

# ŞİRKETLER TOPLULUĞUNDA PİRAMİT YAPILANMA KAVRAMI VE TÜRKİYE'DEKİ HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLER BAKIMINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

## THE CONCEPT OF THE PYRAMIDAL STRUCTURING IN THE GROUP OF COMPANIES AND ITS EVALUATION IN TERMS OF THE LISTED COMPANIES IN TURKEY

Zeynep Berin MANAVGAT\*

**Özet:** Şirketler topluluğunun özel bir görünüm biçimi olan piramit yapılanma, hâkim teşebbüsün doğrudan ve dolaylı hakimiyet ile yarattığı bir hakimiyet zinciri olarak tanımlanabilir. Söz konusu yapılanma sayesinde hâkim teşebbüs, özellikle alt basamaklarda yer alan şirketlere düşük sermaye miktarı koymakla birlikte, sermaye payından bağımsız bir yönetim gücü elde edebilmektedir. Böylece hâkim teşebbüs bakımından malvarlıksal haklarla yönetim haklarının birbirinden ayrıldığı bir yapı ortaya çıkmaktadır. Bu durum bağlı şirket pay sahipleri, alacaklıları ve genel anlamda kurumsal yönetim anlayışı açısından olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Halka açık bir anonim şirketin piramit yapılanma içerisinde yer alması ve pay sahibi sayısının artması söz konusu sorunları daha da önemli hale getirmektedir. Piramit yapılanma içerisinde yer alan halka açık anonim şirketlerde, düşük halka arz oranlarının tercih edilmesi, yatırımcıların sürekli şekilde hâkim ortağı finanse etmesi ile malvarlığının ana veya tek kalemin bir başka halka açık grup içi şirketin paylarından oluşan grup içi şirketlerin halka açılması bu sorunların başında gelmektedir. Türkiye piyasası bakımından halka açık anonim şirketler incelendiğinde, halka açık anonim şirketlerin önemli bir kısmının piramit yapılanma içerisinde yer aldığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Piramit Yapılanma, Şirketler Topluluğu, Halka Açık Anonim Şirketler, Kurumsal Yönetim, Kontrol

**Abstract:** The pyramidal ownership structure, a special form of the group of companies, can be defined as a chain of control created by controlling company with direct and indirect control over its subsidiaries. Through this structure, although the controlling company contributes a lower share capital amount especially to the sub-

\* Doktora Öğrencisi, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi, zeynepmanavgat@gmail.com, ORCID: 0000-0002-6483-2602, Makalenin Gönderim Tarihi: 16.02.2023, Kabul Tarihi: 24.04.2023

sidiaries at the lower tiers of the pyramid, this company could obtain a greater controlling power on its subsidiaries independent of the amount of its capital share. Thus, the cash flow rights and the controlling rights of the controlling company are being seperated from each other. This seperation may have negative consequences for the shareholders and the creditors of the subsidiaries and in the general sense, corporate governance. The fact that a listed company is included in the pyramid structure and the incresing number of the shareholders increase make these problems even more important. For the listed companies included in the pyramids, preference of lower public offering rates, constantly being financed of the controlling shareholder by the investors and the public offering of a group company whose sole or main assets are another listed group companies shares can be shown as the main problems. When the listed companies are examined in terms of the Turkish market, it has been determined that a significant part of listed companies are controlled by the controlling shareholder of the pyramidal structures.

**Keywords:** Pyramidal Ownership Structure, Group of Companies, Listed Companies, Corporate Governance, Control

## GİRİŞ

Bir şirketin yönetiminde menfaat çatışmalarının en aza indirilmesi ve tüm menfaat sahiplerinin korunması bakımından olması gereken, pay sahiplerinin, sermayeye katılım oranı ile şirket yönetiminde söz sahibi olması arasında doğru orantının bulunmasıdır. Böylece ilgili pay sahipleri, hak kazanacakları kâr ve tasfiye payına katılma hakkı oranını göz önünde tutarak şirketin yönetiminde söz sahibi olabilecek; bu durum, pay sahiplerinin, kendilerinin, şirketin, alacaklıların ve diğer menfaat sahiplerinin menfaatlerini dikkate alarak yöneticileri seçmesini sağlayacaktır. Ancak şirketlerin gruplaşmasıyla birlikte, az maliyetle daha çok kontrol hakkı elde etmek isteyen hâkim teşebbüslerce, malvarlıksal haklar ile yönetim hakları arasında ayırım yaratılması ve düşük sermaye payıyla çok sayıda şirketin hakimiyet altında tutulması tercih edilmektedir. Bu iki hak arasında ayırım yaratan ve hâkim teşebbüsün, genellikle dolaylı hakimiyet gücünü kullanarak düşük sermaye payıyla orantısız bir kontrol gücü elde etmesine yol açan topluluk yapılanmasına piramit yapılanma adı verilmektedir.

