

İŞLETMELERİN SAHİPLİK YAPISININ İNCELENMESİ: SAHİPLİK VE KONTROL AYRIMI KONUSUNDA ÇIKARIMLAR

Doç.Dr. Ayşe Gül YILGÖR
Mersin Üniversitesi
İİBF, İşletme Bölümü
aysegulyilgor@mersin.edu.tr

Dr. Emel YÜCEL
yucelemel@hotmail.com

ÖZET

Bu çalışmada, firma sahiplik yapıları incelenerek, hakim ortakların özellikleri ve hakim ortakların oluşturdukları piramit yapılar hakkında değerlendirmeler yapılması ve sahiplik hakkı ile kontrol hakkı ayrımının olup-olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, İMKB'de işlem gören firmaların 2006-2008 dönemine ilişkin verileri kullanılarak incelemeler yapılmıştır. İncelemeler sonucunda, firmalarda hakim ortak bulunma düzeyinin yüksek olduğu, piramit yapıların yaygın şekilde yer aldığı ancak karmaşık yapılar oluşturmadıkları saptanmıştır. Hakim ortağın sahiplik hakları ile kontrol haklarının önemli ölçüde farklılaştığı, söz konusu ayrımın hakim ortağın şirket olması durumunda yüksek olduğu bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Sahiplik Yapısı, Nakit Akım Hakkı, Kontrol Hakkı, Hakim Ortak, Piramit Sahiplik Yapısı.

EXAMINATION OF THE FIRMS' OWNERSHIP STRUCTURE: DEDUCTIONS FOR OWNERSHIP AND CONTROL DIVERGENCE

ABSTRACT

In this study, it is aimed to evaluate characteristics of ultimate owners and the pyramid structures formed by ultimate owners through examining firm ownership structures and to indicate whether there is a separation between ownership and control rights or not. In this respect, the evaluations were made by using the data belonging to publicly listed firms on the ISE from 2006 to 2008. As a result of the examinations, it has been specified that the level of availability of ultimate owners was high in firm pyramid structures were prevalent although they did not form complex structures. It is also found that the ultimate owners' cash flow and control rights significantly differed and this mentioned divergence was high when the ultimate owner was a firm.

Keywords: Ownership Structure, Cash Flow Right, Control Right, Ultimate Owner, Pyramidal Ownership Structure.

1. Giriş

Sahiplik yapısı, firma performansı ve dolayısıyla firma değerini etkileyen önemli değişkenlerden birisidir. Sahiplik yapısı hem yöneticiler ve hissedarlar hem de çoğunluk hissedarları ile azınlık hissedarları arasındaki temsil maliyetlerinin oluşumuna neden olmakta, kurumsal yönetim açısından önem taşımaktadır.

İşletmelerin sahiplik yapısına ilişkin değerlendirmeler, birbirinden önemli derecede farklılaşabilen sahiplik hakları (nakit akım hakları) ve kontrol haklarının (yönetim hakları) incelenmesi ile yapılabilir. Sahiplik hakları işletmelerde gerçek mülkiyet ilişkisini ve işletme sahiplerinin firma karı üzerinden hak sahibi olduğu bölümü; kontrol hakkı ise oy hakkını ve işletme sahiplerinin firma faaliyetlerini etkileyebilme gücünü ifade etmektedir (Claessens vd., 2000:91, Edward ve Weichenrieder, 2009:489). Bir hisse senedinin bir oy hakkına sahip olduğu ve hissedarların diğer işletmeleri kontrol mekanizmalarının oluşturulmadığı durumlarda, sahiplik hakkı ile kontrol hakkı birbirine eşittir. Farklı oy hakkına ve farklı kar payı alma hakkına sahip olan hisse senetlerinin ihraç edilmesi, piramit ve holding işletme yapılarının yaygınlaşması ile sahiplik hakkı ve kontrol hakkı ayrılaştırılmış, daha düşük ortaklık payı ile daha güçlü bir kontrol yetkisine sahip olabilmenin koşulları oluşturulmuştur.

Günümüzde firmalarda sahiplik yapısının ikili bir karakteristik taşıdığı görülmektedir. Sermaye, halka açık işletmeler aracılığıyla küçük hissedarlara dağıtılmıştır. Sahiplik yapısındaki dağılıma, küçük hissedarların nakit akım hakkına sahip olmalarına olanak sağlarken, yönetim ve kontrol hakkının profesyonel yöneticilerde yoğunlaşmasına neden olmaktadır (La Porta vd., 1999:471). Yöneticilerin sahip oldukları güç ve prestij kaynakları kendi menfaatlerine uygun şekilde kullanabilmelerini sağlayan koşulları yaratmakta, yöneticiler kendi faydalarını maksimize ederken maliyetleri hissedarlara yükleyebilmektedirler. Sahiplik ve kontrol hakları arasındaki ayrım, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki temsil maliyetlerine neden olmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976:305).

Bir yandan halka açık işletmeler aracılığıyla hisse senetleri ve buna bağlı olarak sahiplik hakkı küçük hissedarlara dağıtılırken, diğer yandan piramit yapılar, holdingler aracılığıyla sahiplikte bir yoğunlaşma da yaşanmaktadır. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkedeki halka açık işletmelerde, hisse senetlerinin çoğunu elinde bulunduran büyük ortakların bulunduğu görülmektedir (La Porta vd., 1999:472). Bu gibi işletmelerde hakim ortaklar, hem yönetim hem de nakit akım haklarına sahip olmaktadır (Marks, 1999:693). Bir kişi veya aile, hisse senetlerine sahip olarak doğrudan mülkiyete ve/veya piramit ve holding yapılar aracılığı ile de dolaylı mülkiyete sahip olabilmektedir. Piramit ve holding yapıları sahiplik ile yönetim fonksiyonunun ayrılmasına olanak verirler. Böylelikle hakim ortak, daha küçük bir hisse senedi sahipliği ile bir işletmenin kontrol haklarına sahip olabilmektedir (Almeida ve Wolfenzon, 2006:2638). Nakit akım hakları ile kontrol hakları arasındaki bu ayrım, çoğunluk ve azınlık hissedarları arasındaki temsil maliyetlerine sebep olmaktadır (Claessens vd., 2000, 2002; La Porta vd., 1999; Lemmon ve Lins, 2003).

İşletmelerin sahiplik yapısı, ortak sayısı, ortakların sahiplik payları, sermayenin çok sayıda ortağa yayılması ya da az sayıda hissedarda yoğunlaşması, sahiplik hakları

ile kontrol hakları arasındaki fark yukarıda söz edilen teorik tartışmaların geçerli olup-olmadığının test edilmesi açısından önem taşımaktadır. Ancak bunun da ötesinde, işletmelerdeki değişik çıkar gruplarının menfaat çatışmalarının önlenmesi, hissedarların yönetime katılma düzeyinin belirlenmesi, işletme yönetimlerinde demokratik olmayan işleyiş biçimlerinin azaltılması, şeffaflığının artırılması, kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilebilmesi için net bir şekilde tanımlanmaları ve ölçümleri gerekmektedir.

