. Sadece çapraz sahipliğin olduğu firma sayısı 1 olduğu için ayrıca gösterilmemiştir. Bu yöntemleri

aynı anda kullanan firmalarda (8 firma) ise ortalama olarak 0,1675 (0,6483-0,4808)'lik fark söz konusudur. Daha önce de belirtildiği gibi bu yöntemlerin üçünün de aynı anda bir firmada kullanılabilmesi mümkündür. Fakat çalışmaya dâhil 153 firma içinde 3 yöntemi de aynı anda uygulayan firma yoktur. Dolayısıyla şekildeki en az ikili ifadesi sadece iki yöntemi aynı anda kullanan firmaları içermektedir. Görüldüğü üzere bu sayı da oldukça düşüktür (8 firma) ve ikilinin bir ucu hepsinde piramit sahiptir.

Kontrolü pekiştirici araçları bir arada kullanan firmaların sayısının azlığı (8 firma) firmaların sadece bir aracı tercih ettiklerinin işaretidir. Önceki bölüm Şekil 1'de de görüleceği üzere firmalar kontrol ile nakit akım hakkını ayırmada en çok piramit yöntemi kullanmaktadır (67 firma). Fakat ortalama farklara baktığımızda bu yöntemin (%13,18) farklı oy yöntemine (%18,98) göre dikkate değer biçimde daha küçük olduğu fark edilmektedir. Bu da kontrol ile nakit akım hakkı arasında fark yaratmak amacıyla en büyük hissedarlar tarafından farklı oy hakkı yönteminin daha etkili kullanıldığını göstermektedir.

Piramit sahiplik yapısı yoluyla oluşan ortalama farkın %13,18 ile beklentiye göre çok da yüksek olmadığı gerçeği biraz daha ayrıntıya inme gereğini doğurmaktadır. Özellikle çok şirketli büyük gruplarda daha çok piramit kademesi olacağından piramidin altındaki firmalarda bu farkın çok daha büyük olacağı beklenebilir. Aşağıda Türkiye'nin en büyük grupları açısından durum incelenmektedir.

Şekil 6: Büyük Gruplarda Kontrol-Nakit Akım Farkı



Yukarıdaki şekle bakıldığında Türkiye'nin en büyük gruplarından Koç, Sabancı ve Doğan ailesinin kontrolündeki 25 sanayi firmasında kontrol ile nakit akım hakkı arasındaki ortalama fark 0,1795 ($0,5374 - 0,3579$)'tir. Piramit yoluyla elde edilen genel ortalama farka göre (%13,18) bir miktar yüksek olsa da bu farkın piramitteki kademe sayısının çokluğundan kaynaklandığı söylenebilir. Sonuç olarak piramit yapıların Türkiye'de kontrol eden hissedarların daha az yatırımla daha büyük kaynakları kontrol etmek amacıyla oluşturulduğunu iddia etmek zordur. Daha çok holding (conglomerate) yapılanma biçiminin bir tezahürü olduğu ileri sürülebilir. Çeşitlendirilmiş işletme grupları (diversified business groups) olarak da adlandırılan bu gruplar üzerinde yapılan ampirik çalışmalar, bir gruba bağlı olmanın (group affiliation) firmanın finansal performansı üzerinde daha çok olumlu etkisi olduğunu göstermektedir. Bu etki karlarla doğrudan ilgili değil fakat daha çok performansın uzun vadede stabilizasyonu ile ilgilidir. Bir holding şirket altında farklı alanlara

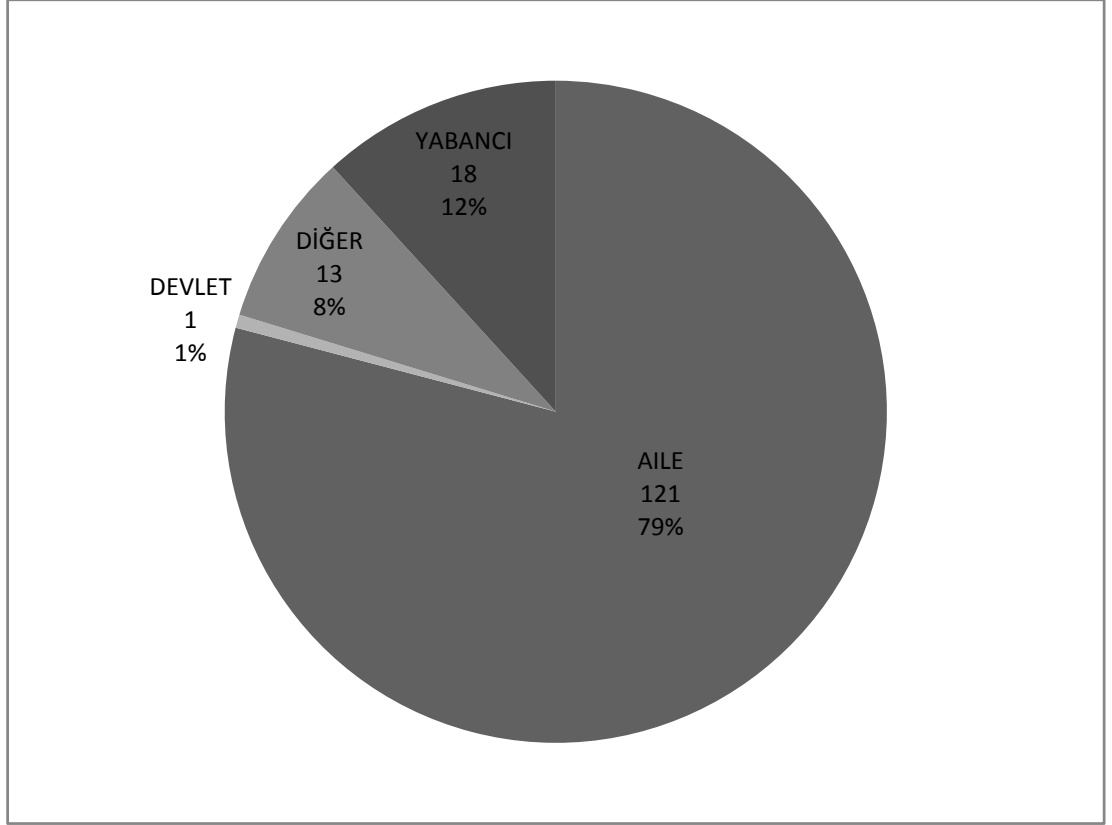
yatırım yapmak suretiyle çeşitlendirme sağlanmakta ve dolayısıyla risk düşürülmektedir. Azalan riskin sonucu olarak da grup içi karlılık daha düşük olmaktadır.

Bir gruba bağlı olmanın firma performansına etkisini inceleyen Gündüz ve Tatoğlu (2001) gruba bağlı olan şirketlerde herhangi bir gruba bağlı olmayan şirketlere göre daha yüksek aktif getirisi (ROA) olduğunu bulmuşlardır. Bu sonucu da gelişmekte olan ülkelerde çok yaygın olan bu grupların varlığını açıklayan bir başka hipotezle, işlem maliyetleri hipoteziyle açıklamaktadırlar (transaction costs hypothesis). Buna göre, grup içi işlem maliyetleri aynı işlemlerin piyasada gerçekleştirilmesine göre daha düşük maliyetlidir. Örneğin sermaye piyasalarının tam olarak gelişmediği veya bir başka açıdan bakıldığında yatırımcı korunmasının zayıf olduğu ülkelerde finansmanın dış kaynaklar yerine grup içinden sağlanması daha düşük maliyetli olabilir.

4.4.1.4 Şirketlerin Nihai Sahipleri

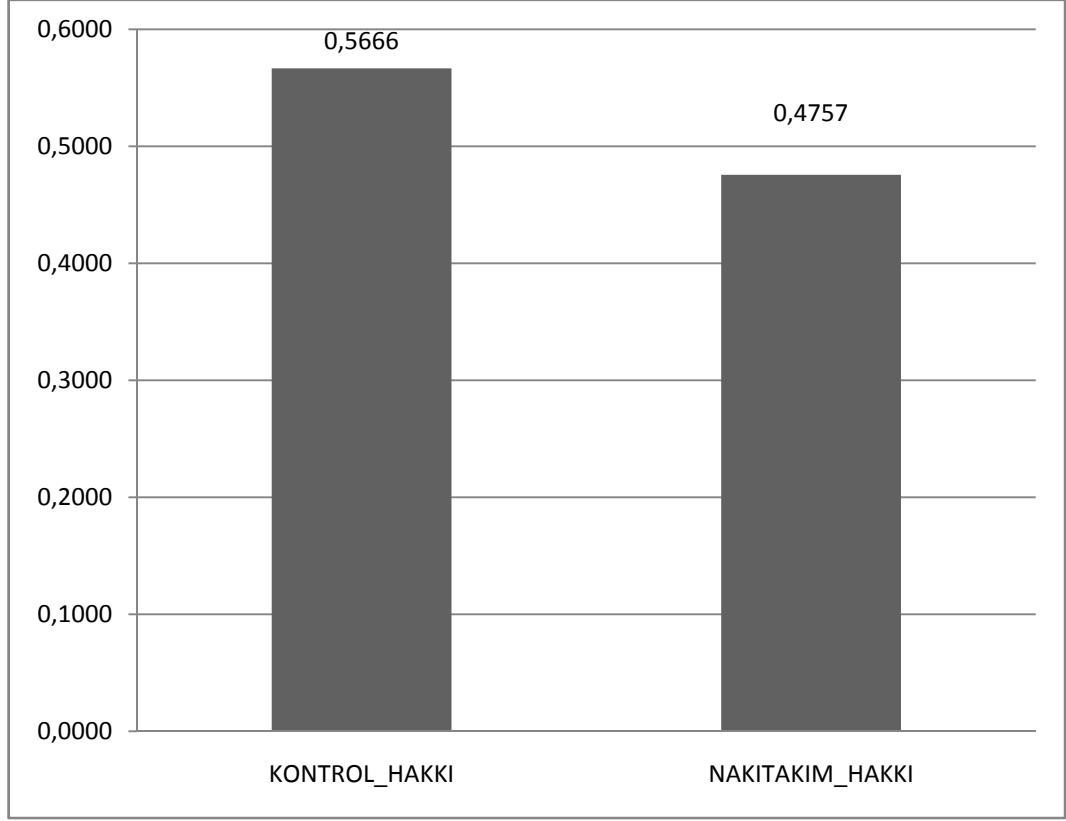
Şirketlerin nihai sahipleri tanım gereği bireyler (aileler) ve devlettir. Esasen yabancı firmalar için de aynı durum geçerli iken bu firmaların nihai sahiplerine ulaşmak imkânı zorluklar içerdiği için yabancıların kontrolündeki firmalar üçüncü bir kategori olarak ele alınmıştır. Bir başka husus da Oyak ve İş Bankası grubuna ait şirketlerdir. Bu şirketleri kendine has özellikler nedeniyle varlık yönetim fonu (private equity fund) veya emeklilik fonu (pension fund) olarak tanımlamak mümkündür. Bu gruba bir kooperatif kontrolündeki Gübre Fabrikaları ve kontrolünde işçi sendikasının ağırlığı olan Kardemir de dâhil edilmiş ve “diğer” başlığı altında toplanmış ve dört kategori oluşturulmuştur.

Şekil 7: Şirketlerin Nihai Sahipleri



Türk sanayi sektöründe faaliyet gösteren 153 şirketin nihai sahipleri arasında 121 şirketle aile kontrolünün büyük ağırlığa sahip olduğu görülmektedir (%79). Kontrolün yabancılarla eşit oranda paylaşıldığı 11 firma da aile şirketleri tanımına içine dâhil edilmiştir. Dolayısıyla yabancı tanımına en büyük hissedarın sadece yabancıların olduğu firmalar (18 firma) girmektedir. Devlet kontrolünde bulunan tek firma Petkim'dir ve bu şirketin de özelleştirme kapsamında olduğu hatırlanırsa sanayi sektörünün tamamen özel girişim olduğu söylenebilir.

Şekil 8: Aile Şirketlerinde Kontrol ve Nakit Akım Hakkı

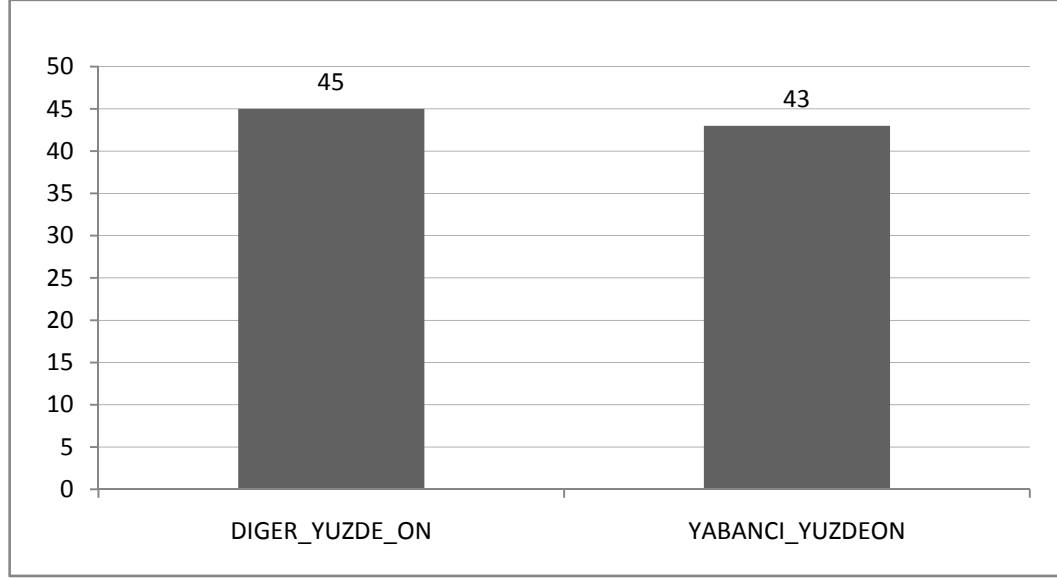


Kontrol ile nakit akım hakları ayırımına aile şirketleri açısından baktığımızda, bu işletmelerde (121 firma) en büyük hissedarın ortalama kontrol hakkının 0,5666 ve nakit akım hakkının 0,4757 olduğu görülmektedir. Ortalama fark 0,0909 ile genel ortalamaya (0,0792) çok yakındır.