Bu çalışmada, öncelikle piramit yapılanma kavramı ve piramitin oluşturulma şekli incelendikten sonra, bu yapılanmaların özel olarak ele alınma sebepleri açıklanacaktır. Halka açık şirketlerin bir piramit yapılanma içerisinde yer alması, bununla ilişkili olarak bağlı şirketlerin halka arzında dikkat çeken noktalar ve yatırımcılar bakımından

bir piramit yapılanma içerisinde yer alan halka açık şirkete yatırım yapılmasının ne gibi sorunlar yaratabileceği açıklandıktan sonra piramit yapılanma içerisinde yer alan halka açık şirketlerin genel durumu Türkiye özelinde incelenecektir.

## I. PİRAMİT YAPILANMA

### A. Genel Olarak

Şirketler hukuku düzenlemeleri, kural olarak, şirketlerin bağımsız şekilde faaliyet göstermelerine ilişkin hükümler öngörse de şirketler, sürdürdükleri faaliyetleri sırasında diğer şirketler ile bağlantı içerisinde olabilirler. Bu bağlantı kısa süreli, belirli bir iş bakımından gerçekleştirilebileceği gibi; daha kapsamlı şekilde, belirli bir süre bir diğer şirketin faaliyetinde söz sahibi olunabilecek düzeyde de olabilir. Şirketlerin yapısal özelliklerini etkileyen, yönetim ve iradesinin oluşumuna etki eden şekilde ortaya çıkan bağlantıları sağlayan güce hakimiyet adı verilir.<sup>1</sup> Şirketlerin yapısal özelliklerinde farklılık yaratmayan şirketler arası ilişkiler, genel hükümlerle çözülebilecek nitelikteyken; hakimiyetin devreye girdiği, şirket içerisinde menfaat dengesini bozmaya elverişli olan bağlantıların özel düzenlemelerle çözülmesi tercih edilebilir.<sup>2</sup>

Türk hukuku bakımından da konuyla bağlantılı olarak, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) getirmiş olduğu en büyük yenilik,

<sup>1</sup> Virginia Harper Ho, "Theories of Corporate Groups: Corporate Identity Reconciled", *Seton Hall Law Review*, 2012, V. 42, No. 3, s. 887, 888.

<sup>2</sup> Kürşat Göktürk, *Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları*, 2. Basım, Adalet Yayınevi, Ankara, 2022, s. 8. Her ne kadar hakimiyetin varlığı halinde özel düzenlemeler yapılması tercih edilebilecekse de özel düzenleme yapma yoluna gitmemiş ve hakimiyet bağlantısına sahip şirketler arasındaki ilişkileri genel düzenlemelerle çözebilen ülke hukuk düzenleri de mevcuttur. Bu ülkelere verilebilecek en iyi örnek İsveç'tir (Rolf Dotevall, National Report on Sweden, Groups of Companies A Comparative Law Overview, *Ius Comparatum-Global Studies in Comparative Law* Rafael Mariano Manóvil (ed.), 2020, s.129-141). Yoğunlaşmış pay sahipliği yapısına sahip, piyasadaki genel eğilimin şirketlerin topluluk içerisinde yer alarak faaliyet göstermesi şeklinde olduğu İsveç'te, hakimiyet veya topluluk olmaya ayrı sonuç bağlayan kurallar öngörülmemiştir. Bu konu hakkında yapılan araştırmalar ülkenin küçük olması ve sosyal denetimin güçlü olması sayesinde etkin bir korumanın sağlandığını ortaya koymuştur (Klaus J. Hopt, "Groups of Companies: A Comparative Study of the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups", European Corporate Governance Institute, 2015, Law Working Paper No: 286/2015, s. 8).

topluluk şirketlerinin hukuki anlamda tanınması ve bunlara özgü hukuk kurallarının getirilmiş olmasıdır. Böylece, şirketlerin topluluk haline gelmesine neden olan hakimiyet ilişkisiyle birlikte hâkim teşebbüs ile bağlı şirketlerin bir arada değerlendirilmesi ve bunların ekonomik bir bütünlük yarattığı kabul edilmiş;<sup>3</sup> şirketler arasında hakimiyetle oluşan ilişkiler ve bunların sonuçları özel olarak düzenlenmiş; topluluk yapılanması nedeniyle ekonomik bağımsızlığını kaybeden bağlı şirketler, bunların pay sahipleri ve alacaklıları yani menfaat sahipleri de koruma altına alınmıştır.