İşletmelerin sahiplik yapısına ilişkin çeşitli ülkelere ait çok sayıda ampirik çalışma yapılmasına karşın, Türkiye'deki işletmelerin sahiplik yapısı hakkında sistematik değerlendirme yapmayı olanaklı kılacak araştırma sayısı oldukça azdır. Bu nedenlerle, bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) kayıtlı işletmelerin sahiplik yapıları incelenecek, bu işletmelerdeki sahiplik hakları ve kontrol hakları hesaplanacak, aralarında bir ayrışma olup-olmadığı araştırılacaktır.

2. Sahiplik Yapısı Literatürü

Firmanın çevresinden ve kendi iç işleyişinden kaynaklanan faktörler, sahiplik yapısının şekillenmesinde etkili olmakta, firmanın çıkar gruplarının elde edecekleri getiride farklılık oluşturabilmektedir. İşletmelerde sahiplik ve kontrol hakları arasındaki ayırım, çeşitli çalışmalarda incelenmiş ve ölçülmüştür (La Porta vd., 1998, 1999; Claessens vd. 2000; Claessens vd., 2002). Büyük ölçekli işletmelerde hissedarların yasal korunma düzeyi ile hisse senedi sahipliğinin yoğunlaşma derecesi arasında negatif ilişki olduğu belirtilmiştir. Küçük işletmelerde hissedar haklarının korunması göreceli olarak daha zayıftır. Firma değeri ile sahiplik ve kontrol ayırımı arasında negatif ilişki var iken, hakim ortağın hisse senedi sahiplik oranının yüksek olması halinde firma değerinin de yüksek olduğu belirtilmiştir. Hakim ortağın kontrol haklarının nakit akımı haklarını aşması durumunda ise, firma değerinde azalma olmaktadır. Doğu Asya ülkelerinde, sahiplik ile kontrol hakkı arasındaki ayırım, küçük ölçekli firmalarda ve hakim ortağın aile olması durumunda artmaktadır (La Porta vd., 1998; Claessens vd., 2000; Claessens vd., 2002). İşletme sahipliğindeki yoğunlaşma derecesi, ülkelerin gelişmişlik düzeyinden etkilenmekte ve gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek olmaktadır. Yaygın sahiplik yapısı, hissedarlar için koruma mekanizmalarının geliştirildiği ülkelerde yüksek iken, bu mekanizmaların zayıf olduğu ülkelerde hakim ortaklar çoğunlukla ailelerden oluşmaktadır (La Porta vd., 1999).

Kriz dönemlerinin firmalarda yatırım fırsatlarını negatif etkileyebileceği, azınlık hissedarlarının elde edeceği faydaların hakim ortağa aktarımını arttırabileceği ve firma değerini azaltabileceği düşünülmektedir. Lemmon ve Lins'in (2003) çalışmasında, kriz dönemlerinde Doğu Asya ülkelerinden 800 firmanın 1997-1998 verileriyle yapılan analizlerde, kontrol ve nakit akım haklarının piramit yapıların oluşturduğu firmalarda kümülatif hisse senedi getirilerinin diğer firmalara oranla %12 azaldığı saptanmıştır. Yöneticilerin kontrol haklarının yüksek olduğu piramit yapılarda, hisse senedi getirilerinin %20'ye kadar azaldığı belirtilmiştir. Asya krizi öncesinde, şirket yönetim sistemi zayıf firmalarda hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisi Joh (2003) tarafından incelenmiştir. Kontrol ve sahiplik hakkı ayırımı yüksek olan firmaların ve sahiplikte yoğunlaşma derecesi düşük olan firmaların, karlılık seviyelerinin düşük olduğu saptanmıştır. Halka açık holdinglerde kontrol-sahiplik ayırımının negatif etkisinin halka açık olmayan firmalara oranla daha güçlü olduğu raporlanmıştır. Asya krizi öncesinde 8 Doğu Asya ülkesinde

Wei ve Zhang tarafından yapılan (2008) çalışmada, sermaye yatırımların nakit akımı duyarlılığı ile firmanın hakim ortağının sahiplik-kontrol hakları ayrımı arasındaki ilişki, temsil maliyetleri ve asimetrik bilgi maliyetleri açısından incelenmiş ve sermaye yatırımları duyarlılığı ile nakit akımı-kontrol hakkı ayrımı arasında ilişki olduğu saptanmıştır. Söz konusu ayrım arttıkça sermaye yatırımları duyarlılığının arttığı belirtilmiştir.

Amerika ve İngiltere dışında, pek çok ülkede ekonominin önemli bir kısmının az sayıda ailenin kontrolünde olduğu, nakit akımı hakkı ve kontrol hakkı ayrımına olanak sağlayan yapılarla firmaya çok az sermaye yatırılarak baskın kontrol hakları elde edilebildiği belirtilmektedir. Bu durum, temsil problemlerine ve kaynakların yanlış dağıtılmasına neden olmakta, dolayısıyla ülke ekonomisini etkileyebilecek makroekonomik bir probleme dönüşmektedir. Piramit yapıların hakim ortakları büyük oranda politikaya da etki edebilmektedir. Bu etki, mülkiyet hakları korumasını, sermaye piyasalarını ve diğer kurumları etkileyerek kamu politikalarını bozabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde sahipliğin yaygınlık düzeyinin yüksek, aile sahiplik oranının düşük olduğu saptanmış, gelişmekte olan ülkelerde tam tersi veriler elde edilmiştir (Morck vd., 2005). Kanada ve Amerika’da kanunların ve hissedarların korunma düzeyinin benzer olduğundan hareketle, Kanada verileri aracılığıyla analizler yapılmış, firma değeri ve farklı sahiplik yapıları arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir. Farklı oy haklarına sahip hisselerin bulunduğu firmaların değerlerinin, bir hisse bir oy özelliğine sahip hisselerin bulunduğu firmaların değerlerine oranla daha az olduğu saptanmıştır (Smith vd., 2009).

Gelişmekte olan piyasalarda, aşırı risk, yatırımcı koruma düzeyi ve piyasanın etkin olmaması gibi faktörler, nakit akımı ve kontrol hakkı ayrımının oluşmasını kolaylaştırmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında firma sahiplik yapılarının farklılık göstermesinde finansal gelişmeler ve yasal sistemlerin etkileri Fairchild ve Paulin’in (2007) çalışmasında incelenmiştir. Gelişmiş ülkelerde söz konusu ayrım birbirine daha yakın iken, gelişmekte olan ülkelerde arttığı belirtilmiştir. Yöneticinin riskten kaçınma isteğinin yüksek olması halinde, hisse senedi mülkiyet isteği azalmaktadır. Yöneticinin kişisel faydalarının yüksek olması halinde, kontrolü devam ettirme isteği artmakta, piramit yapılar ve iki sınıflı hisselerin kullanımı yaygınlaşmaktadır. Sacristan-Navarro ve Gomez-Anson (2007) tarafından İspanya piyasası verileri kullanılarak yapılan çalışmada, bireyler ve ailelerin sahiplik yüzdesindeki artışla piramit yapıların kademe düzeylerinin anlamlı şekilde arttığı, firmalarının sahiplik yapısında aileler ve bireylerin hakim ortak olarak baskın rol oynadığı belirlenmiştir.