4.4.1.5 Diğer Blok Hissedarların Varlığı

Her ne kadar % 5 ve üzeri paya sahip hissedarlar azınlık haklarından yararlanabiliyor ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri gereği bunların kimliklerinin açıklanması isteniyorsa da Türkiye’de kontrolün oldukça yoğunlaşmış olduğu göz önünde bulundurularak çalışmada en büyük hissedarın yanında % 10 ve üzeri paya sahip olan hissedarlar diğer blok hissedarlar olarak tanımlanmıştır. Diğer blok hissedarların varlığı ve bunların kimlikleri kurumsal yönetim açısından üzerinde çalışılan konulardır.

Şekil 9: Diğer Blok Hissedarlar



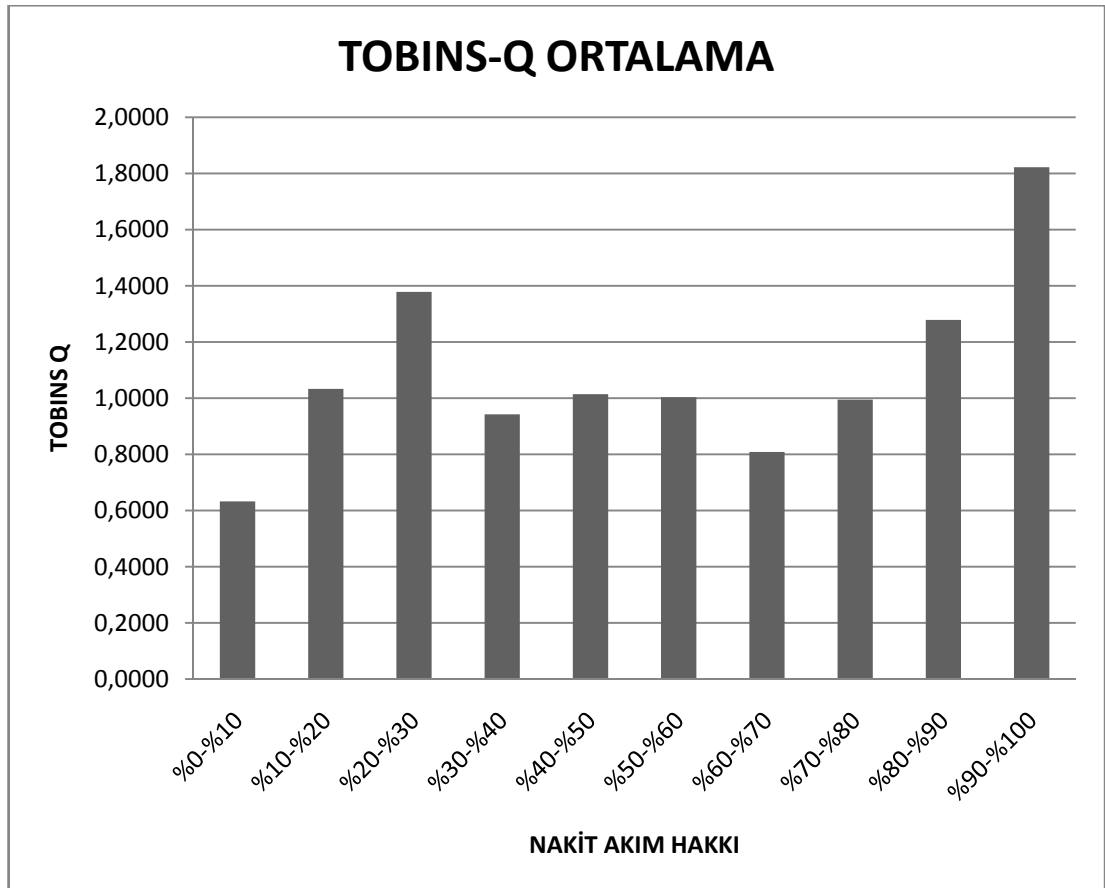
Şekil 9’den görüleceği üzere 153 firmanın 45’inde kontrol eden hissedarın (çoğunlukla aile) yanında en az % 10 paya sahip diğer blok hissedarın varlığı söz konusudur. Diğer büyük hissedarlara kimlikleri itibariyle baktığımızda ise bu 45 şirketin 43’ünde yabancıların olduğu görülmektedir. Bir önceki kısımda belirttiğimiz üzere bu 43 şirketin 11’inde yabancılar kontrolü yerli ortaklarıyla eşit kontrol hakkına sahiptirler. 18 firmada ise yabancılar en büyük hissedar konumundadır. Geri kalan 14 firmada ise yabancılar % 10’dan daha büyük fakat kontrol eden hissedarın payından daha küçük paya sahiptirler.

4.4.1.6 Nakit Akım-Firma Değeri İlişkisi

Bir firmada kontrol eden hissedarın payının firma değeri üzerindeki muhtemel etkilerinin pozitif yönlü teşvik (incentives) ve negatif yönlü kovulmaya karşı korunma (entrenchment) etkileri olabileceği önceki bölümlerde genişçe incelenmiştir. İlgili çalışmalarda firma değerini ölçmede genel olarak kullanılan değişken Tobin’s Q oranıdır.

Öncelikle nakit akım hakkı açısından baktığımızda konuyu özetle şu şekilde değerlendirebiliriz. Şayet kontrol edenin nakit akım hakkı (cash flow rights) yüksekse firmanın başarısından kendi payına düşecek pay da yüksek olacak ve dolayısıyla firmanın başarısı için daha yüksek çaba harcayacaktır. Bununla beraber nakit akım hakkı arttıkça sahip olduğu payın doğal bir sonucu olarak kontrol hakkı da artacak ve dolayısıyla başarısız da olsa başka bir şirket tarafından ele geçirilme (takeover) tehlikesi olmadan yönetsel konumunu sürdürebilecektir. Konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalarda belli bir noktaya kadar teşvik etkilerinin (pozitif) korunma etkisine (negatif) göre daha büyük ve dolayısıyla firma değerinde yükselişe neden olduğu; belli bir sahiplik oranından sonra ise korunma etkisinin (negatif) teşvik etkisini (pozitif) aşması nedeniyle firma değerinde düşüş başladığını göstermektedir. Aşağıdaki grafik Türkiye’de de bu etkilerin geçerli olduğunu göstermektedir.

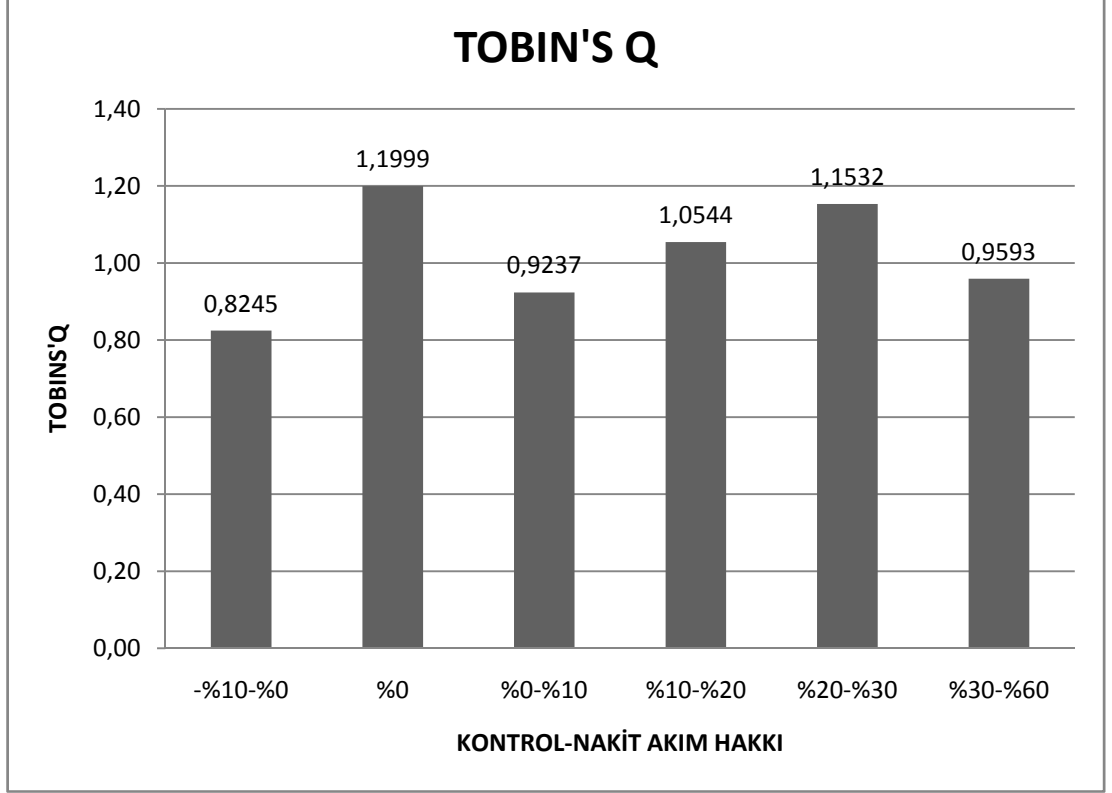
Şekil 10: Nakit Akım-Firma Değeri İlişkisi



Şekil 10'dan görüleceği üzere kontrol eden hissedarın nakit akım hakkı yükseldikçe önceleri teşvik etkisi korunma etkisine göre daha yüksek olmakta ve Tobin's Q ile ifade edilen firma değeri yükselmektedir. Ortalama nakit akım hakkı % 30'un üzerine çıkmaya başladığında korunma etkilerinin teşvik etkisine baskın gelmeye başladığı görülmektedir. Dolayısıyla bu noktadan sonra firma değerleri de bir düşüş eğilimine girmektedir. Claessens v.d. (2002)'nin 2980 Doğu Asya firması üzerinden yaptığı benzer bir çalışmada % 40'a kadar teşvik etkisinin daha büyük olduğu, %41 - %50 arasında ise korunma etkisinin baskın gelmesiyle en düşük firma değerlerinin elde edildiği gösterilmektedir.

Şekil 10'dan elde edilen ön bulgular Morck vd. (1988)'in görece yaygın sahipliğin olduğu ABD için buldukları sonuçlardan da farklılık arz etmektedir. Yazarlar yönetici sahipliğinin % 5'lik seviyeleriyle birlikte şirketlerde firma değerine negatif etkili bir korunma etkisinin (managerial entrenchment) görülmeye başladığını bulmuşlardır. Bunun sebebi ABD'de nispeten küçük sahiplik yoğunlaşması ile şirket ele geçirme piyasasından (takeovers) korunabilme imkânının olmasıdır. Doğu Asya'da ise kontrol eden hissedarın yüksek sahiplik paylarıyla oluşan korunmanın değer düşüklüğü etkisi, değer artırıcı şirket ele geçirmelerden korunmuş olmalarından daha çok özel yararlar elde etmelerine olanak sağlamasıyla ilgilidir. Ortalama sahiplik paylarının Doğu Asya ülkelerinin de üzerinde olduğu Türkiye'de, korunmanın değer düşürücü etkilerinin % 30'lu seviyelerden sonra etkili olmaya başladığının izlerini Şekil 10'dan görmek mümkündür. Bu noktada grafikten elde edilen bu sonuçların sadece bir ön bulgu olduğunun hatırlatılmasında yarar vardır. İstatistiki olarak elde edilen anlamlı bulgular regresyon sonuçları bölümünde verilmiştir.

Şekil 11: “Kontrol-Nakit Akım”- Firma Değeri İlişkisi



Daha önce de vurguladığımız gibi kontrol ile nakit akım hakkı arasındaki farkların, kontrol edenlerle küçük yatırımcılar arasındaki çıkar ilişkisini iki yönlü olarak (incentive ve entrenchment) bozacağı ve dolayısıyla firma değerini düşürücü etkisi olacağı beklenebilir. Fakat Şekil 11’den de görülebileceği üzere nakit akım hakkında olduğu gibi burada da tekdüze bir ilişkiden bahsetmek mümkün değildir. Fakat hemen belirtmek gerekir ki en yüksek ortalama firma değerleri, kontrol ile nakit akım hakkı arasında farkın olmadığı (%0) şirketlerde oluşmaktadır ki bu da yatırımcıların sahiplik yapısına önem verdiklerinin bir göstergesi olabilir. Bu anlamda iyi kurumsal yönetim gereği şirketlerin farklı oy gibi imtiyazlar ve karşılıklı iştirak gibi ilişkilerden kaçınması gerektiği önerilebilir.

Şekil 11’e bakıldığında en düşük değerlerin, kar payı imtiyazı olan şirketlerde (-%10 - %0) olduğu görülmektedir. Esasen kar payı imtiyazının kontrol eden hissedarın firma başarısı yönündeki teşviklerini olumlu etkilemesi ve dolayısıyla bu yönüyle küçük yatırımcılar açısından da olumlu karşılanması beklenebilir. Fakat

sonuçlar bunun tam tersini göstermektedir ki en düşük firma değerleri kar payı imtiyazı olan şirketlerde görülmektedir. Bu bağlamda bu tür imtiyazları olan firmaların da yapacakları ana sözleşme değişiklikleriyle bu imtiyazları kaldırmalarının kendileri açısından yararlı olacağını söylemek mümkündür. Çünkü bu yolla elde edecekleri değer artışları kar payı imtiyazı yoluyla elde ettikleri kazançların üzerine çıkabilir.