Masulis ve diğerlerinin (2009) çalışmalarında, çoğunlukla piramit yapılar şeklinde görülen ve aileler tarafından kontrol edilen işletme gruplarının sermayeye daha iyi ulaşabilme yeteneği ve azınlık hissedarların haklarına el konulma durumu 45 ülkeden 28039 firmanın dahil edildiği örnekleme incelenmiştir. Çalışmada, holding yapısının firma değerini artırmaya yardımcı olduğu, içindeki firmalardan piramit yapının tepesinde yer alan firmaların daha yüksek firma değerine sahip oldukları bulunmuştur. Firma değerinin yüksek olmasında, holdinglerin içsel kaynak yaratabilme olanaklarının olmasının ve dış finansmana daha kolay ulaşabilmelerinin etkili olduğu belirtilmiştir. Piramit yapılar şeklindeki işletme gruplarında azınlık hissedarların haklarına el konulmasının öncelikli güdü olmadığı anlaşılmıştır.

Türkiye verileriyle yapılan çalışmalarda, piramit sahiplik yapılarına rastlanmakta ve karmaşık sahiplik yapılarının olduğu belirtilmektedir. Hakim ortağı aile olan firmalarda fiyat/kazanç oranı ve hisse senedi getirileri düşüktür ve bu temsil probleminden kaynaklanmaktadır (Gürsoy ve Aydoğan, 1998). İMKB'ye kayıtlı firmalarda sahiplik ve kontrol hakları farklı olan firmaların diğerlerine oranla piyasa değeri/defter değeri oranlarının daha düşük olduğu saptanmıştır. 2001 yılı verileriyle yapılan çalışmada; ortalama sahiplik hakkının %50,56, ortalama kontrol kaldırıcının 5,29 ve piramit yapılarda ortalama kademe düzeyinin 1,86 olduğu belirlenmiştir. Farklı oy haklarına sahip hisse senetlerinin de işleme dahil edilmesi durumunda, sadece 73 şirkette piramit yapı olduğu belirlenmiştir. Sahiplik hakkının yüksek olması ile firmanın piyasa değerinin yüksekliği arasında ilişki olduğu, yüksek kontrol hakkının daha düşük piyasa değeri/defter değeri oranına yol açtığı ifade edilmiştir. Holding şirketlerin ve finansal olmayan firmaların doğrudan sahiplik oranının yüksek olduğu, halka açık firmaların %80'inden fazlasının hakim ortağının ailelerden oluştuğu belirlenmiştir. Temsil maliyetlerinin yüksek olmasının nedeni, hakim ortaklar ile azınlık hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları olarak gösterilmiştir (Yurtoğlu, 2000, 2003). Demirağ ve Serter (2003) ise, İMKB'de 100 büyük şirketin sahiplik yapılarında, yüksek oranda yoğunlaşma tespit ederek, ailelerin hakim hissedarlar olduğunu belirtmişlerdir.

Firmada hakim ortağın sahiplik oranının borçlanma tercihini etkileyip etkilemediği, İMKB'de işlem gören 195 şirketin 2005-2007 yıllarına ait verileri ile incelenmiştir. Firmalarda en büyük ortağın, en büyük 3 ortağın ve en büyük 5 ortağın sahiplik oranları ile firmanın borçlanma düzeyi arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Sınai, hizmetler ve teknoloji sektörleri açısından yapılan analizlerde, sektörel açıdan farklılık olduğu, ortaklık yapısındaki yoğunlaşmanın toplam ve uzun vadeli borçlanma oranını açıkladığı saptanmıştır. Uzun süreli borçlanmanın daha stratejik kararlar içermesi ve işletme sahiplerinin bu kararlara etkisi vurgulanarak, işletmede hakim ortağın sayısı azaldıkça, borçlanma derecesinin arttığı belirtilmiştir (Toraman ve Okuyan 2009).

Türkiye'de şirket yatırım performansı açısından yapılan incelemede, piramit yapılar ile iki sınıflı hisseleri ve diğer araçları kullanan firmalarda yatırım performanslarının anlamlı şekilde daha iyi olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca bir holdinge dahil olmanın, şirketin göreceli piyasa değerini ve yatırım performansını güçlendirdiği belirtilmiştir (Orbay ve Yurtoğlu, 2006).

Firmaların sahiplik yapısını inceleyen çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde, ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin etkili olduğu, sahiplik hakkı ile kontrol hakkı ayırımına olanak sağlayan yapıların bulunduğu ve hakim ortağın kontrol hakkı arttıkça firma değerinin olumsuz etkilendiği anlaşılmaktadır. Türkiye verileriyle yapılan çalışmalarda, piramit sahiplik yapıları kullanılarak sahiplik hakkı ve kontrol hakkı ayırımına olanak sağlandığı görülmektedir.

3. Sahiplik Ve Kontrol Ayırımına Yol Açan Şirket Yapıları

Hissedarlar için sahiplik/nakit akım hakları ile kontrol haklarının ayırımına yol açan ve hissedarların sahiplik haklarından daha fazla kontrol haklarını elde edebilmelerine olanak sağlayan yöntemler vardır. Bunlardan ilki, farklı oy haklarına sahip olan iki sınıflı hisse senetleri (dual-class share structure) olup, bu tip hisse

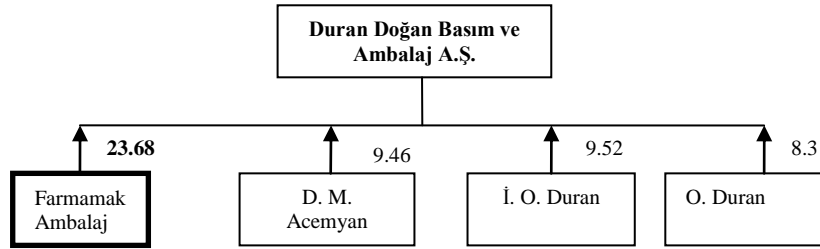
senetleri “bir pay bir oy” (one share one vote) ilkesinden uzaklaşarak elde edilirler. Diğer bir yöntem, piramit yapılarıdır (pyramid structures). Piramit yapılar, hissedarların bir veya birkaç firmadan oluşan bir zincir vasıtasıyla bir diğer firmanın hakim ortağı olabildikleri; görece küçük bir nakit akım hakkına sahip olmalarına karşın hedef işletmeyi kontrol edebildikleri şirket yapılarıdır (La Porta ve diğ., 1988:473, Claessens ve diğ., 2000:274, Sacristan-Navarro ve Gomez-Anson, 2007:249). Diğer bir yöntem de hisse senetlerinin karşılıklı olarak elde bulundurulmasıdır (cross-holdings). Karşılıklı hissedarlık azınlık hissedarlardan hakim hissedara firma değeri transferine neden olmaktadır.