Bu sonuçların ilginç bir yönü de uluslar arası çalışmalarda elde edilen sonuçlarla yakın benzerlikler taşımasıdır. Yukarıda nakit akımlarıyla firma değeri ilişkisinde olduğu gibi, bu açıdan da sonuçlar Doğu Asya firmalarıyla benzerlikler taşımaktadır. Claessens v.d. (2002)'nin 2980 Doğu Asya firması üzerinden yaptığı çalışmada da en yüksek firma değerleri kontrol ile nakit akım hakkı arasında fark olmayan firmalarda çıkmıştır ve yine benzer bir şekilde monoton bir ilişki yoktur. Örneğin belirtilen çalışmada %11-%15 puanlık farklarda firma değerinin %1-%10'luk farkların olduğu firmalara göre daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. Türkiye'de %0-%10 arasında firma değerlerinin oldukça düştüğünü, %10-%20 ve %20-%30 aralığında bu değerlerin daha yüksek olduğu görülmektedir. %30'luk farklardan sonra tekrar düşüş başlamaktadır. Bir gruba bağlı olup olmamakla bu sonuçların bir ilişkisi olabileceği düşünülebilir. Zira ilgili kısımdan hatırlanacağı üzere gruba bağlı şirketlerde ortalama kontrol-nakit akım hakkı farkı %17,95'tir. Fakat aynı gruplar için ortalama firma değeri (Tobins'Q) 1,079 olarak hesaplanmıştır ve regresyon sonuçları bölümünde de açıklandığı üzere anlamlılık derecesi düşüktür. Dolayısıyla bu konuda getirilebilecek bir açıklama, yatırımcıların belli seviyelerdeki farkları tolare ettikleri yönündedir.

4.4.2 Regresyon Sonuçları

Firma değerini temsilen bağımlı değişken olan Tobin's Q ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmek için doğrusal regresyon analizi SPSS paket programı kullanılarak yapılmıştır.

Öncelikle, firma değeriyle ilgili yapılan çalışmalarda kullanılan, “satışlardaki büyüme” ve “sermaye harcamalarının satışlara oranı” kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Her iki değişkenin de firma değeriyle pozitif ilişkili olacağı beklenmektedir, çünkü firmanın yatırım ve büyüme potansiyellerinin birer göstergesi olduğu değerlendirilmektedir.

Yukarıdakilere ilave olarak “firma yaşı” ve “firma büyüklüğü” değişkenleri yine firma değeri üzerinde etkili oldukları beklentisiyle modele dâhil edilmiştir. Yaşlı ve büyük firmaların daha şeffaf, hisse senetlerinin daha likit, analistler tarafından daha yakın incelenme gibi nedenlerle daha düşük finansal sıkıntı riskine maruz oldukları ve dolayısıyla yaş ve büyüklüğün firma değeriyle pozitif ilişkili olmaları beklenmektedir. Diğer yandan ise genç ve küçük firmaların büyüme potansiyelleri daha büyük olabilir. Bu firmaların faaliyet alanlarının belli konularda odaklanmış olması da çeşitlendirmenin değer düşürücü özelliğinden etkilenmemelerini sağlayabilir. Bu açıdan bu iki değişkenin firma değeri üzerinde iki yönlü etkisi olması muhtemeldir.

Tablo 10 ilgili değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerini ve Tablo 11 bu değişkenlerin bağımlı değişken ve birbirleriyle ilişkisini yansıtan korelasyon katsayılarını göstermektedir.

Tablo 10: Örneklemen Tanımsal İstatistiği

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
TOBINS_Q	153	,2242	9,9933	1,099438	,9589929
NAKITAKIM_HAKKI	153	,0000	,9536	,496823	,2184010
KONTROL_HAKKI	153	,0000	,9990	,575984	,2028861
KONTROL_NA	153	-,1040	,5353	,079161	,1214200
SER_HAR_BOLU_SATIS	153	-,2482	,5115	,068569	,0978141
SATIS_BUYUMESI	153	-,7201	,8404	,181144	,2102216
FIRMA_BUYUKLUGU	153	16,2279	22,8852	19,058637	1,4168619
YASI	153	3,0000	71,0000	34,490196	12,1293021
Valid N (listwise)	153				

Tablo 11: Korelasyon Matrisi

		TOBIN S_Q	NAKIT AKIM_ HAKKI	KONTR OL_HA KKI	KONTR OL_NA	SATIS_ BUYU MESI	SER_H AR_BO LU_SA TIS	FIRMA BUYU KLUGU	YASI
TOBINS_Q	Pearson	1	,160(*)	,146	-,045	-,111	,124	-,101	,082
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)		,048	,072	,581	,174	,126	,214	,313
NAKITAKIM_HAKKI	N	153	153	153	153	153	153	153	153
	Pearson	,160(*)	1	,836(**)	-,401(**)	-,024	-,080	-,104	,127
	Correlation								
KONTROL_HAKKI	Sig. (2-tailed)	,048	,000	,000	,765	,326	,203	,118	,153
	N	153	153	153	153	153	153	153	153
	Pearson	,146	,836(**)	1	,167(*)	-,048	-,078	-,018	,080
KONTROL_NA	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	,072	,000	,040	,558	,337	,822	,326	,153
	N	153	153	153	153	153	153	153	153
SATIS_BUYUMESI	Pearson	-,045	-,401(**)	,167(*)	1	-,036	,013	,156	-,095
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	,581	,000	,040	,660	,869	,055	,243	,153
SER_HAR_BOLU_SATIS	N	153	153	153	153	153	153	153	153
	Pearson	-,111	-,024	-,048	-,036	1	,166(*)	,044	-,030
	Correlation								
FIRMA_BUYUKLUGU	Sig. (2-tailed)	,174	,765	,558	,660	,040	,588	,712	,153
	N	153	153	153	153	153	153	153	153
	Pearson	,124	-,080	-,078	,013	,166(*)	1	,207(*)	,018
YASI	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	,126	,326	,337	,869	,040	,010	,821	,153
	N	153	153	153	153	153	153	153	153
YASI	Pearson	-,101	-,104	-,018	,156	,044	,207(*)	1	,266(**)
	Correlation								
	Sig. (2-tailed)	,214	,203	,822	,055	,588	,010	,001	,153
YASI	N	153	153	153	153	153	153	153	153
	Pearson	,082	,127	,080	-,095	-,030	,018	,266(**)	1
	Correlation								
YASI	Sig. (2-tailed)	,313	,118	,326	,243	,712	,821	,001	,153
	N	153	153	153	153	153	153	153	153

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Firma değeri ile en büyük hissedarın sahip olduğu kontrol ve nakit akım hakları arasında ilişkiyi sınavan temel regresyon denklemi ve sonuçları Tablo 12’de sunulmaktadır. Tablo üç adet spesifikasyon sunmaktadır. Birinci spesifikasyon ilgili kontrol değişkenleri modele dâhilken en büyük hissedarın firmada tuttuğu nakit akım hakkı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmaktadır. İkinci spesifikasyon en büyük hissedarın firmada sahip olduğu kontrol hakları ile nakit akım hakları arasındaki farkların firma değeri ile ilişkisini incelemektedir. Üçüncü spesifikasyon her ikisini bir arada firma değeri ile ilişkilendirmektedir.

Regresyon sonuçları en büyük hissedarın nihai nakit akım haklarının pozitif ve artan firma değeri ile istatistikî olarak anlamlı düzeyde ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuç Türkiye gibi yoğunlaşmış sahipliğin egemen olduğu ülkeler için kontrol eden hissedarlarla azınlık hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılmasında nakit akım hakkının önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olarak işlevsel olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

Nakit akım hakkının üzerinde kontrol hakkının olmasının ise firma değeri ile anlamlı bir ilişkisi bulunamamıştır. Teoride beklendiği üzere katsayısının negatif olmasına karşın ilişki istatistikî olarak anlamlı düzeyde değildir. Bunun muhtemel bir nedeni Türkiye’deki ortalama kontrol-nakit akım hakkı farkının, kontrol edenlerin çıkarlarını küçük yatırımcıların aleyhine olarak aşırı şekilde saptıracak boyutlarda olmaması olabilir. Örneğin sadece piramit yöntemi ile ayırım yaratılan firmalarda bu fark % 13,18’dir. Bu ayırım çok sayıda firmanın kontrol edildiği büyük gruplarda dahi ortalamada % 20’nin üzerine çıkmamaktadır. Teknik olarak kontrolü kaybetmeden çok daha yüksek farklar yaratılması imkânı varken bunun kullanılmaması, diğer bir ifadeyle kontrol edenlerin firmalarda aynı zamanda yüksek nakit akımları tutmaları küçük yatırımcıların aleyhine keskin çıkar çatışmalarının oluşmasına engel olabilir.

Sermaye harcamalarının satışlara oranı ve satışlardaki büyümenin firma değeri ile pozitif ilişkili olacağı beklenebilir. Çünkü bu iki değişken firmaların yatırım ve büyüme fırsatlarını yansıtmaktadır. Regresyon sonuçları sermaye harcamalarının satışlara oranının %5 anlamlılık seviyesinde firma değeri ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuç firmaların sermaye harcamalarının yatırımcılar tarafından önemli bir büyüme potansiyeli olarak değerlendirildiğini

göstermektedir. Satışlardaki büyümenin ise firma değeri ile anlamlı bir ilişkisi tespit edilememiştir. Bu sonuç satışlardaki büyümenin önceki yıllara ait yatırımların bir sonucu olarak önceden fiyatlanmış olmasından veya karlılıktan fedakarlık gibi ihtimallerden kaynaklanıyor olabilir.

Firma büyüklüğünün, değişken tanımlanırken de açıklandığı üzere firma değeri üzerinde iki yönlü etkisi beklenebilir. Pozitif etkisi, büyük firmaların piyasa tarafından daha yakından izlenmesi ve dolayısıyla hâkim ortağın küçük yatırımcıların aleyhine işlemler yapmasının daha zor olması, hisse senetlerinin ikincil piyasasının daha likit olmasından dolayı bir likidite riski içermemesi, ulusal ekonomiler için “batmayacak kadar önemli” olması gibi yatırımcılar tarafından olumlu değerlendirilebilecek özelliklerden kaynaklanmaktadır. Negatif etkisi ise küçük firmalara göre büyüme potansiyelinin zayıf olmasıdır. Firma büyüklüğünün değer ile pozitif ilişkili çıkacağı beklentisinin bir sebebi de büyük firmalarda bağımlı değişkenin paydasını oluşturan varlıkların defter değerinin tarihi maliyetlerinden dolayı Tobin’s Q oranının görece daha yüksek çıkacağı beklentisidir. Regresyon sonuçları yatırımcıların büyüme fırsatlarına daha büyük önem atfettiklerini göstermektedir. Katsayısı oldukça küçük olmakla birlikte %10 anlamlık seviyesinde yatırımcılar büyük firmaları daha düşük değerlemektedir. Bu sonuç 2002 yılından bu yana oldukça yüksek oranlarda büyüyen Türkiye için beklenebilecek bir sonuçtur. Ayrıca bulgu Doğu Asya kanıtlarıyla da paralellik arz etmektedir. Claessens vd. (2002) de bu ülkeler için firma büyüklüğü ile değer arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Firma yaşı da büyüklükle ilgili bir değişken olmakla birlikte değerle anlamlı bir ilişkisi tespit edilememiştir.

Tablo 12: En Büyük Hissedarın Nihai Kontrol ve Nakit Akım Hakları ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Analizde doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. Veriler 2006 yılı sonuna ait verilerdir. Firma değerini temsilen bağımlı değişken *Tobin's Q* olarak ifade edilen Varlıkların Piyasa Değeri/Varlıkların Defter Değeri'dir. Varlıkların Piyasa Değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borçların defter değeri toplamıdır. Varlıkların defter değeri ise aktiflerin bilanço değerleridir. Temel bağımsız değişkenler en büyük hissedarın bir firmada nihai olarak sahip olduğu *nakit akım hakkı* (kar payı hakkı) ve yine en büyük hissedarın nihai olarak sahip olduğu *kontrol hakkı* (genel kurulda sahip olduğu nihai oy hakkı – kontrol zincirinde en zayıf halka kuralı geçerli) ile *nakit akım hakkı arasındaki farktır*. *Satış büyümesi* ($\text{LN}(\text{Net Satışlar}_{2006}) - \text{LN}(\text{Net Satışlar}_{2005})$), *sermaye harcamaları/satışlar* ($(\Delta \text{Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller net}_{(2006-2005)} + \Delta \text{Maddi Varlıklar net}_{(2006-2005)} + \Delta \text{Maddi Olmayan Varlıklar net}_{(2006-2005)} + \text{Amortisman ve İtfa Payları}_{2006}) / \text{Net Satışlar}_{2006}$), *firma büyüklüğü* ($\text{LN}(\text{Varlıkların Defter Değeri}_{2006})$), ve *firmanın yaşı* ($2006 - \text{Firmanın Kuruluş Yılı}$) kontrol değişkenleri olarak analize sokulmuştur. Sütunların ilk değerleri katsayı büyüklüklerini ve anlamlılık düzeylerini, parantez içindeki değerler ise standart hatalarını ifade etmektedir.

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	SPESİFİKASYON 1		SPESİFİKASYON 2		SPESİFİKASYON 3	
(Sabit)	2,364 ^b	(1,076)	2,851 ^a	(1,056)	2,372 ^b	(1,078)
NAKİT AKIM HAKKI	0,637 ^c	(0,354)	---	---	0,714 ^c	(0,384)
KONTROL-NAKİT AKIM HAKKI	---	---	-0,127	(0,646)	0,363	(0,693)
SERMAYE HARCAMALARI/SATIŞLAR	1,817 ^b	(0,804)	1,737 ^b	(0,811)	1,834 ^b	(0,806)
SATIŞ BÜYÜMESİ	-0,586	(0,366)	-0,593	(0,370)	-0,576	(0,367)
FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ	-0,097 ^c	(0,057)	-0,109 ^c	(0,058)	-0,102 ^c	(0,058)
YAŞI	0,007	(0,007)	0,009	(0,007)	0,008	(0,007)
R ²	0,083		0,063		0,085	
Std. Hata	0,934		0,944		0,936	
F Değeri	2,654 ^b		1,971 ^c		2,247 ^b	
Durbin-Watson	2,164		2,102		2,163	
Gözlem Sayısı	153		153		153	

^a Yüzde 1 seviyesinde anlamlı; ^b Yüzde 5 seviyesinde anlamlı; ^c yüzde 10 seviyesinde anlamlı.

Bilindiği gibi büyük hissedarın firma değeri üzerinde biri pozitif biri de negatif yönlü olarak iki türlü etkisinin olacağı beklenmektedir. Öncesinde şekil 10'da da gösterildiği üzere %30 - %70 aralığında firma değerini olumsuz etkileyen bir korunma etkisinin baskın gelmesinden bahsetmek mümkündür. Fakat Tablo 9'dan hatırlanacağı üzere Türkiye'de firmaların % 88'inde % 40 ve üzeri kontrol hakkına

sahip hissedarlar vardır ve bu hissedarların tuttuğu ortalama nakit akım hakkı 0,5388 gibi oldukça yüksek bir rakamdır. 45 firmada ise hâkim ortağın yanında % 10 ve üzeri kontrol hakkına sahip diğer blok hissedar vardır. Özellikle yabancılarla yapılan ortaklıklarda “ortak kontrol”den söz etmek mümkündür. Bu durumlar dikkate alındığında kontrol edenlerin ortalama nakit akım haklarını bir miktar daha yukarı çekmek mümkündür. Bunun olası etkisi aynı zamanda Türk kurumsal yönetim sisteminin de temel özelliğini yansıtmakta, şirketlerin karşı karşıya olduğu kurumsal yönetim problemlerinin nasıl çözümlendiğinin sahiplik yapısı açısından yanıtlarını vermektedir. Genel olarak sivil hukuk sistemlerinde (Kıta Avrupası), Anglo-Sakson (common law) hukuk sistemlerine nazaran yatırımcı korumasının daha zayıf olduğu ve dolayısıyla hâkim ortakların kontrolü kaybetmek istemedikleri, bu durumun dışsal finans maliyetlerini de olumsuz etkilemesi nedeniyle grup şirketleri şeklinde yapılanmalarla finansmanın daha çok grup içi kaynaklardan sağlanmaya çalışıldığı bilinmektedir. Tartışmaların yoğunluğu, ülkelerin kurumsal (institutional) yapılarının farklılıklarının bir neticesi olarak farklı yönlerde gelişen bu kurumsal yönetim sistemlerinin birbirlerinden üstünlük veya zayıflıklarından öte, her iki sistemin de daha iyiye dönük gelişme potansiyellerinin olmasından kaynaklanmaktadır. Süreç de daha çok, sivil hukuk sistemlerinde giderek yatırımcı korumasının gelişmesi, Anglo Sakson ülkelerinde ise bir miktar sahiplik yoğunlaşması ile sistemlerin birbirlerine yakınsaması şeklinde ilerlemektedir.

Elde edilen bulgulardan Türk sanayi şirketlerinde yoğunlaşmış sahipliğin egemen olduğunu, hâkim ortakların kontrolü elden bırakmak istemediklerini, yani yüksek bir kontrol priminin (kontrolün özel yararları) olduğunu ve bu durumun yatırımcı korumasının henüz istenen seviyelere gelmemiş olmasından kaynaklanabileceğini söyleyebiliriz. Sonuç olarak yatırımcılar iyi kurumsal yönetim eksikliğinden kaynaklanan riski iskonto olarak firma değerine yansıtmaktadırlar. Regresyon sonuçları yatırımcıların, hâkim ortağın şirketteki nakit akım hakkını dikkate aldıklarını, daha yüksek nakit akım haklarında daha düşük olanlara göre teşvik etkisinin (incentives) korunma etkisinden (entrenchment) daha büyük olacağını beklediklerini göstermektedir. Bir başka ifadeyle yatırımcıların yüksek nakit akım haklarında kontrolün paylaşılan yararlarının özel yararlarından daha yüksek olacağı beklentisi taşıdıklarını ve bunu değere yansıttıklarını göstermektedir.

Claessens vd. (2002) en büyük hissedarın kontrol ve nakit akım hakkı arasındaki farkı iki farklı kukla değişken şeklinde analize dâhil etmişlerdir. Birincisini sadece fark olup olmadığına, ikincisini ise % 15'ten (ortanca) büyük fark olup olmadığına göre belirlemişlerdir. İlki istatistikî olarak anlamlı çıkmamakla beraber ikincisi anlamlı çıkmış ve yazarlar kontrol ve nakit akım arasındaki büyük farkların değer düşüklüğüne yol açtığı sonucuna varmışlardır. Çalışmamızda kontrol hakkı ile nakit akım hakkı arasındaki farkların gerek nümerik (Tablo 12 – Spesifikasyon 2) gerekse de Claessens vd.(2002)'ne paralel şekilde kukla değişken olarak (ayrıca raporlanmadı) firma değeriyle anlamlı bir ilişkisi tespit edilememiştir.

Kontrol ile nakit akım hakkının ayrılmasında kullanılan piramit, farklı oy ve çapraz sahiplik yöntemlerinin yarattıkları ortalama farklar birbirinden farklıdır. Yukarıda her ne kadar kontrol ile nakit akım hakkı farkının firma değeri ile anlamlı bir ilişkisi tespit edilememiş olmasına karşın bu yöntemlerin ayrı olarak etkilerinin incelenmesi gereklidir. Örneğin Bebchuk (1999) ve Wolfenzon (1999) piramit yapıların değer düşüklüğü ile ilişkili olduklarını ileri sürmektedirler. Çapraz sahipliğin de bir gruba bağlı firmalar arasında piyasada fiyatlanmayan finansal transferler yapılmasına olanak sağlaması nedeniyle değer düşüklüğü ile ilişkili olabileceği ileri sürülebilir. Benzer şekilde kontrol ile nakit akım hakkını ayıran farklı oy yöntemi de değer düşüklüğü ile ilişki olabilir. Nenova (2003) zayıf kurumsal yönetimin olduğu ortamlarda bir değer transferi mekanizması olarak iki sınıflı hisselerin rolüne vurgu yapmaktadır. Tablo 13 bu yöntemlerin firma değeri ilişkilerini açıklamak üzere yapılan üç farklı spesifikasyonu göstermektedir. Çapraz sahiplik çok az sayıda firmada olduğu için araştırmaya dâhil edilmemiştir.

Tablo 13: Kontrol Biçimleri (Piramit ve Farklı Oy) ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Analizde doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. Veriler 2006 yılı sonuna ait verilerdir. Firma değerini temsilen bağımlı değişken *Tobin's Q* olarak ifade edilen Varlıkların Piyasa Değeri/Varlıkların Defter Değeri'dir. Varlıkların Piyasa Değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borçların defter değeri toplamıdır. Varlıkların defter değeri ise aktiflerin bilanço değerleridir. *Piramit* bir kukla değişkendir; şayet nihai kontrol eden ile firma arasında başka bir halka açık şirket varsa değeri 1 yoksa sıfırdır. *Farklı Oy* bir kukla değişkendir; şayet firmanın çıkarılmış hisse senetleri arasında oy imtiyazı taşıyan paylar varsa değeri 1, yoksa sıfırdır. Temel bağımsız değişken en büyük hissedarın bir firmada nihai olarak sahip olduğu *nakit akım hakkıdır. Satış büyümesi* ($\ln(\text{Net Satışlar}_{2006}) - \ln(\text{Net Satışlar}_{2005})$), *sermaye harcamaları/satışlar* ($(\Delta \text{Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller net}_{(2006-2005)} + \Delta \text{Maddi Varlıklar net}_{(2006-2005)} + \Delta \text{Maddi Olmayan Varlıklar net}_{(2006-2005)} + \text{Amortisman ve İtfa Payları}_{2006}) / \text{Net Satışlar}_{2006}$), *firma büyüklüğü* ($\ln(\text{Varlıkların Defter Değeri}_{2006})$) ve *firmanın yaşı* (2006-Firmanın Kuruluş Yılı) kontrol değişkenleri olarak analize sokulmuştur. Sütunların ilk değerleri katsayı büyüklüklerini ve anlamlılık düzeylerini, parantez içindeki değerler ise standart hatalarını ifade etmektedir.

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	SPESİFİKASYON 1		SPESİFİKASYON 2		SPESİFİKASYON 3	
(Sabit)	2,801 ^a	(1,048)	2,470 ^b	(1,077)	2,835 ^a	(1,052)
NAKİT AKIM HAKKI	0,865 ^a	(0,349)	0,673 ^b	(0,354)	0,873 ^a	(0,350)
PİRAMİT	0,520 ^a	(0,156)	---	---	0,500 ^a	(0,160)
FARKLI OY	---	---	-0,277	(0,222)	-0,134	(0,220)
SERMAYE HARCAMALARI/SATIŞLAR	1,734 ^b	(0,778)	1,746 ^b	(0,804)	1,703 ^b	(0,781)
SATIŞ BÜYÜMESİ	-0,479	(0,355)	-0,563	(0,366)	-0,472	(0,356)
FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ	-0,139 ^a	(0,057)	-0,101 ^b	(0,057)	-0,139 ^a	(0,057)
YAŞI	0,007	(0,006)	0,007	(0,007)	0,007	(0,006)
R2	0,113		0,092		0,109	
Std. Hata	0,903		0,932		0,905	
F Değeri	4,221 ^a		2,480 ^b		3,655 ^a	
Durbin-Watson	2,211		2,193		2,225	
Gözlem Sayısı	153		153		153	

^a Yüzde 1 seviyesinde anlamlı; ^b Yüzde 5 seviyesinde anlamlı; ^c yüzde 10 seviyesinde anlamlı.

Tablo 13'ün birinci spesifikasyonunda piramit yönteminin firma değeri ile ilişkisi test edilmektedir. Piramit ilgili firmanın dikey bir sahiplik yapısıyla kontrol edilip edilmediğiyle ilgilidir. Sonuçlar kısmen firmanın bir gruba dâhil olup olmamasıyla da ilgilidir. Bununla birlikte gruba dâhil olan her firmayı da temsil etmemektedir. Şöyle ki, kontrol zinciri içerisinde bir firmanın ilk sahipleri bir halka

açık firma ise bu firma piramit olarak tanımlanmıştır. Örneklemeye dâhil 153 firmanın 59'u piramit sahiplik yapısıyla kontrol edilmektedir. Türkiye’de kontrol zincirinin en üst noktasında genellikle bir holding firma mevcuttur. Bu holding şirket şayet halka açıksa ki, Türkiye’de büyük grupların holding şirketlerinin çoğu halka açıktır, bu holding aracılığıyla kontrol edilen tüm şirketler de piramit tanımına girmektedir. Regresyon sonuçlarından öyle anlaşılmaktadır ki, yatırımcılar başka bir halka açık şirket tarafından kontrol edilen şirketleri diğerlerine göre daha yüksek değerlemektedir. Esasında burada beklenti bu ilişkinin negatif çıkması yönündedir. Zira piramit tanımına giren şirketler kontrol zincirinin altında yer alan şirketlerdir. Tanımlamada piramit adının kullanılmasının da temel sebebi budur. Bu şirketler bu yapının ne kadar altında ise hâkim ortağın kontrol ve nakit akım hakkı arasındaki farkın da o kadar büyük olacağı ve bu durumun küçük yatırımcıyla hâkim ortağın çıkar çatışmasını o kadar artıracığı beklenmektedir. Fakat çıkan sonuçlar tam tersini işaret etmektedir.

Piramit değişkeninin firma değeriyle pozitif ilişkili çıkması yukarıda açıklanan kontrol-nakit akım hakkı farkının beklentiden farklı olarak anlamlı çıkmamış olmasıyla da tutarlıdır. Öyle anlaşıyor ki, yatırımcılar oluşan bu farkların hâkim ortağın çıkarlarını kendi çıkarlarının aleyhine bozacağını beklememektedirler. Bunun temel sebebi, kontrol-nakit akım farkının hâkim ortağın nakit akım hakkına oranla önemsiz olduğunu düşünmeleri olabilir. Gerçekten de Türkiye’de kontrolü pekiştiren araçların kullanımı bir azınlık kontrolüne olanak sağlayacak şekilde aşırı kullanılmamakta, hâkim ortak şirkette önemli tutarda nakit akım hakkını korumaktadır¹⁵.

Piramit değişkeninin firma değeriyle pozitif ilişkili olması, kontrol eden firmanın da halka açık olmasından dolayı daha şeffaf, bağımsız denetim zorunluluğundan dolayı kamuya açıklanan bilgilerin daha doğru ve dolayısıyla küçük yatırımcıların aleyhine işlemler olması ihtimalinin daha düşük olmasından kaynaklanıyor olabilir. Ayrıca bu şirketler piramit tanımının gereği olarak aynı aile (aynı en büyük hissedar) tarafından kontrol edilen en az iki halka açık şirketin varlığını gerektirmesi nedeniyle aynı zamanda “bir gruba bağlı” şirketler olarak da

¹⁵ Grafiksel sonuçlar bölümünde bu konuyla ilgili açıklamalar rakamlarla birlikte sunulmuştur.

değerlendirilebilir. Bir şirketler grubuyla ilişkili olmasından dolayı bu şirketlerdeki muhtemel itibar kayıplarının maliyetinin de büyük olacağı ve dolayısıyla kontrol edenlerin böyle bir itibar kaybını göze alamayacakları beklenebilir. Bu durum piramit değişkeninin firma değeri ile %1 anlamlılık seviyesindeki pozitif yönlü ilişkisini açıklayan önemli bir başka faktör olabilir. Özellikle aile sahipliğinde kontrol edenlerin gelecek nesilleri düşünerek bu şirketlerden özel yararlar elde etme konusunda kendilerini kısıtlayacakları beklenebilir. İtibara dair kaygıların kontrol edenleri kısıtladığına dair kanıtlar da vardır (Barr vd., 1997; Cullison, 1998).

Claessens vd. (2002) kontrol ve nakit akım hakkında ayırım oluşturmaya yarayan piramit, çapraz sahiplik ve farklı oy hakkıyla (iki sınıflı hisseler) firma değeri arasında negatif bir ilişkiden söz etmekle birlikte üçünün de istatistikî olarak anlamlı olmadığını belirtmektedirler.

Tablo 13 spesifikasyon 2’de piramit yerine bu sefer yine bir kukla değişken olarak farklı oy hakkının, diğer bir ifadeyle iki sınıflı hisselerin olmasının firma değeriyle anlamlı bir ilişkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere katsayısı negatif olmasına karşın anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Farklı oy hakkı ile elde edilen kontrol-nakit akım hakkı farkının daha büyük olmasına karşın (Şekil 5) anlamlı bir ilişkinin olmaması daha önce elde edilen sonuçlarla da uyumludur (bkz. Tablo 12). Spesifikasyon 3’te her iki kukla değişken bir arada analize sokulmuş ve piramit değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde yine firma değeri ile pozitif yönde ilişkili olduğu bulunmuştur. Nakit akım hakkı da her üç spesifikasyonda pozitif yönlü ve istatistiki olarak yüksek anlamlılık seviyesinde firma değeri ile ilişkilidir.