Sahiplik hakkı, hissedarın işletmeye yatırımı ile oluşan gerçek sahiplik düzeyini belirler ve nakit ödemelerin yapılması, kar paylarının dağıtılması gibi konulara doğrudan katılma düzeyini gösterir. Eğer bir hissedar halka açık A işletmesinde %15 hisse senedine sahipse, A işletmesi de B işletmesinin % 20 hisse senedine sahipse, bu kişinin A işletmesinde % 15, B işletmesinde de % 3 sahiplik (nakit akım) hakkı olacaktır.

Kontrol hakkı ise, yöneticilerin, seçme, önemli işletme kararlarını etkileme ya da belirleme haklarını içerir. Yukarıda da belirtildiği gibi, piramit yapılar, karşılıklı sahiplik ve iki sınıflı hisse senetleri aracılığıyla sahiplik ve kontrol hakları farklılaşabilir. Bu durumda kontrol hakkının hesaplanmasında en zayıf bağlantı ilkesinden hareket edilir. Burada hakim ortağın çeşitli piramit yapılarıdaki minimum oy hakkına sahip olduğu bağlantı, zayıf bağlantı olarak ifade edilmekte ve hakim ortağın toplam kontrol hakkı belirlenirken bu zayıf bağlantılar toplanmaktadır (Edward ve Weichenrieder, 2009:490, Levy, 2009:86). Yukarıdaki örnekte hissedarın en zayıf kontrol zinciri % 15 olduğundan, B işletmesi üzerinde % 15 kontrol hakkına sahip olacaktır.

İşletmelerde sahiplik ve kontrol haklarının farklılaşmasına sebep olan şirket yapıları için çeşitli örnekler aşağıda gösterilmektedir. Şekil 1’de halka açık bir işletme olan Duran Doğan Basım ve Ambalaj A.Ş.’nin 2008 yılı itibarıyla doğrudan sahiplik payları gösterilmektedir.

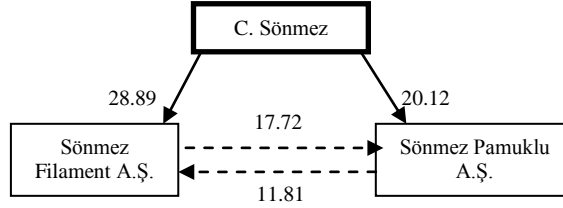
Şekil 1: Duran Doğan Basım ve Ambalaj A.Ş.



Bir işletmenin % 10 ve daha fazla hisse senedine sahip olmanın hakim ortak olmak için sınır kabul edilmesi durumunda, Farmamak Ambalaj, Duran Doğan Basım ve Ambalaj A.Ş.’nin hakim ortağı kabul edilecektir.

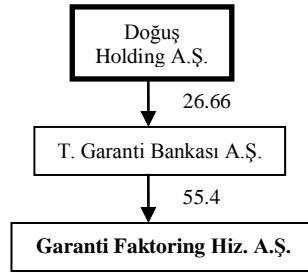
Şekil 2’de sunulan Sönmez Filament ve Sönmez Pamuklu’nun birbirlerinin hisse senedine sahip olma durumları ise, karşılıklı hissedarlığın bir örneğidir. C. Sönmez her iki işletmenin de hakim ortağı durumundadır.

Şekil 2: Sönmez Filament A.Ş. ve Sönmez Pamuklu A.Ş.



Şekil 3’de ise, bir firmanın doğrudan sahiplik payını elinde tutan tarafın diğer bir firma olması durumunda oluşan piramit yapısı gösterilmektedir.

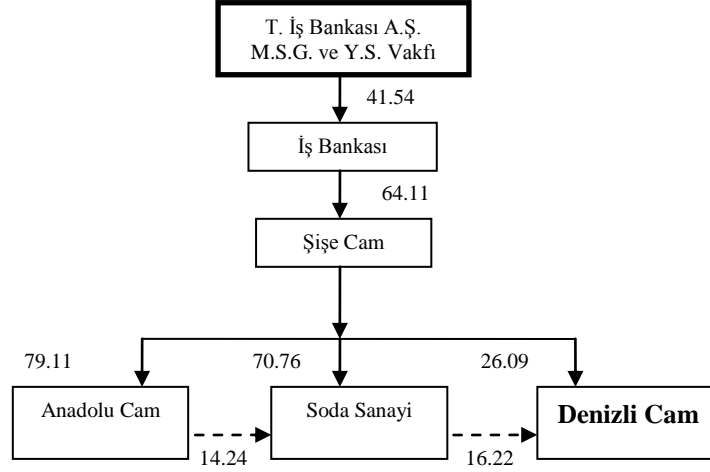
Şekil 3: Garanti Faktoring Hiz. A.Ş.



Şekil 3’de, Doğuş Holding de T. Garanti Bankası’nın % 26.66’sı oranında hisse senedine sahiptir. T. Garanti Bankası, T. Garanti Faktoring’in % 55.4’ü oranında, hisse senedini doğrudan sahiplik payı ile elinde bulundurmaktadır. Doğuş Holding Garanti Faktoring’i halka açık bir işletme olan T.Garanti Bankası aracılığı ile kontrol hakkına sahip olduğundan bu yapı piramit yapısı olarak adlandırılabilir. Doğuş Holding T. Garanti Bankası’nın, T. Garanti Bankası da Garanti Faktoring’in hakim ortağı konumundadır. Doğuş Holding’in Garanti Faktoring üzerindeki sahiplik hakkı (nakit akım hakkı) $0.1477 (0.554 \cdot 0.266 = 0.1477)$ iken, kontrol hakkı 0.266 dır.

Piramit sahiplik yapıları çoğunlukla Şekil 3’de gösterildiği gibi olmakla birlikte, yapı içerisinde yer alan firmaların kendi aralarında sahiplik ilişkisi içermeleriyle daha karmaşık yapılara dönüşebilmektedirler. Şekil 4’de, T. İş Bankası A.Ş. Mensupları Munzam Sosyal Güvenlik ve Yardımlaşma Sandığı Vakfı’nın doğrudan ve dolaylı sahiplik ve kontrol hakları elde ettiği daha karmaşık bir piramit yapısı örneği sunulmaktadır.