Tablo 14’te diğer blok hissedarların varlığının firma değerine etkisini araştıran regresyonların sonuçları sunulmaktadır. Diğer blok hissedarların varlığının firma değerine etkisi bunların içsel veya dışsal olmaları, devlet veya özel kesim olması veya blok hissedarın bir finans kuruluşu olması gibi farklı açılardan değerlendirilmektedir. Genel olarak diğer blok hissedarın varlığının kontrol eden hissedarı firmadan değer sökmeye konusunda kısıtlayacağı ve dolayısıyla firma değeri ile pozitif ilişkili olacağı beklenmektedir. Burada diğer blok hissedarın varlığı, kontrol eden en büyük hissedarın yanında (çoğu zaman aile) %10 veya daha büyük paya sahip başka bir hissedarın firmanın ilk sahipleri arasında olup olmamasına göre

belirlenmiştir. İkinci bir özellik olarak da bu diğer blok hissedarın yerli veya yabancı olmasına göre ayırım yapılmıştır. Yalnız burada yabancıların blok sahipliği geniş olarak alınmış, “yabancı %10” tanımına en büyük hissedarın yabancıların olduğu 18 firmanın yanında kontrol eden hissedarla eşit kontrol hakkına sahip oldukları 11 firma da bu tanıma sokulmuştur. Yabancıların kontrol eden hissedarın yanında ve fakat kontrol eden hissedardan daha düşük ve %10’dan daha büyük kontrol hakkına sahip olduğu firma sayısı ise 14’tür. Toplam 43 firmanın bu tanıma girdiği “yabancı %10” değişkeni kısmen diğer blok hissedarlığı kısmen de kontrol eden hissedarın kimliğini barındırmaktadır. Sonuçlar bu bağlamda değerlendirildiğinde Tablo 14 spesifikasyon 1’de diğer blok hissedarın varlığının (Toplam 45 firmada, bkz Şekil 9) firma değeri ile % 10 anlamlılık seviyesinde pozitif ilişkili olduğu bulunmuştur. Spesifikasyon 2 ise yabancı %10 değişkeninin firma değeri ile %1 seviyesinde anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Her iki regresyonda da nakit akım değişkeni anlamlı ve pozitif olarak yerini korumaktadır. Diğer %10 tanımına diğer blok sahiplerin yabancıların olduğu 25 firmanın da dâhil olduğu (toplam 45 firma) düşünüldüğünde diğer blok hissedarların varlığının düşük anlamlılık seviyesinde firma değeri ile ilişkili olmasını sağlayan faktörün muhtemelen yabancıların blok sahipliğinin olduğu söylenebilir. Nitekim spesifikasyon 3’te her iki değişken bir arada regrese edildiğinde yabancı % 10 değişkeni yine %1 anlamlılık seviyesinde ilişkisini korurken diğer %10 değişkeni anlamlılığını yitirmektedir. Regresyon sonuçlarına göre yatırımcılar firmaların sahiplik yapısında yabancı kontrolü veya ortaklığı olmasını olumlu değerlendirmektedirler¹⁶. Bunun sebebi, yabancı yatırımcıların merkezlerinin bulunduğu ülke itibarıyla yatırımcı korumasının yüksek olması, büyüklükleri sebebiyle daha detaylı analizler sonucunda yatırıma gelmeleri, yöneticilerinin daha çok performans odaklı olmaları, yeni pazar fırsatları yaratmaları, teknolojik yenilik ve yönetsel iyileştirmeler getirmeleri, yaratacağı finansal avantajlar gibi algılardan kaynaklanabilir. Yabancı kontrolü veya ortaklığının bir

¹⁶ Türkiye’de hisse senedi manipülasyonlarında genellikle yabancılarla bağlantılı yanıltıcı haberlerin kullanılması bulunan sonuçları destekleyici niteliktedir. Bu tür haberlerde “yabancılarla görüşülüyor” veya “yabancılarla anlaşma sağlandı” gibi yanıltıcı haberlerle hisse senedi fiyatları manipüle edilmekte ve küçük yatırımcıların aleyhine işlemler gerçekleştirilmektedir.

olumsuz etkisi transfer fiyatlaması olabilir. Fakat regresyon sonuçları yabancı ortaklığının yatırımcılar tarafından olumlu algılandığını göstermektedir. Bu da firmaya olan muhtemel katkılarının muhtemel maliyetlerinden daha büyük olacağı beklentisini yansıtmaktadır.

Tablo 14: Diğer Blok Hissedarlar ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Analizde doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. Veriler 2006 yılı sonuna ait verilerdir. Firma değerini temsilen bağımlı değişken *Tobin's Q* olarak ifade edilen Varlıkların Piyasa Değeri/Varlıkların Defter Değeri'dir. Varlıkların Piyasa Değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borçların defter değeri toplamıdır. Varlıkların defter değeri ise aktiflerin bilanço değerleridir. *Diğer % 10* bir kukla değişkendir; şayet nihai olarak en büyük hissedarın yanında % 10 ve daha büyük bir paya sahip başka bir hissedar varsa (aynı aileden olmayan) değeri 1, yoksa sıfırdır. *Yabancı % 10* bir kukla değişkendir; şayet firma nihai olarak yabancı kontrolünde ise veya nihai olarak kontrol eden en büyük hissedarın yanında % 10 ve üzerinde yabancı kontrolü varsa değeri 1, yoksa sıfırdır. Temel bağımsız değişken en büyük hissedarın bir firmada nihai olarak sahip olduğu *nakit akım hakkıdır. Satış büyümesi* $(LN(Net\ Satışlar_{2006}) - LN(Net\ Satışlar_{2005}))$, *sermaye harcamaları/satışlar* $((\Delta Yatırım\ Amaçlı\ Gayrimenkuller\ net_{(2006-2005)} + \Delta Maddi\ Varlıklar\ net_{(2006-2005)} + \Delta Maddi\ Olmayan\ Varlıklar\ net_{(2006-2005)} + Amortisman\ ve\ İtfa\ Payları_{2006}) / Net\ Satışlar_{2006})$, *firma büyüklüğü* $(LN(Varlıkların\ Defter\ Değeri_{2006}))$, ve *firmanın yaşı* (2006-Firmanın Kuruluş Yılı) kontrol değişkenleri olarak analize sokulmuştur. Sütunların ilk değerleri katsayı büyüklüklerini ve anlamlılık düzeylerini, parantez içindeki değerler ise standart hatalarını ifade etmektedir.

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	SPESİFİKASYON 1		SPESİFİKASYON 2		SPESİFİKASYON 3	
(Sabit)	2,521 ^b	(1,072)	2,741 ^a	(1,025)	2,718 ^a	(1,029)
NAKİT AKIM HAKKI	0,868 ^b	(0,377)	0,570 ^c	(0,336)	0,491	(0,374)
DİĞER % 10	0,311 ^c	(0,182)	---	---	-0,099	(0,205)
YABANCU %10	---	---	0,673 ^a	(0,162)	0,722 ^a	(0,192)
SERMAYE HARCAMALARI/SATIŞLAR	1,829 ^b	(0,798)	2,027 ^a	(0,764)	2,038 ^a	(0,767)
SATIŞ BÜYÜMESİ	-0,561	(0,364)	-0,542	(0,347)	-0,547	(0,348)
FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ	-0,114 ^b	(0,058)	-0,122 ^b	(0,055)	-0,118 ^c	(0,055)
YAŞI	0,006	(0,007)	0,005	(0,006)	0,005	(0,006)
R ²	0,101		0,180		0,181	
Std. Hata	0,928		0,886		0,889	
F Değeri	2,729 ^b		5,324 ^a		4,573 ^a	
Durbin-Watson	2,170		2,238		2,244	
Gözlem Sayısı	153		153		153	

^a Yüzde 1 seviyesinde anlamlı; ^b Yüzde 5 seviyesinde anlamlı; ^c yüzde 10 seviyesinde anlamlı.

Son olarak firma değeri ile anlamlı ilişkisi tespit edilen kukla değişkenler çalışmanın temel regresyon denkleminde ilave edilerek bir arada regrese edilmiştir. Tablo 15 bu spesifikasyonun sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 15: Firmaların Sahiplik Yapısı Değişkenleri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Analizde doğrusal regresyon modeli kullanılmıştır. Veriler 2006 yılı sonuna ait verilerdir. Firma değerini temsilen bağımlı değişken *Tobin's Q* olarak ifade edilen Varlıkların Piyasa Değeri/Varlıkların Defter Değeri'dir. Varlıkların Piyasa Değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borçların defter değeri toplamıdır. Varlıkların defter değeri ise aktiflerin bilanço değerleridir. Temel bağımsız değişkenler, en büyük hissedarın bir firmada nihai olarak sahip olduğu *nakit akım hakkı*, *Piramit* (kukla değişken; şayet nihai kontrol eden ile firma arasında başka bir halka açık şirket varsa değeri 1, yoksa sıfırdır) ve *Yabancı % 10'dur* (kukla değişken; şayet firma nihai olarak yabancı kontrolünde ise veya nihai olarak kontrol eden en büyük hissedarın yanında % 10 ve üzerinde yabancı kontrolü varsa değeri 1, yoksa sıfırdır). *Satış büyümesi* ($\ln(\text{Net Satışlar}_{2006}) - \ln(\text{Net Satışlar}_{2005})$), *sermaye harcamaları/satışlar* ($(\Delta \text{Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller}_{2006-2005} + \Delta \text{Maddi Varlıklar}_{2006-2005} + \Delta \text{Maddi Olmayan Varlıklar}_{2006-2005} + \text{Amortisman ve İtfa Payları}_{2006}) / \text{Net Satışlar}_{2006}$), *firma büyüklüğü* ($\ln(\text{Varlıkların Defter Değeri}_{2006})$), ve *firmanın yaşı* (2006-Firmanın Kuruluş Yılı) kontrol değişkenleri olarak analize sokulmuştur. Sütunların ilk değerleri katsayı büyüklüklerini ve anlamlılık düzeylerini, parantez içindeki değerler ise standart hatalarını ifade etmektedir.

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN		
(Sabit)	2,950 ^a	(1,019)
NAKİT AKIM HAKKI	0,729 ^b	(0,341)
YABANCI %10	0,545 ^a	(0,172)
PİRAMİT	0,334 ^b	(0,162)
SERMAYE HARCAMALARI/SATIŞLAR	1,934 ^a	(0,757)
SATIŞ BÜYÜMESİ	-0,482	(0,345)
FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ	-0,144 ^a	(0,055)
YAŞI	0,005	(0,006)
R ²	0,203	
Std. Hata	0,877	
F Değeri	5,270 ^a	
Durbin-Watson	2,258	
Gözlem Sayısı	153	

^a Yüzde 1 seviyesinde anlamlı; ^b Yüzde 5 seviyesinde anlamlı; ^c yüzde 10 seviyesinde anlamlı.

Tablodan da görüldüğü üzere yabancı %10 ve sermaye harcamalarının satışlara oranı %1 anlamlılık seviyesinde firma değeriyle pozitif yönlü ilişkilidir. Aynı anlamlılık düzeyinde firma büyüklüğünün katsayısı ise negatif ilişkiyi yansıtmaktadır. Satış büyümesi ve firma yaşının yukarıdaki sonuçlara paralel olarak firma değeri ile anlamlı bir ilişkisi yoktur. Çalışmamızın amacı açısından en önemli bulgu ise en büyük hissedarın nihai nakit akım hakkının kontrol edenlerin azınlık hissedarlarla çıkarlarının uyuşmasında etkili bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunun ortaya çıkmasıdır. Buna göre en büyük hissedarın tuttuğu yüksek nakit akım hakları daha yüksek firma değerleriyle ilişkilidir. Bir başka ifadeyle en büyük hissedarın nakit akım hakkı arttıkça firmayı iyi yönetme konusunda teşvikleri artmaktadır. Bu olumlu teşvik etkisinin değere katkısı yönetsel korunma (entrenchment) maliyetlerinin üzerinde gerçekleşmektedir.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Bu çalışma Türkiye'nin halka açık sanayi firmalarında en büyük ortağın tutmuş olduğu kontrol ve nakit akım haklarıyla firma değeri arasındaki ilişkileri açıklamaktadır. Çalışma en büyük hissedarın tuttuğu nakit akım hakkı arttıkça firma değerinin arttığını göstermektedir. Bu sonuç, artan nakit akım hakkının pozitif teşvik etkisiyle ilgili geniş bir literatürle uyumludur. Bununla beraber artan kontrol hakkının negatif korunma etkisiyle ilgili olarak istatistikî bir kanıt elde edilememiştir. Ayrıca büyük hissedarın kontrol ve nakit akım hakkını ayırması durumunda oluşması beklenen daha yüksek temsil maliyetleri de Türkiye'de tespit edilememiştir.

Anglo-Sakson ülkeleri dışındaki ülkelerde genel olarak yoğunlaşmış sahiplik yapısının olduğu bilinmektedir. Bu özellik Türk şirketleri için de geçerlidir. En büyük hissedarın nihai olarak elinde tuttuğu ortalama kontrol ve nakit akım hakları sırasıyla %57,60 ve %49,68 olarak bulunmuştur. Bu ortalamalar Doğu Asya ülkelerinin üzerindedir.

Yoğunlaşmış sahiplik tek başına olumlu veya olumsuz anlamda değerlendirmeye müsait değildir. Temsil maliyetleri sahiplik ve kontrolün ayrılmış olduğu modern şirkette kaçınılması mümkün olmayan maliyetlerdir. Bu maliyetler şirketlerin sahiplik yapılarına göre ya yönetici-küçük hissedar ya da hâkim ortak-küçük hissedar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanmaktadır. Bu ayrıma son yıllarda üzerinde çalışılan, birden çok blok hissedarların varlığı durumundaki çıkar çatışmalarını da ilave etmek mümkündür. Kurumsal yönetimin amacı bu maliyetleri azaltmaktır. Farklı ülkelerde şirket sahiplik yapılarındaki farklılıklardan dolayı çıkar çatışmalarını azaltmaya yönelik farklı kurumsal yönetim mekanizmaları ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda yoğunlaşmış sahiplik, çok sayıda küçük hissedarın olduğu yaygın sahiplik yapılarında karşılaşılan yönetici ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını ortadan kaldıran önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Fakat bir taraftan belli sorunlara çözüm getirirken diğer taraftan ikinci tip temsil maliyetlerini (hâkim ortak-küçük hissedar arasındaki) beraberinde getirmektedir.

Çözüm her iki açıdan temsil maliyetlerinin toplamını minimum kılacak kurumsal yönetim mekanizmalarının geliştirilmesiyle mümkündür.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu sivil hukuk (civil-law) sistemlerinde yatırımcı korumasının (investor protection), kamu hukuku (common-law) sistemlerine nazaran daha düşük olduğu bilinen bir gerçektir. Zayıf bir hukuk çerçevesi (contracting environment) ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi şirketlerin sahiplik ve kontrol yapılarının oluşumunda belirleyici olmaktadır. Yatırımcı korumasının zayıf olduğu sivil hukuk sistemlerinde şirketlerin sahipleri kontrolü elden bırakmak istememekte ve dolayısıyla bu sistemlerde yoğunlaşmış sahiplik egemen olmaktadır. Yatırımcı korumasının zayıflığı kontrolün özel yararlarının da yüksek olmasına neden olmakta ve bu durum azınlık kontrolüne olanak sağlayan yapıların (piramit, çapraz, iki sınıflı hisseler) yaygınlaşmasını doğurmaktadır. Bu yapıların herhangi bir ülkenin mevcut koşullarına verilebilecek rasyonel tepkilerin bir sonucu olduğu ileri sürülebilir. Fakat iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip kabul edilen ülkelerde bile gelişme sağlanabilecek alanların varlığı kabul edilirken Türkiye gibi görece daha zayıf olan bir ülkede kurumsal yönetimin geliştirilmesi için bu çözüm yollarının ayrıntılı bir şekilde incelenmesi gerekmektedir.

Türkiye'de 153 sanayi firması içinde yaygın tanımına girebilecek şirket sayısı sadece bir tanedir. Bu bulgu önemlidir. Zira yaygın sahiplik yapılarının oluşmamış olması halen Türkiye'de yasal/düzenleyici sistemin yatırımcı korumasında zayıf kaldığının bir işaretidir. Kontrolün özel yararları kavramı da aynı şeyi açıklamaktadır: Yatırımcı korumasının zayıf olduğu ülkelerde kontrolün özel yararları da büyüktür ve dolayısıyla mevcut büyük ortaklar kontrolü kaybetmek istememektedirler.

Çalışmada incelenen firmalardan sadece birinin “yaygın” tanımına girmesi, diğer bir ifadeyle şirketlerin neredeyse tümünün “kontrollü” yapıda olması, “yaygın” ve “kontrollü” yapılar arasında bir karşılaştırma yapma imkânını ortadan kaldırmıştır. Dolayısıyla inceleme, sahipliğin yoğunlaşmış olduğu “kontrollü” firmalarda hangi faktörlerin değer üzerinde etkili olduğunu belirlemeye yönelik gerçekleşmiştir. Sonuçlar hâkim ortağın firmadaki nakit akım hakkıyla değer arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu, firma performansı ile hâkim

ortağın çıkarlarının örtüşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu ilişki kontrol haklarından bağımsız bir ilişkidir. Çünkü sonuçlar hâkim ortağın kontrol hakkından bağımsız olarak nakit akım hakkına önem verdiklerini göstermektedir. Bunun sebebi ortalamada kontrol ve nakit akım hakkı farkının küçük olmasından (% 7,92) kaynaklanabilir. Bu sonuca bakarak hâkim ortağın firmadaki nakit akım hakkını düşürmemesi önerilebilir. Burada hâkim ortak iki seçenekle karşı karşıyadır. Ya nakit akım hakkını yüksek tutarak kontrolün ortak yararlarını ve oluşan değer artışını küçük yatırımcılarla paylaşacak; ya da kontrolü kaybetmeden nakit akım hakkını düşük tutarak oluşan değer kayıplarını kontrolün özel yararlarıyla telafi etmeye çalışacaktır. İkinci seçeneğin yasal olmayan yöntemleri de kapsamı nedeniyle birinci seçeneğin daha makul bir öneri olacağı görünmektedir. Her iki seçenek de bireysel açıdan rasyonel seçimler olarak değerlendirilebilir. Buna karşın toplumsal açıdan aynı şeyleri söylemek mümkün değildir. Çünkü her iki durumda da görece artan sermaye maliyetleri söz konusudur. Birinci durumda kontrol eden hissedarın çeşitlendirme yapamamasından kaynaklanan risklerden, ikinci durumda da kontrolün özel yararlarından kaynaklanan risklerden ötürü sermaye maliyetleri artmaktadır. Çalışmanın da ortaya koyduğu üzere kontrol eden hissedar dışsal kaynağa daha fazla başvurması durumunda bir değer düşüklüğü ile karşılaşmaktadır. Bunun nihai anlamı iktisadi olarak kaynakların etkin kullanımından uzaklaşmadır.

Bu noktada düzenleme ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bireysel çıkarların toplumsal çıkarlarla örtüşmediği durumlarda düzenleme yapmak suretiyle oyunun adil kuralları belirlenmekte, taraflar daha düşük maliyetlerle ortak çıkarlar etrafında buluşturulmaktadır. Düzenlemelerin sadece varlığı değil zorlama gücü veya diğer bir değişle etkinliği de önemlidir.

Düzenlemenin konumuzla bağlantılı yönü yatırımcı korumasının (investor protection) etkinliğidir. Yatırımcı korumasının zayıf olması durumunda sahiplik yoğunlaşması zorunlu olarak ortaya çıkmaktadır. Ve bu durumun piyasanın görünmez eli olan fiyat mekanizması yoluyla optimal çözümünün pek mümkün olmadığı yukarıda bahsettiğimiz hâkim ortağın muhtemel seçeneklerinden anlaşılmaktadır. Tekrar vurgulamak gerekirse bunun anlamı daha zayıf sermaye piyasaları, daha yüksek sermaye maliyetleri, iktisadi kaynakların etkin kullanımından

uzaklaşma, kabul edilebilir projelerin reddi, daha düşük büyüme ve dolayısıyla refah kaybı ve en nihayetinde ülkeler arası kalkınma yarışında geri kalmışlıktır.

Yukarıda bahsedilen sorunların tek doğru çözümü yoktur. Bu nedenle çok keskin önerilerde bulunmak mümkün değildir. Çünkü Anglo-Sakson ekonomilerdeki şirket sahiplik yapılarının da kendine özgü sorunları ve çözüm mekanizmaları vardır. Bu noktada başlangıç noktası olarak Türkiye için önerilebilecek en temel konulardan birisi yatırımcı korumasını iyileştirmek ve daha etkin hale getirmek olabilir. Buna ilave olarak uluslar arası düzeyde genel kabul görmüş kurumsal yönetim prensiplerinin uygulamaya sokulmasına yönelik çalışmaların önemini vurgulamak gerekir. Her ne kadar çalışmamızda kontrol ile nakit akım hakkı arasındaki farkın Türkiye’de yatırımcılar tarafından dikkate alınmadığı çıkmış olsa da uluslar arası kanıtlar bunların değer düşüklüğü ile ilişkisini ortaya koymaktadırlar.

Kontrol ile nakit akım hakkını ayırmaya yarayan araçların kullanımı teorik olarak bir firmada azınlık kontrolüne olanak sağlayabilmektedir. Çalışmamızda bu araçların azınlık kontrolüne (nakit akım hakkı olarak) olanak sağlayacak şekilde aşırı kullanılmadığı görülmüş olmakla birlikte böyle bir imkân her zaman vardır. Genel olarak bu araçlar kurumsal yönetim ilkeleriyle de uyusmamaktadır. Dolayısıyla kontrol ve nakit akım hakkının farklılaştığı firmalarda kontrol edenlerin sahip oldukları kontrol gücünün küçük yatırımcıların aleyhine kullanımını önleyecek şekilde denetleyici kurumlar tarafından daha yakından izlenmesi gerektiği söylenebilir. Türkiye’de bu araçların yanında kontrolü kaybetmemek amacıyla sıkça başvurulmuş bir başka yöntem, ana sözleşmede belli grup hisselere yönetim kurulu seçiminde imtiyazlar verilmesidir. Bir taraftan yatırımcıların daha iyi korunmasını sağlayacak tedbirler geliştirilirken diğer yandan iyi kurumsal yönetimle uyusmayan bu ve buna benzer imtiyazların kaldırılması amacıyla caydırıcı çözümler geliştirmek önemlidir. Sadece bu tür düzenlemelerle bile çalışmanın tanımından farklılık arz etse de bir tür azınlık kontrolü elde etmek mümkündür ve örnekleri de vardır.

Yüksek sahiplik yoğunlaşmasının pek fark edilmeyen bir maliyeti de yukarıda çözüm önerisi olarak sunulan kurumsal yönetim düzenlemeleri üzerindeki muhtemel etkileri olabilir. Birçok gelişmekte olan ülkede kurumsal yönetim sisteminin ağırlıklı olarak kontrol eden sahipler lehine eğilim taşıdığını ileri sürenler mevcuttur. Bu da mevcut sosyal maliyetlerin sürmesine neden olmaktadır.

Bu noktada son olarak hatırlatılması gereken bir husus, Basel II çerçevesinde yüksek derecelendirme notuna sahip şirketlerin diğerlerine göre daha avantajlı konuma geçecek olmalarından dolayı şirketlerin iyi kurumsal yönetim uygulamalarını bir an evvel hayata geçirmeleri gerekmektedir. Konumuz bağlamında özellikle şirketlerde farklı oy hakkına sahip hisselerin bulunması, esas sözleşmede belirli grup hisselerine yönetim kurulunu ve/veya denetim kurulunu belirleme veya onama, hisse devrinde kısıtlamalar getirme gibi düzenlemelerin bulunması veya altın hisse, kurucu hisse gibi hisse senetlerinin varlığı firma derecelerini olumsuz etkileyen faktörlerdir.

KAYNAKÇA

- Ahn, S., and D. Denis: "Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs," Working Paper, Purdue University, 2002.
- Ali, Ashiq, Tai-Yuan Chen, and Suresh Radhakrishnan: "Corporate disclosures by family firms," **Journal of Accounting and Economics**, 44 (2007), pp. 238-286.
- Amsden, A. H.: **The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies**, Oxford, Oxford University Press, 2001.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, and James Wuh Lin: "Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Finance**, 55 (2000), pp. 81-106
- Anderson, R. And D. Reeb: "Founding-family ownership and firm Performance: Evidence from the S&P 500," **Journal of Finance**, (2003), pp. 1301-1328.
- Anderson, R. And D. Reeb: "Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms," **Administrative Sciences Quarterly**, 49 (2004), pp. 209-237.
- Bae, K., J. Kang and J. Kim: "Tunneling or Value Added: Evidence from Mergers By Korean Business Groups," **Journal of Finance**, 57 (2002), pp. 2695-2740.

- Baek, J., J. Kang, and I. Lee: "Business Groups And Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings By Korean Chaebols," **Journal of Finance**, 61 (2006), pp. 2415-2449.
- Barca, F.: "On corporate governance in Italy: issues facts and agenda", Manuscript, Rome, 1995, Bank of Italy.
- Barca, Fabrizio and Marco Becht: "The Control of Corporate Europe," **The Control of Corporate Europe**, Oxford, Oxford University Press, 2001.
- Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness: "Private Benefits from Control of Public Corporations," **Journal of Financial Economics**, 25 (1989), pp. 371-195.
- Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness: "Negotiated Block Trades and Corporate Control." **Journal of Finance**, 25 (1991), pp. 861-78.
- Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness: "The Law and Large-Block Trades," **Journal of Law and Economics**, 35 (1992), pp. 265-94.
- Barr, G., Gerson, J. And Brian Kantor: "Shareholders as agents and principals: The case of South Africa's corporate governance system, in a comparison of the U.S., Japan, and Europe." Ed. by. Donald H. Chew. New York: Oxford University Press, 1997.
- Baumol, William: **Business Behavior, Value and Growth**, Macmillan,

New York, 1959.

Bebchuk, L.A. and
M.J.Roe:

“A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, **Stanford Law Review**, 52 (1999), pp. 127-170.

Bebchuk, L.,
Kraakman, R. And G.
Triantis:

Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. Discussion Paper #249, Harvard Law School, 1999.
Concentrated Corporate Ownership, Ed.by R.Morck, 2000, pp.445-460.

Becht, Marco, Patric
Bolton, and Ailsa
Röell:

“Corporate Governance and Control,” European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper No: 02/2002, October 2002, (Çevrimiçi) www.ecgi.org. 5 Ekim 2004.

Bennedsen, M., and
D. Wolfenzon:

“The balance of power in 132losely held corporations,” *Journal of Financial Economics* 58 (2000), pp. 113-139.

Berglof, Eric, and
Enrico Perotti:

“The governance structure of the Japanese financial keiretsu,” **Journal of Financial Economics**, 36 (1994), pp. 259-284.

Berle, A.A. Jr. And
G.C. Means:

The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York, 1932.

Bertrand, M., P.
Mehta and S.

“Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups,” **Quarterly Journal of Economics**,

- Mullainathan: 117 (2002), pp. 121-148.
- Bianchi, Marcelo,
Magda Bianco, and
Luca Enriques: “Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy”, Working Paper, (1997), European Governance Project.
- Bianchi, M. and P.
Casavola: “Piercing the corporate veil: truth and appearance in Italian listed pyramidal groups”, Working paper no. 6. Fondazione Eni Enrico Mattei, (1996), Venice.
- Black, B.S.: “Shareholder Passivity Reexamined,” *Michigan Law Review*, 89, (1990), pp.520-608.
- Blass, A., Y. Yafeh,
and O. Yosha: “Corporate Governance In An Emerging Market: The Case of Israel,” **Journal of Applied Corporate Finance**, 10 (1998), pp. 79-89.
- Bradley, M., C.A.
Schipani,
A.Sundaram, and
J.P.Walsh: “The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads”, **Law and Contemporary Problems**, 62 (1999), pp. 9-86.
- Brigham, Eugene F.,
and Louis C.
Gapenski: **Intermediate Financial Management**, Fifth Edition, Orlando, The Dryden Press, 1996.
- Bris, A. and C.
Cabolis: “Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence from Cross-Border Mergers”, Working Paper, (2002).
- Burkhart, M., “Large Shareholders, Monitoring, and the Value of

- D.Gromb, and F. Panunzi: the Firm,” **Quarterly Journal of Economics**, 112 (1997), pp. 693-728.
- Burkhart, M., D.Gromb, and F. Panunzi: “Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders,” *Journal of Political Economy*, 106 (1998), pp. 172-204.
- Burkhart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer: “Family Firms.” **Journal of Finance**, 58 (2003), pp. 2167-2201.
- Carline, N.F., S.C. Linn, and P.K. Yadav: “The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence.” Working Paper, 2002.
- Chang, S., and D. Mayers: “Who Benefits in a Negotiated Block Trade?” Working Paper, University of California at Riverside, 1995.
- Cheung, Y., P.R. Rau, and Aris Stouraitis: “Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong,” **Journal of Financial Economics**, 82 (2006), pp. 343-386.
- Claessens, Stijn, and Simeon Djankov: “Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic,” **Journal of Comparative Economics**, 27 (1999), pp. 498-513.
- Claessens, Stijn, and Simeon Djankov: “Managers, Incentives, and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic,” Working Paper,

- World Bank, 1998.
- Claessens, Stijn,
Simeon Djankov,
J.P.H. Fan, and Larry
H.P. Lang: “Diversification and Efficiency of Investment by East Asian Corporations,” Working Paper, World Bank, 1998.
- Claessens, Stijn,
Simeon Djankov, and
Larry H.P. Lang: “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” **Journal of Financial Economics**, 58 (2000), pp. 81-112.
- Claessens, Stijn,
Simeon Djankov,
Joseph P.H. Fan, and
Larry H.P. Lang: “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” **Journal of Finance**, 57 (2002), pp. 2741-2771.
- Coase, Ronald: “The Nature of the Firm,” **Economica**, 4, (1937) pp. 386-405.
- Coffee, J.C.: “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, Working Paper, Center for Law and Economic Studies, (2001), Columbia University.
- Craswell, A.T., S.L.
Taylor, and R.A.
Saywell: “Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence,” **Pacific-Basin Finance Journal**, 5 (1997), pp. 301-323.
- Cullison, Alan: Russia market regulator -3: Tomshneft resolution defeated. Dow Jones International News Service, 6 February 1998, pp. 13-54.

- DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo: "Managerial Ownership of Voting Rights," **Journal of Financial Economics**, 14 (1985), pp. 33-69.
- Deeg, Richard: "Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance." Max Planck Institute for Social Science, Discussion Paper 01/6, 2001.
- Demirağ, İstemi and Mehmet Serter: "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", **Corporate Governance**, V.11, 1 (2002), pp. 40-51.
- Demsetz, Harold: "The structure of ownership and the theory of the firm," **Journal of Law and Economics**, 26 (1983), pp. 375-390.
- Demsetz, H. And K. Lehn: "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." **Journal of Political Economy**, 93 (1985), pp. 1155-1177.
- Demsetz, Harold and Belen Villalonga: "Ownership Structure and Corporate Performance," **Journal of Corporate Finance**, 7 (2001), pp. 209-233.
- Denis, Diane K., and John J. McConnell: "International Corporate Governance," European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper No: 05/2003, (Çevrimiçi) www.ecgi.org, 23 Ocak 2003.
- Djankov, Simoen, R. "The law and economisc of self dealing," **Journal of**

La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer:

Financial Economics, 88 (2008), pp. 430-465.

Doidge, C., G.A. Carolyi, and R.M. Stulz:

“Why are Foreign Firms Listed in the US Worth More?”, Working Paper, NBER, (2001).

Durnev, A. And E.H. Kim:

“To Steal or Not to Steal: Firm Characteristics, Legal Environment, and Valuation.” Working Paper, University of Michigan, 2002.

Dyck, I.J. Alexander, and Luigi Zingales:

“Private Benefits of Control: An International Comparison” (December 2001). CRSP Working Paper No. 535; and Harvard PON Working Paper; AFA 2003 Washington, DC Meetings. (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=296107>, 12 Eylül 2004.

Edwards, Jeremy S.S., and Alfons J. Weichenrieder:

“How Weak Is The Weakest-Link Principle? On The Measurement of Firm Owners’ Control Rights.” CESIFO Working Paper No.1255, August 2004.

Eisenberg, Melvin:

The Structure of the Corporation: A Legal Analysis, Little, Brown and Co., Boston, MA., 1976.

Emerging Markets Committee:

“Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets-Interim Report”, IOSCO (The International Organization of Securities Commissions) Yayınları, 1998.

- Emmons, W., and F. Schmid: "Universal banking, control rights, and corporate finance in Germany", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 80 (1998), pp. 19-42.
- European Corporate Governance Network (ECGN): "The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries," Preliminary Report to the European Commission, (European Corporate Governance Network, Brussels). 1997.
- Faccio, Mara, and Larry H.P. Lang: "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," **Journal of Financial Economics**, 65 (2002), pp. 365-396.
- Franks, Julian, and Colin Mayer: "The ownership and control of German corporations," Manuscript, London Business School, 1994.
- Franks, J.R., and C. Mayer: "Ownership and Control of German Corporations," **Review of Financial Studies**, 14 (2001), pp. 943-977.
- Gibson, M.S.: "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 2003.
- Gonenc, Halit., and Niels Hermes: "Tunneling and Propping: Evidence from Rights and Bonus Issues of Turkish Business Group Firms," Working Paper, August 2007.
- Gorton, Gary, and

- F.A. Schmid: Firms,” **Journal of Financial Economics**, 58 (2000), pp. 28-80.
- Gorton, G., and F. A. Schmid: “Universal Banking and the Performance of German Firms”, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5453, (1996).
- Grossman, Sanford, and Oliver Hart: “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation,” **Bell Journal of Economics**, 11 (1980), pp. 42-64.
- Grossman, S., and O. Hart: “One-share-one-vote and the market for corporate control,” **Journal of Financial Economics**, 20 (1988), pp. 175-202.
- Gündüz , Lokman and Ekrem Tatoglu: “Group Affiliation and Corporate Performance: Evidence from an Emerging Economy” . EFMA 2001 Lugano Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=274595> or DOI: 10.2139/ssrn.274595
- Gürsoy, Güner and Kürşat Aydoğan: Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies.” International Global Finance Conference, İstanbul 1998.
- Hansmann, Henry: **The Ownership of Enterprise**, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 1996.
- Hansmann, H. and R. Kraakman: “The End Of History For Corporate Law”, Working Paper, (2000).

- Hart, O.: **Firms, Contracts, and Financial Structure.** Oxford University Press, Oxford, 1995.
- Himmelberg, Charles P., R.Glenn Hubbard, and Darius Palia: “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance,” **Journal of Financial Economics**, 53 (1999), pp. 353-384.
- Holderness, Clifford, and Dennis Sheehan: “The role of majority shareholder in publicly held corporations: An explanatory analysis,” **Journal of Financial Economics**, 20 (1988), pp. 317-346.
- Holderness, Clifford, Randall Kroszner, and Dennis Sheehan: “Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression,” **Journal of Finance**, 54 (1999), pp. 435-467.
- Holderness, Clifford: “A Survey of Block Holders and Corporate Control,” **Economic Policy Review**, V.9, Number 1. April 2003. Pp. 51-64.
- Holmen, Martin, and Peter Hogfledt: “Corporate control and security design in initial public offerings”, Working Draft, (1999), Stockholm School of Economics.
- Holmstrom, B.: “Moral hazard and observability,” **Bell Journal of Economics**, 10 (1979), pp. 4-29.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David
- “The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan.” **Journal of Financial**

- Scharfstein: **Economics**, 27 (1990), pp. 67-88.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein: “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” **Quarterly Journal of Economics**, 106 (1991), pp. 33-60.
- Institute of International Finance, Inc. (IIF): IIF Equity Advisory Group, “Corporate Governance in Turkey-An Investor Perspective” Task Force Report, 2005.
- Jensen, M.: “Agency costs of free cash flow, corporate Finance, and takeovers,” **American Economic Review Papers and Proceedings**, 76 (1986), pp.323-329.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling: “Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure,” **Journal of Financial Economics**, 3 (1976), 305-360. Also **Issues and Readings in Managerial Finance**, Ed. by. Ramon E. Johnson, Fourth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1995, pp. 3-55.
- Joh, S.W.: “Control, Ownership, and Performance: The Case of Korea,” Working Paper (2000).
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and A.Shleifer: “Tunneling.” **American Economic Review**, 90 (2000), pp. 22-27.
- Johnson, W.B., R. Magee, N. Nagarajan, “An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Management

- and H. Newman: Labor Market.” **Journal of Accounting and Economics**, 7 (1985), pp. 151-174.
- Kang, Jun-Koo, and Anil Shivdasani: “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan,” **Journal of Financial Economics**, 38 (1995), pp. 29-58.
- Kantor, B.: “Ownership and Control in South Africa After Black Rule,” **Journal of Applied Corporate Finance**, 10 (1998), pp. 69-78.
- Kaplan, Steven: “Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany,” **Journal of Law, Economics, and Organization**, 10 (1994), pp. 142-159.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and R.W. Vishny: “Legal Determinants of External Finance,” **Journal of Finance**, 52 (1997) pp. 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and R.W. Vishny: “Law and Finance,” **Journal of Political Economy**, 106 (1998), pp. 1113-1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer.: “Corporate Ownership around the World,” **Journal of Finance**, 54 (1999) pp. 471-517.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer.:
 “Investor protection and corporate governance,” **Journal of Financial Economics**, 58 (2000), pp.3-27.
- Lazonick, William, and Mary O’Sullivan:
 “Organization, Finance, and International Competition.” **Industrial and Corporate Change**, 4, no. 1 (1995) pp. 1-49.
- Lease, Ronald C., John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelsen:
 “The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations,” **Journal of Business**, 57 (1984), pp. 443-467.
- Lease, Ronald C., John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelsen:
 “The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations,” **Journal of Financial Economics**, 11 (1983), 439-471.
- Leaven, Luc and Ross Levine:
 “Complex Ownership Structures and Corporate Valuations,” ECGI Working Paper Series in Finance, No: 164/2007, European Corporate Governance Institute, August 2007.
- Lins, K., and H. Servaes:
 “International Evidence on the Value of Corporate Diversification,” **Journal of Finance**, 54 (1999), pp. 2215-2240.
- Lins, K., and H. Servaes:
 “Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?,” **Financial Management**, Summer

(2002).

- Lins, K.V.: “Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets,” **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, (2003).
- Marris, Robin: **The Economic Theory of Managerial Capitalism**, Free Press, Gloncoe, Illinois, 1964.
- McConnell, John J.
And H. Servaes: “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” **Journal of Financial Economics**, 25 (1990), pp. 595-612.
- Mehran, Hamid: “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance,” **Journal of Financial Economics**, 38 (1995), pp. 163-185.
- Miguel, A., J.
Pindado, and C.
Torre: “Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System,” Working Paper, (2001).
- Mikkelson, Wayne
H., and R.S. Rubback: “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process,” **Journal of Financial Economics**, 14 (1985), pp. 523-53.
- Mikkelson, Wayne
H., and H. Regassa: “Premiums Paid in Block Transactions,” **Managerial and Decision Economics**, 12 (1991), 511-517.
- Morais, Richard C.: “Who needs P&G?”, **Forbes**, 23 March 1998, pp. 130-132.

- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny: "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," **Journal of Financial Economics**, 20 (1988), pp. 293-315.
- Morck, Randall, Nakamura, M., and Anil Shivdasani: "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," **Journal of Business**, 73 (2000), pp. 539-567.
- Nenova, Tatiana: "The Value of Corporate Voting Rights and Control Benefits: A Cross-Country Analysis," **Journal of Financial Economics**, 68 (2003), pp. 325-351.
- Orbay, H., and Burcin Yurtoglu: "The impact of corporate governance structures on the corporate investment performance in Turkey," **Corporate Governance**, 14 (2006), pp. 349-363.
- Paslı, Ali: **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, 1.Baskı, İstanbul, Beta Yayın No:1432, 2004.
- Penrose, Edith: **The Theory of the Growth of the Firm**, Basil Blackwell, Oxford, U.K., 1959.
- Perotti, Enrico C., and S. Gelfer: "Red Barons or Robber Barons? Governance and Investment in Russian Financial Industrial Groups," **European Economic Review**, 45 (2001), pp. 1601-1617.
- Prowse, Stephen D.: "The Structure of Corporate Ownership in Japan," **Journal of Finance**, 47 (1992), pp. 1121-1141.