Şekil 4: T. İş Bankası A.Ş. ve Denizli Cam



Vakfın, Denizli Cam üzerindeki nakit akım ve kontrol hakkı üç farklı piramit yapı aracılığıyla sağlanmaktadır. Bu şekilde elde edilen nakit akımı hakları; Vakıf - İş Bankası - Şişe Cam - Denizli Cam piramit yapısı ile $0.0694 (0.4154 * 0.6411 * 0.2609 = 0.0694)$, Vakıf-İş Bankası-Şişe Cam-Soda Sanayi-Denizli Cam piramit yapısı ile $0.0305 (0.4154 * 0.6411 * 0.7076 * 0.1622 = 0.0305)$ ve Vakıf-İş Bankası-Şişe Cam-Anadolu Cam-Soda Sanayi-Denizli Cam piramit yapısı ile $0.0664 (0.4154 * 0.6411 * 0.7911 * 0.1424 * 0.1622 = 0.0664)$ elde edilmektedir. Vakfın Denizli Cam üzerindeki nakit akımı hakkı bu üç piramit yapı ile sağlanan sahiplik haklarının toplamı olup, 0.1049 dur. Kontrol hakkı ise her üç piramit yapıda yer alan en zayıf bağlantılar şeklinde belirlenen kontrol haklarının toplamı $(0.2609 + 0.1622 + 0.1424)$ şeklinde 0.5655 olarak belirlenmiştir. Buradan görüldüğü gibi, Vakfın Denizli Cam'daki sahiplik hakkının % 10,49 olmasına karşın, yönetim hakkı % 56.55'dir. **Vakıf, oldukça küçük bir sahiplik hakkı ile büyük bir yönetim hakkına sahip olabilmektedir.**

4. Uygulama

4.1 Amaç, Metodoloji ve Veri

Bu çalışmada İMKB'ye kayıtlı işletmelerde sahiplik yapılarının incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, hakim ortakların sayısal dağılımı, özellikleri, hakim ortakların oluşturdukları piramit yapıların değerlendirilmesi inceleme konusu işletmelerin nakit akım hakları ve kontrol haklarının hesaplanması, sahiplik ve kontrol hakları arasında bir ayrışma olup-olmadığının araştırılması hedeflenmektedir.

İncelemede kullanılan değişkenler La Porta ve diğ. (1999) çalışması esas alınarak oluşturulmuştur. Buna göre firmalar hakim ortağı olanlar ve hakim ortağı olmayanlar olarak iki gruba ayrılmıştır. Hakim ortağı olmayan firmaların yaygın sahiplik yapısına (widely held) sahip olduğu da söylenebilir. Hakim ortak, belirleyici düzeyde oy hakkına sahip olan, bir başkası tarafından kontrol edilemeyen hissedardır (Wei ve Zhang, 2008:121). Bu çalışmada sahiplik haklarının % 10 ve daha fazlasına

sahip olan hissedarlar hakim ortak olarak tanımlanmıştır. Hissedarların hiç birinin %10'dan fazla sahiplik payı olmaması durumunda, firmanın yaygın sahiplik yapısına sahip olduğu ifade edilmiştir. Diğer yandan, bir firmanın yapısının piramit yapı olarak tanımlanmasında, hakim ortağının olması, oy hakları zincirinde firma ve hakim ortak arasında borsada işlem gören en az bir firmanın bulunması gerekmektedir (La Porta ve diğ., 1999:480).

Hakim ortaklar da kendi içlerinde beş kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar, aileler veya bireyler, devlet, yaygın sahipliği olan finansal kurumlar (banka veya sigorta şirketi gibi), yaygın sahipliği olan şirket ve diğerleridir (kooperatif, vakıf vb.) (La Porta ve diğ., 1999:476). Bu çalışmada örneklem, aileler veya kişi, şirket ve diğer (Vakıf, dernek, kamu vb.) olmak üzere üç grupta değerlendirilmiştir.

Analizde kullanılan veriler, www.imkb.gov.tr adresinde yayımlanan Şirketler Yıllığı'ndaki doğrudan sahiplik payı oranları kullanılarak oluşturulmuştur. Çalışmada, 2006-2008 dönemi üzerinden verilerin oluşturulmasında, doğrudan sahiplik payları %5'ten fazla olan ortakların payları dikkate alınmıştır. Bu süreçte, bir işletmede sahiplik hakkını elinde bulunduran işletmeler incelenmiş, bu işletmelerin sahiplik yapıları takip edilmiş ve inceleme halka açık olmayan bir işletme ya da bir kişinin sahiplik payına ulaşılan kadar sürdürülmüştür. Böylelikle tüm işletmeler için sahiplik yapıları belirlenmiş; sahiplik ve kontrol haklarının hesaplanmasına esas oluşturan işletme şemaları oluşturulmuştur. Örnekleme oluşturan firmaların ana kütleyle temsil etme düzeyini gösteren veriler Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: Örneklem Yapısı

	Firma Sayısı	Örneklem Sayısı	Yüzde (%)	Piyasa Değeri (000TL)	Örneklem Piyasa Değeri	Yüzde (%)
2006	337	307	91	230.037.678	229410558	99
2007	340	318	94	335.948.412	335413737	99
2008	331	315	95	182.024.740	182013890	99

Tablo 1'de analizler için oluşturulan örneklemin, İMKB'nin tamamına yakın kısmını kapsadığı görülmekte, analiz dönemi açısından birbirine yakın değerler içerdiği anlaşılmaktadır.

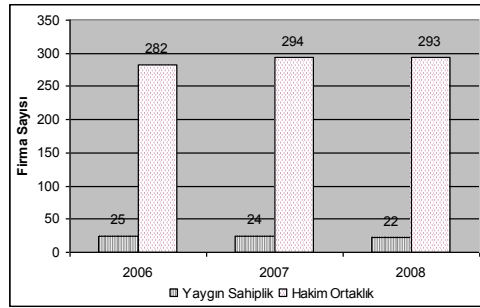
4.2 Bulgular

Çalışma kapsamında yapılan incelemelerde, işletmelerin büyük çoğunluğunda (2006'da % 91.8, 2007'de % 92.4, 2008'de %93) hakim ortakların var olduğu ve piramit yapıların yaygınlığı dikkat çekmiştir. Buna bağlı olarak elde edilen bulgular üç ana konu üzerinde yoğunlaştırılmıştır. Bunlardan birincisi, hakim ortağın nitelikleri ve piyasadaki hakimiyet düzeyidir. İkincisi, piramit yapıların nitelikleri ve üçüncüsü piramit yapılar aracılığıyla hakim ortakların sahiplik ile kontrol hakları arasındaki ayrışma düzeyidir.

4.2.1. Hakim Ortakların Nitelikleri

Hakim ortakların niteliklerinin değerlendirilmesi için öncelikle hakim ortağı olan firmalar ve yaygın sahiplik yapısı olan firmalar ayrıştırılmıştır. Daha sonra bir firmada tek veya birden fazla hakim ortak bulunması durumu incelenmiş, hakim ortağın kimlerden oluştuğu, hakim ortağın ilişkili olduğu firmalardaki ve piyasadaki payı belirlenmiştir. Örnekleme yer alan firmalardan hakim ortağı olanlar ve yaygın sahiplik yapısını içeren firmaların dağılımı Grafik 1’de gösterilmektedir.