- Rajan, Raghuram G., H. Servaes, and Luigi Zingales: "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment," **Journal of Finance**, 55 (2000), pp. 35-79.
- Reese, W.A. Jr., and M.S. Wishbach: "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 66 (2002), pp. 65-104.
- Roe, Mark J. "The Institutions of Corporate Governance" Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, Discussion Paper No. 488, 2004.
- Rydqvist, Kristian: "Empirical Investigation of the Voting Premium," Working Paper, Northwestern University (1987).
- Saraç, Mehmet: "An Empirical Analysis of Corporate Ownership Structure in Turkish Manufacturing Sector." 6th European Business History Association Annual Congress in Helsinki. August 22nd to 24th 2002.
- Sarkar, J., and S. Sarkar: "Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India," **International Review of Finance**, 1 (2000), pp. 161-194.
- Scharfstein, David S.: "The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates," Working Paper, NBER (1998).
- Seifert, Bruce, Halit

- Gonenc, and Jim Wright: equity ownership by insiders, blockholders and institutions”, **Journal of Multinational Financial Management**, 15 (2005) pp. 171–191.
- Shelton, Joanna R.: “The Importance of Governance in the Modern Economy”, New Corporate Governance for the Global Company International Conference, 1998, Brüksel.
- Shin, H., and Y.S. Park: “Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols,” **Journal of Corporate Finance**, 5 (1999), pp. 169-191.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny: “Large shareholders and corporate control,” **Journal of Political Economy**, 94 (1986), pp. 461-488.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny: “A Survey of Corporate Governance,” **Journal of Finance**, 52 (1997), pp. 737-783.
- Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenzon: “Investor protection and equity markets,” **Journal of Financial Economics**, 66 (2002) pp.3–27.
- Short, Helen, and Kevin Keasey: “Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK,” **Journal of Corporate Finance**, 5 (1999), pp. 79-101.
- Smith, Adam: **An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, 1776.
- Stone, Andrew, K. Hurley, and R.S. “The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private

- Khemani: Sector Performance”, Business Environment Group, Private Sector Development Department, 1998, The Worldbank Group.
- Stulz, R.: “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control,” **Journal of Financial Economics**, 20 (1988), pp. 25-54
- Şehirli, Kübra: “Kurumsal Yönetim” Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü), Sayı: XIV-4/55-3, 1999.
- Valadares, S.M., and Leal, R.P.C.: “Ownership and Control Structure of Brezilian Companies,” Working Paper, (2000).
- Volpin, P.F.: “Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy,” **Journal of Financial Economics**, 64 (2002), pp. 61-90.
- Weidenbaum, Murray: “The Chinese family business enterprice”, California Management Review, 38 (1996), pp. 141-156.
- Williamson, Oliver: **The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm**, Printice Hall, Englewood Cliffs, NJ., 1964.
- Wojcik, D.: “Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings “1997-2001”, Working Paper, (2001).

- Wolfenzon, Daniel: “A theory of pyramidal structures”, Manuscript, (1999) Harvard University.
- Wymeersch, Eddy: “Do We Need a Law on Groups of Companies?,” Paper Presented at the Conference on Company Law and Capital Markets (Siena).
- Xu, X., and Wang, Y.: “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms’ Performance: The Case of Chinese Stock Companies,” Working Paper, World Bank (1997).
- Yurtoglu, B. Burcin: “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Companies” **Empirica**, 27 (2000), pp. 193-222.
- Yurtoglu, B. Burcin: “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey.” **Journal of Corporate Ownership & Control**, 1 (1), (2003), pp. 72-86.
- Zingales, Luigi: “Corporate Governance,” The New Palgrave Dictionary of Economics and The Law, 1998, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=46906>, 10 Ekim 2004.
- Zingales, Luigi: “The Value of Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience,” **Review of Financial Studies**, 7 (1994), pp. 124-148.
- Zingales, Luigi: “What Determines the Value of Corporate Votes?,” **Quarterly Journal of Economics**, 110 (1995), pp. 1075-1110.

EK-1 ŞİRKETLER LİSTESİ

Sıra	Kodu	Firma Adı	XUYUZ	XUELLI	XUOTUZ	XUKRY
1	ADANA	ADANA CIMENTO	0	0	0	0
2	ADEL	ADEL KALEMCILIK	0	0	0	0
3	AEFES	ANADOLU EFES	1	1	0	0
4	AFYON	AFYON CIMENTO	0	0	0	0
5	AKALT	AKAL TEKSTIL	0	0	0	0
6	AKCNS	AKCANS	1	0	0	0
7	AKIPD	AKSU IPLIK	0	0	0	0
8	AKSA	AKSA	1	0	0	0
9	ALCAR	ALARKO CARRIER	0	0	0	0
10	ALKA	ALKIM KAGIT	0	0	0	0
11	ALKIM	ALKIM KIMYA	0	0	0	0
12	ALTIN	ALTINYILDIZ	0	0	0	0
13	ALYAG	ALTINYAG	0	0	0	0
14	ANACM	ANADOLU CAM	0	0	0	0
15	ARCLK	ARCELIK	1	1	1	0
16	ARSAN	ARSAN TEKSTIL	0	0	0	0
17	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0	0	0	0
18	ATEKS	AKIN TEKSTIL	0	0	0	0
19	AYGAZ	AYGAZ	1	1	1	0
20	BAGFS	BAGFAS	1	0	0	0
21	BAKAB	BAK AMBALAJ	0	0	0	0
22	BANVT	BANVIT	1	0	0	0
23	BEKO	BEKO ELEKTRONIK	1	0	0	0
24	BERDN	BERDAN TEKSTIL	0	0	0	0
25	BFREN	BOSCH FREN SISTEMLERI	0	0	0	0
26	BISAS	BISAS TEKSTIL	0	0	0	0
27	BOLUC	BOLU CIMENTO	0	0	0	0
28	BOSSA	BOSSA	1	0	0	0
29	BRISA	BRISA	0	0	0	0
30	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0	0	0	0
31	BSHEV	BSH EV ALETLERI	0	0	0	0
32	BSOKE	BATISOKE CIMENTO	0	0	0	0
33	BTCIM	BATI CIMENTO	0	0	0	0
34	BUCIM	BURSA CIMENTO	0	0	0	0
35	BURCE	BURCELIK	0	0	0	0
36	BURVA	BURCELIK VANA	0	0	0	0
37	CBSBO	CBS BOYA	0	0	0	0
38	CCOLA	COCA COLA İÇECEK	1	0	0	0
39	CELHA	CELIK HALAT	0	0	0	0
40	CEMTS	CEMTAS	0	0	0	0
41	CEYLN	CEYLAN GIYIM	0	0	0	0
42	CIMSA	CIMSA	1	0	0	0

Sıra	Kodu	Firma Adı	XUYUZ	XUELLI	XUOTUZ	XUKRY
43	CMBTN	CIMBETON	0	0	0	0
44	CMENT	CIMENTAS	0	0	0	0
45	CYTAS	CEYTAS MADENCILIK	0	0	0	0
46	DARDL	DARDANEL	0	0	0	0
47	DENCM	DENIZLI CAM	0	0	0	0
48	DENTA	DENTAS AMBALAJ	0	0	0	0
49	DERIM	DERIMOD	0	0	0	0
50	DESA	DESA DERI	0	0	0	0
51	DEVA	DEVA HOLDING	0	0	0	0
52	DGZTE	DOGAN GEZETECILIK	1	0	0	0
53	DITAS	DITAS DOĞAN	0	0	0	0
54	DMSAS	DEMISAS DOKUM	0	0	0	0
55	DOBUR	DOGAN BURDA	0	0	0	0
56	DOKTS	COMPONENTA DOKTAS	0	0	0	0
57	DURDO	DURAN DOGAN BASIM	0	0	0	0
58	DYOBY	DYO BOYA	1	0	0	0
59	ECILC	ECZACIBASI İLAC	1	1	1	0
60	ECYAP	ECZACIBASI YAPI	1	0	0	0
61	EDIP	EDIP IPLIK	0	0	0	0
62	EGEEN	EGE ENDUSTRI	0	0	0	0
63	EGGUB	EGE GUBRE	0	0	0	0
64	EGSER	EGE SERAMIK	1	0	0	0
65	EMKEL	EMEK ELEKTRIK	0	0	0	0
66	EMNIS	EMINIS AMBALAJ	0	0	0	0
67	ERBOS	ERBOSAN	0	0	0	0
68	EREGL	EREGLI DEMIR CELIK	1	1	1	0
69	ERSU	ERSU GIDA	0	0	0	0
70	FENIS	FENIS ALUMINYUM	0	0	0	0
71	FMIZP	F-M IZMIT PISTON	0	0	0	0
72	FRIGO	FRIGO PAK GIDA	0	0	0	0
73	FROTO	FORD OTOSAN	1	1	0	0
74	GEDIZ	GEDIZ IPLIK	0	0	0	0
75	GENTS	GENTAS	0	0	0	0
76	GEREL	GERSAN ELEKTRIK	0	0	0	0
77	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	1	0	0	0
78	GOLTS	GOLTAS CIMENTO	0	0	0	0
79	GOODY	GOOD-YEAR	0	0	0	0
80	GUBRF	GUBRE FABRIK.	0	0	0	0
81	HEKTS	HEKTAS	0	0	0	0
82	HURGZ	HURRIYET GZT.	1	1	1	1
83	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0	0	0	0
84	IDAS	IDAS	0	0	0	0
85	IHEVA	IHLAS EV ALETLERİ	1	0	0	0
86	ISAMB	ISIKLAR AMBALAJ	1	0	0	0

Sıra	Kodu	Firma Adı	XUYUZ	XUELLI	XUOTUZ	XUKRY
87	IZMDC	IZMIR DEMIR CELIK	1	0	0	0
88	IZOCM	IZOCAM	0	0	0	0
89	KAPLM	KAPLAMIN	0	0	0	0
90	KARSN	KARSAN OTOMOTIV	1	1	0	0
91	KARTN	KARTONSAN	1	0	0	0
92	KENT	KENT GIDA	0	0	0	0
93	KERVIT	KEREVITAS GIDA	0	0	0	0
94	KLBMO	KELEBEK MOBILYA	0	0	0	0
95	KLMSN	KLIMASAN KLIMA	0	0	0	0
96	KNFRT	KONFRUT GIDA	0	0	0	0
97	KONYA	KONYA CIMENTO	0	0	0	0
98	KORDS	KORDSA	0	0	0	0
99	KOZAD	KOZA DAVETIYE	1	1	0	0
100	KRDM	KARDEMIR	1	1	1	0
101	KRSTL	KRISTAL KOLA	0	0	0	0
102	KRTEK	KARSU TEKSTIL	0	0	0	0
103	KUTPO	KUTAHYA PORSELEN	0	0	0	0
104	LUKSK	LUKS KADIFE	0	0	0	0
105	MEMSA	MENSA MENSUCAT	0	0	0	0
106	MERKO	MERKO GIDA	0	0	0	0
107	MNDRS	MENDERES TEKSTIL	1	0	0	0
108	MRDIN	MARDIN CIMENTO	0	0	0	0
109	MRSHL	MARSHALL	0	0	0	0
110	MTEKS	METEMTEKS	0	0	0	0
111	MUTLU	MUTLU AKU	0	0	0	0
112	NUHCM	NUH CIMENTO	0	0	0	0
113	OLMKS	OLMUKSA	0	0	0	0
114	OTKAR	OTOKAR	1	0	0	0
115	PARSN	PARSAN	0	0	0	0
116	PENGD	PENGUEN GIDA	0	0	0	0
117	PETKM	PETKIM	1	1	1	0
118	PETUN	PINAR ET VE UN	1	0	0	0
119	PIMAS	PIMAS	0	0	0	0
120	PINSU	PINAR SU	0	0	0	0
121	PNSUT	PINAR SUT	1	0	0	0
122	PRKAB	TURK PRYSMIAN KABLO	0	0	0	0
123	PRKTE	PARK ELEK. MADENCILIK	1	0	0	0
124	PRTAS	CBS PRINTAS	0	0	0	0
125	PTOFS	PETROL OFISI	1	1	1	0
126	SARKY	SARKUYSAN	1	0	0	0
127	SASA	ADVANSASASA	1	0	0	0
128	SELGD	SELCUK GIDA	0	0	0	0
129	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0	0	0	0
130	SKPLC	SEKER PILIC	0	0	0	0

Sıra	Kodu	Firma Adı	XUYUZ	XUELLI	XUOTUZ	XUKRY
131	SKTAS	SOKTAS	0	0	0	0
132	SODA	SODA SANAYII	0	0	0	0
133	SONME	SONMEZ FILAMENT	0	0	0	0
134	TATKS	TAT KONSERVE	1	0	0	0
135	TBORG	T. TUBORG	0	0	0	0
136	TIRE	TIRE KUTSAN	1	0	0	0
137	TOASO	TOFAS OTO. FAB.	1	1	0	1
138	TRCAS	TURCAS PETROL	1	0	0	0
139	TRKCM	TRAKYA CAM	1	1	0	0
140	TTRAK	TURK TRAKTOR	0	0	0	1
141	TUDDF	T. DEMIR DOKUM	1	0	0	0
142	TUKAS	TUKAS	0	0	0	0
143	TUPRS	TUPRAS	1	1	1	1
144	ULKER	ULKER BISKUVI	1	1	1	0
145	UNYEC	UNYE CIMENTO	0	0	0	0
146	USAK	USAK SERAMIK	0	0	0	0
147	UZEL	UZEL MAKINA	0	0	0	0
148	VANET	VANET	0	0	0	0
149	VESBE	VESTEL BEYAZ ESYA	1	1	0	0
150	VESTL	VESTEL	1	1	0	1
151	VKING	VIKING KAĞIT	0	0	0	0
152	YATAS	YATAS	0	0	0	0
153	YUNSA	YUNSA	0	0	0	0
		Toplam*	46	18	10	5

* Toplam değerler çalışmaya dâhil olan sanayi şirketlerinin İMKB 100, İMKB 50, İMKB 30 ve İMKB KURUMSAL YÖNETİM endeksleri itibariyle dağılımını göstermektedir. Buna göre çalışmaya giren 153 firmanın 46'sı İMKB 100 endeksine dâhil olup geri kalan 107 firma İMKB ULUSAL TÜM endeksinden gelmektedir. Ayrıca bu 46 firmanın 18'i İMKB 50 ve 10'u İMKB 30 endeksine dâhildir. İMKB 30 endeksine giren bir firmanın ayrıca İMKB 50 ve İMKB 100 içinde de yer aldığı ve benzer şekilde İMKB 50 içindeki bir firmanın ayrıca İMKB 100 içinde de olduğu unutulmamalıdır. Şirketlerin endeks dağılımı Ocak-Mart 2008 dönemine aittir. Bu dönem itibariyle İMKB KURUMSAL YÖNETİM endeksine dâhil firma sayısı 7 olup bunların 5'i sanayi sektöründe yer almaktadır.

ÖZGEÇMİŞ

Muhammet Belen Karabük'te doğmuştur. İlk ve ortaöğrenimini Zonguldak'ta (1998), yüksek öğrenimini İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde tamamlamıştır (1993). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü "Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar" Bölümünden "Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Halka Açılmalar" adlı tezi ile yüksek lisans derecesi almıştır (1998). Halen İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Finans Anabilim Dalı'nda araştırma görevlisidir.