Grafik 1: Hakim Ortağı Bulunan ve Yaygın Sahipliği Olan Firmalar



Grafik 1, İMKB’de yer alan işletmelerde sahipliğin yaygınlık düzeyinin düşük olduğunu, işletmelerin büyük çoğunluğunda yönetim ve kontrolü elinde bulunduran hakim hissedarların var olduğunu göstermektedir. **% 10 kesim noktasında mülkiyet tabana yayılmamakta, hakim hissedarlarda yoğunlaşmaktadır. Bu durum olası hakim hissedar-azınlık hissedar çatışmalarının olabileceğine ve azınlık hissedarlarının haklarını koruyucu önlemlerin gerekliliğine işaret etmektedir.** Hakim ortağı olan firmaların piyasa değerleri toplamının İMKB’de işlem gören işletmelerin toplam piyasa değeri içindeki payları ise analiz dönemi boyunca %99 olarak elde edilmiştir. İMKB’yi oluşturan firmalardan hakim ortağı bulunan firmaların piyasa değerinin, toplam piyasa değerine yakın olduğu görülmektedir. Yaygın sahiplik yapısını içeren firmaların örneklem içinde % 1 e yakın olduğu belirlenmiş olup, bu oran, La Porta’nın (1999) çalışmasında 27 ülke verileriyle belirlenen ortalama % 24 değerinin oldukça altındadır.

Belirlenen hakim ortakların özellikleri incelenmiş ve bir firmada tek bir hakim ortak veya 2 ve daha fazla hakim ortağın bulunmasına ilişkin bulgular Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Firmaların Hakim Ortak Sayıları

Yıl	Tek Hakim Ortak		2 ve Daha Fazla Hakim Ortak		Toplam	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
2006	159	45	198	55	357	100
2007	149	38	245	62	394	100
2008	149	38	246	62	395	100

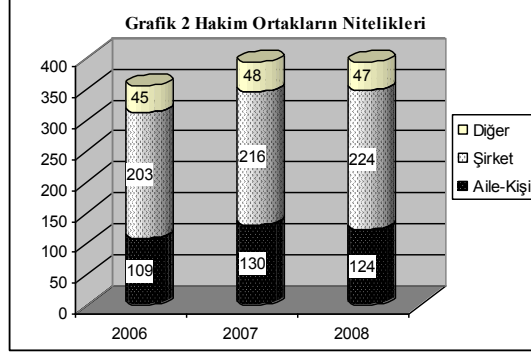
Tablo 2’de 2006-2008 yılları arasında işletmelerin %45, %38 ve %38’inde hakim ortağın tek kişiden oluştuğu görülmektedir. **İMKB’de hakim ortakların tek kişi veya tek bir işletmeden oluşma düzeyinin yüksekliği, inceleme konusu işletmelerde mülkiyetin yoğunlaşma derecesinin yüksekliğini göstermektedir.** Tek hakim ortak, piramit yapılarda doğrudan ve dolaylı, piramit olmayan yapılarda doğrudan sahiplik hakkı elde etmekte ve bu hak doğrultusunda ilişkili olduğu firmaların toplam piyasa değerinden pay almaktadır. Bu paylar (A sütunu), hakim ortağın toplam piyasa değerinden aldığı pay (B sütunu) ve ilişkili firmaların toplam piyasa değerinden aldığı pay (C sütunu) Tablo 3’de gösterilmektedir.

Tablo 3: Tek Hakim Ortakların Elde Ettikleri Piyasa Değeri

		A Hakim Ortakların İlişkili Firmalardaki Payı	B Hakim Ortakların Toplam Piyasa Değeri İçindeki Payı	C İlişkili Firmaların Toplam Piyasa Değeri İçindeki Payı
Piramit Yapılarda	2006	0.41	0.22	0.55
	2007	0.48	0.18	0.37
	2008	0.49	0.16	0.33
Piramit Yapı Olmayanlarda	2006	0.76	0.10	0.13
	2007	0.71	0.12	0.17
	2008	0.74	0.13	0.18
Örneklemin Tamamı	2006	0.48	0.32	0.68
	2007	0.55	0.30	0.55
	2008	0.58	0.29	0.51

Tablo 3’de, tek hakim ortağı bulunan piramit yapılar ile piramit yapı oluşturmayan firmalar karşılaştırıldığında, piramit yapılardaki firmaların toplam piyasa değeri içerisindeki paylarının (%55, %37 ve %33) yüksek olduğu ve dolayısıyla bu hakim ortakların toplam piyasa değerinden aldıkları payın da büyük olduğu dikkat çekmektedir. Buna karşın, piramit yapıların dışındaki tek hakim ortaklı firmalarda, hakim ortağın ilişkili olduğu firmadan aldığı payın (%76, %71 ve %74) daha fazla olduğu anlaşılmıştır. Örneklemin tamamı açısından bakıldığında ise, 2008 krizine yaklaşırken, hakim ortakların ilişkili oldukları firmalardan elde ettikleri pay artma eğilimde iken, bu hakim ortakların toplam piyasa değerinden aldıkları paylar azalma göstermiştir. **Bu durum, kriz dönemlerinin firmaların sahiplik yapılarının değişmesine neden olabileceğini ve firma sahiplik paylarının tek elde toplanmasına ortam hazırlayabileceğini düşündürmektedir.**

Hakim ortakları kimlerin oluşturduğu incelenerek, aile/kişî, şirket ve diğer (dernek, vakıf vb.) olarak sınıflandırılmıştır. Grafik 2’de hakim ortakların niteliğine göre dağılımları gösterilmektedir.

Grafik 2: Hakim Ortakların Nitelikleri

Grafik 2’de, hakim ortakların çoğunluğunu işletmeler oluşturmaktadır. Hakim ortağın aile/kişilerden oluşma oranı ise % 30 civarındadır. Belirlenen oranlar, incelenen dönem boyunca önemli bir değişiklik göstermemiştir.

4.2.2. Piramit Yapıların Özellikleri

Sahiplik ve kontrol hakkı ayırımına olanak sağlayan piramit yapılar, örnekleme dahil firmaların doğrudan sahiplik payları incelenerek belirlenmiştir. Bu esnada, inceleme dönemi boyunca belirlenen piramit yapılarında gerek firmalar gerekse hakim ortaklar açısından belirgin farklılıklar olmadığı görülmüştür. Piramit yapıların temel özelliklerini belirlememizi sağlayacak firma sayısı, hakim ortak sayısı ve kademe düzeyleri Tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 4: Piramit Yapıların Özellikleri

	2006	2007	2008
	Sayı	Sayı	Sayı
Piramit Yapı Sayısı	88	90	86
Piramit Yapılardaki Firma Sayısı	142	143	139
Piramit Yapılardaki Firmaların Örneklem İçindeki % si	46	45	44
%10 Kuralına Göre Hakim Ortak Sayısı	113	138	133
Piramit Yapıların Ortalama Kademe Düzeyi	1.48	1.60	1.61

Tablo 4’te, 2006 yılında 88, 2007 yılında 90, 2008 yılında 86 piramit yapı saptanmıştır. Bu piramit yapılarda hakim ortak sayıları yıllar itibarıyla 113, 138 ve 133 olup yıllar itibarıyla önemli bir değişim göstermemiştir. Piramit yapıların ortalama kademe düzeyi yıllar itibarıyla 1.48, 1.60 ve 1.61’dir. Bu değerler Yurtoğlu’nun (2000 ve 2003) çalışmalarıyla (1.86) uyum göstermektedir. Piramit yapılarda yer alan işletme sayıları ise, 2006 yılında 142, 2007 yılında 143, 2008 yılında 139’dur. Örneklemin tamamı içinde piramit yapıları oluşturan firmaların yüzdesi 0.46, 0.45 ve 0.44 olarak örneklem dönemi boyunca birbirine yakın olarak elde edilmiştir. **Böylelikle piramit yapılardaki kademelenme düzeyinin fazla olmadığı ve buna bağlı olarak İMKB’deki piramitlerin karmaşık yapılar oluşturmadığını söyleyebiliriz.**

Piramit yapılarda hakim ortağın niteliği (aile-kışı, şirket ve diğer) incelenerek Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5: Piramit Yapıların Hakim Ortaklarının Nitelikleri

	2006		2007		2008	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Aile/Kışı	13	0.12	42	0.30	40	0.30
Şirket	70	0.62	66	0.48	65	0.49
Diğer	30	0.26	30	0.22	28	0.21
Toplam	113	1.00	138	1.00	133	1.00

Hakim ortağı belirleme kriteri olan %10 kesim noktası ilkesine göre, piramit yapılarda birden fazla hakim ortak olduğu saptanmıştır. Bu yapılarda, hakim ortağın şirket olma oranının diğerlerine göre daha fazla olduğu görülmektedir.

4.2.3. Sahiplik ve Kontrol Haklarının Ayrışması

Örnekleme göre belirlenen piramit yapılarıdaki hakim ortakların sahiplik hakkı (SH) ve kontrol hakkı (KH) düzeyleri belirlenerek Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6: Hakim Ortakların Sahiplik ve Kontrol Hakları

	Sayı	SH	KH	KH/SH	SH/KH	KH>SH
		Ortalama %	Ortalama %	Ortalama	Ortalama %	Ortalama %
2006	88	18.42	35.48	2.9345	46.50	17.06
2007	90	19.48	37.12	2.8160	47.07	17.64
2008	86	18.41	35.93	2.9001	45.66	17.52

Tablo 6'nın incelenmesi ile, hakim ortakların 2006 yılında doğrudan ve dolaylı sahiplik oranının ortalama olarak % 18.4 olmasına karşın kontrol hakkının %35 olduğu görülmektedir. Bu oranlar 2007 yılında % 19.4 ve % 37.1, 2008 yılında % 18.4 ve % 35.9 olmuştur. Yani, **inceleme dönemini oluşturan üç yılda kontrol hakkının nakit akım hakkından %17.5, %17.3 ve %16.2 daha fazla olduğu görülmektedir.** Hakim ortaklar kontrol haklarını, bu haklarının % 45.6, %47 ve %46.5'i kadar bir direkt ve dolaylı sahipliği elde bulundurarak gerçekleştirmektedirler. Bir başka deyişle incelenen firmalar, bir birimlik sahiplik hakkı 2006 yılında 2.93 birimlik, 2007 yılında 2.81 birimlik, 2008 yılında ise 2.90 birimlik kontrol hakkı yaratmaktadır. **Bulunan bu değerler hakim ortakların küçük bir sahiplik hakkı ile daha büyük bir kontrol hakkı elde ettikleri şeklindeki beklentiyi doğrulamaktadır.**

Nakit akım hakları ve kontrol haklarının farklılaşmasının, hakim ortağın niteliği açısından dağılımı ise Tablo 7'de incelenmiştir. Her üç yılda da hakim ortağın şirketlerden oluştuğu piramit yapılarda, kontrol hakkı ve nakit akım hakkı arasındaki ayırım en fazla düzeydedir.

Tablo 7 Hakim Ortağın Niteliğine Göre Sahiplik ve Kontrol Hakları

			CFR	CR	CR/CFR	CFR/CR	CR>CFR
		Piramit Yapı Sayısı	Ortalama	Ortalama	Ortalama	Ortalama	Ortalama
2006	Holding	33	24.16	37.82	2.3396	0.5765	13.67
	Aile-kişi	9	13.50	23.43	1.8513	0.5711	09.93
	Şirket	68	20.08	38.45	2.9875	0.4732	18.37
	Diğer	11	12.13	26.95	3.6230	0.3273	14.82
2007	Holding	22	29.50	44.27	1.6712	0.6220	14.78
	Aile-Kişi	24	17.89	32.38	2.4985	0.5033	14.49
	Şirket	55	22.10	41.97	2.8087	0.4856	19.87
	Diğer	11	9.05	22.07	3.6398	0.3219	13.03
2008	Holding	21	31.03	46.56	1.6983	0.6182	15.53
	Aile-Kişi	23	14.54	28.75	2.6622	0.4652	14.21
	Şirket	53	22.22	42.27	2.8565	0.4827	20.05
	Diğer	10	7.10	18.86	3.8676	0.2986	11.76

Kontrol hakları ile nakit akım hakları arasındaki ayrışmanın artması, kontrol yetkisine sahip olanlar ile işletmenin sahipleri arasında potansiyel bir çıkar çatışmasına işaret eder. Hakim ortakların kontrol yetkisinin nakit akım yetkisinden daha fazla olması, hakim ortakların kar/kazançlar üzerindeki tasarruf yetkilerinin sınırlılığı anlamına gelmektedir. Bu durumda yönetim/kontrol güçlerini kullanırken kazançları maksimize etme motivasyonlarının düşük olması, yeterince karlı olmayan projelere sermaye tahsisi beklenen tepkilerdir (Wei ve Zhang, 2007:121). 2006-2008 dönemimde incelenen piramit yapılarında sahiplik ve kontrol hakları arasında bir ayrışmanın saptanması Ülkemizde de hakim hissedarlar ve azınlık hissedarları arasında benzer çıkar çatışmalarının yaşanmakta olduğunun işaretidir. Bu durum aynı zamanda azınlık hissedarlarını koruyucu önlemlerin geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması gereğini de açıklıkla ortaya koymaktadır.

5. Sonuç

İşletmelerde gerçek mülkiyeti gösteren sahiplik/nakit akım hakkı ile firma faaliyetlerini etkileyebilme gücünü gösteren kontrol hakkı kimi zaman birbirine eşit iken, kimi zaman birbirinden farklılaşabilmektedir. Sahiplik ve kontrol haklarının eşit olduğu durum, şirket hissedarlarının mülkiyet payı ile dengeli yönetim gücüne sahip olmaları anlamına gelmektedir. Bir pay bir oy özelliğinden farklılık gösteren hisse senetlerinin ihracı; holding ve piramit yapıların oluşması yoluyla sahiplik ve kontrol hakları birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Bu durum, bazı hissedarlara sahiplik düzeyinden çok daha fazla yönetim/kontrol hakkı sunmakta, bu da işletmedeki çeşitli çıkar gruplarının menfaat çatışmalarına, hissedarların yönetime katılma düzeylerinde bir adaletsizliğe, işletmelerin demokratik yönetimden ve kurumsal yönetim ilkelerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır.

İşletmelerde sahiplik yapısının çok yönlü öneminden hareketle bu çalışmada 2006-2008 döneminde İMKB’de kayıtlı firmaların sahiplik yapıları incelenmiş, hakim ortakların özellikleri ve piramit yapılar değerlendirilmiş, sahiplik hakları ve kontrol hakları hesaplanarak karşılaştırılmıştır.

İncelemelerde işletmelerin büyük bir kısmında hakim ortağın bulunduğu ve piramit yapıların çoğunlukta olduğu belirlenmiştir. Yaygın sahipliği olan işletme oranının %1 olması mülkiyetin tabana yayılmadığı, hakim hissedarlarda yoğunlaştığını göstermektedir. Bu durum olası hakim hissedar-azınlık hissedarı çelişkilerine ve azınlık hissedarlarının haklarını koruyucu önlemlerin gerekliliğine işaret etmektedir. Hakim ortakların tek bir kişi veya tek bir aileden oluşma düzeyi yüksektir (%45, %38, %38). Bu oranlar söz konusu işletmelerde mülkiyetin yoğunlaşma derecesinin yüksekliğini göstermektedir.

Tek hakim ortağı olan firmaların, toplam piyasa değeri içerisindeki payları yüksek olarak elde edilmiştir. Piramit yapı özelliği göstermeyen ve tek hakim ortağı bulunan firmalarda, hakim ortağın (bütünsel yapı içindeki) payının %70’in üzerinde olduğu ve 2008 krizine yaklaşırken artma eğilimi gösterdiği görülmüştür. Bu durum kriz dönemlerinin firmaların sahiplik yapılarının değişmesine neden olabileceğini ve firma sahiplik paylarının tek elde toplanmasına ortam hazırlayabileceğini düşündürmektedir.

Piramit yapıların hakim ortakları içinde şirketler büyük bir çoğunluğu oluşturmaktadır. Piramit yapı sayısı analiz döneminde 86-90 arasında değişmektedir. Piramit yapılarıdaki kademe düzeyi ise, ortalama 1.48-1.61 arasındadır. Buna bağlı olarak kademe sayısının fazla olmadığı ve İMKB’deki piramit yapıların karmaşık olarak değerlendirilemeyeceği söylenebilir.

Piramit yapılarda hakim ortakların kontrol hakları ile sahiplik hakları arasındaki fark %17 civarındadır. Piramit yapılarda, hakim ortakların bir birimlik sahiplik hakkı ortalama 2.81-2.93 birimlik kontrol hakkı yaratmaktadır. Bu fark, hakim ortağı şirket olan piramit yapılarda en fazla düzeydedir. Bulunan bu değerler, hakim ortakların küçük bir sahiplik hakkı ile daha büyük bir kontrol hakkı elde ettikleri şeklindeki beklentiyi doğrulamakta, İMKB’de işlem gören firmalarda çıkar çatışmaları ve buna bağlı temsil maliyetlerinin koşullarını oluşturmaktadır.

Kaynakça

- Almeida, H. & D. Wolfenzon. "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups.", *Journal of Finance*, Vol. LXI, No 16, December, 2637-2680.
- Bany Ariffin, A. N. (2009) "Pyramidal Ownership Structure and Agency problem: Theory and Evidence", *Research Bulletin of the Faculty of Economics and Management*, UPM, 4, March, 9-18.
- Claessens, S., Djankov S. & Lang L.H.P. (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

- Claessens, S., Djankov, S., Joseph, P.H.F. & Lang, L.H.P. (2002), “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, Vol. LVII., No:6, December, 2741-2771.
- Demirağ, İ. & Serter, M. (2003), “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, 11:1, 40-51.
- Edwards, J.S.S. & Weichenrieder, A. J. (2009), “Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration”, *Journal of Behavior&Organization*, (72), 489-508
- Fairchild, R. & Paulin, A. G. (2007), “Seperation of Control Rights and Cash-Flow Rights in Emerging Economies: Theory and Mexican Evidence”, *Corporate Ownership &Control*, Volume 5, Issue 1, 38-56.
- Gürünlü, M. (2009) “The Evolution of Corporate Govrnance Mechanisms after Going Public: Evidence from Turkish Panel Data” *International Journal of Economic Perspectives*, Volume 3, Issue 1, 59-82.
- Jensen, C.M. & Meckling, H. W. (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- Joh, S. W. (2003), “Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis”, *Journal of Financial Economics*, 68, 287-322.
- Masulis, R. W., Pham, P. K. & Zein, J. (2009), “Pyramids: Empirical Evidence on the Costs and Benefits of Family Business Groups around the World”, *Working Paper*. Erişim tarihi: 14/04/2010.
http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/Family_Business_Groups_11_25_08.pdf
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998), “Law and Finance” *Journal of Political Economy*, Vol. 106(6), December, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No.2, April, 1999, 471-517.
- Lemmon, M. L. & Lins, K. V. (2003), “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, *The Journal of Finance*, Vol.LVIII, No.4, August, 1445-1468.
- Marks, S. G. (1999), “The Separation of Ownership and Control” *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham: In Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest (eds.), Edward Elgar Publishing, pp. 692-724.
- Morck, R., Wolfenzon, D. & Yeung B. (2005), “Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIII, September, 655-720.
- Orbay, H. & Yurtoğlu, B. B. (2006), “The Impact of Corporate Governance Structures on the Corporate Investment Performance in Turkey”, *Corporate Governance*, Volume 14, Number 4, July, 349-363.

- Sacristan-Navarro, M. & Gomez-Anson, S. (2007) "Family Ownership and Pyramids in the Spanish Market", *Family Business Review*, Vol. XX, No. 3, September, 247-265.
- Smith, B.F., Amoako-Adu, B. & Kalimipalli, M. (2009), "Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada", *Applied Financial Economics*, 19, 955-974.
- Toraman, C. & Okuyan, A. (2009), "İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama", *MUFAD*, Ocak, sayı.41, 72-81.
- Wei, K.C.J. & Zhang, Y. (2008), "Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis", *Journal of Corporate Finance*, 14, 118-132.
- Yurtoğlu, B.B. (2000), "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Companies", *Empirica* 27, 193-222.
- Yurtoğlu, B.B. (2003), "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey", *Journal of Corporate Ownership&Control*, 1(1), 72-86.