## B. Piramit Yapılanma Kavramı

Piramit yapılanma, esasen, şirketler topluluğunun özel bir görünüm biçimidir. TTK m. 434/2 hükmü, anonim şirketlerde her bir pay sahibinin sadece bir paya sahip olsa bile kural olarak en az bir oy hakkına sahip olduğunu düzenlemiştir. Oy haklarının, toplam payların itibari değeriyle orantılı olması şeklinde tanımlanabilecek orantılılık veya bir pay-bir oy ilkesi<sup>4</sup> çerçevesinde, oy hakkına dayalı hakimiyetin

<sup>3</sup> Topluluk yapılanmasında, sınırlı sorumluluk ilkesinin gereği olarak hâkim teşebbüs, topluluğun kendisine sağladığı özellikle ekonomik faydalardan yararlanırken, bağlı şirketlerin zararından ve borçlarından sorumlu olmamaktadır. Bu durum hâkim durumda bulunan teşebbüsler bakımından topluluk haline gelmenin en önemli sebeplerinden biridir. Buna karşılık, hâkim teşebbüsün yönetimi ile borç altına giren ve/veya zarara uğrayan bağlı şirketin yeterli malvarlığı yoksa pay sahipleri ve/veya alacaklılar yeterli güvenceye sahip olamamakta ve hâkim teşebbüsün kötü yönetimi nedeniyle zarara uğramaktadırlar. Bu durum, topluluk yapılanmaları bakımından sınırlı sorumluluk ilkesinin eleştirilmesine sebep olmuştur (Martin Petrin/Barnali Choudhury, "Group Company Liability", *European Business Organization Law Review*, 2018, V. 20, s.1). Hâkim teşebbüsün sorumluluk altına girmeksizin, sadece topluluğun kendisine sağlamış olduğu ekonomik faydalardan yararlanarak bağlı şirketleri yönlendirebilmesi eleştirilerin ana sebebidir (Belayneh Ketsela, "Evaluating the Concept of Minority in Corporate Groups Context: A Specific Look at Minority Shareholders of the Subsidiary Company", *Bahir Dar University Journal of Law*, 2012, V. 2, No. 2, s. 224). Bu sebeplerle, özel düzenlemeler ve/veya mahkeme kararlarıyla toplulukların ekonomik bir bütün olarak kabul edilmesi ve sınırlı sorumluluk ilkesi geçerli olsa bile, bağlı şirketlerin kötü yönetiminden kaynaklı olarak hâkim teşebbüsün sorumluluğuna gidilmesi ve bağlı şirketin zararından ötürü sorumlu tutulması hem fiili gerçekliğe hem de hakkaniyete uygun bir yaklaşım olarak kabul edilmiştir. Özellikle bağlı şirketin tek pay sahibinin hâkim teşebbüs olması halinde sınırlı sorumluluk ilkesinin neden olabileceği riskler hk. bkz. Philip I. Blumberg, "Limited Liability and Corporate Groups", *The Journal of Corporation Law*, 1986, V. 11, s. 623-626.

<sup>4</sup> Uluslararası literatürde bu kural one share-one vote olarak tanımlanmakta ve çoğu anonim şirket hukukunun temel kuralı olarak görülmektedir (Yu-Hsin Lin,

yaratılması, kural olarak, şirketin sermayesini temsil eden paylara ve buna paralel olarak oy haklarının çoğunluğuna sahip olmak yoluyla gerçekleşir. Bu şekilde yaratılan bir hakimiyette, hâkim teşebbüsün, bağlı şirketin sermayesinin çoğunluğuna sahip olması nedeniyle üstlenmiş olduğu riskle yönetime katılma hakkı da birbiriyle orantılı olacaktır.

Hakim teşebbüsün bağlı şirketin oy haklarının çoğunluğunu elinde bulundurması dışında, hakimiyetin sağlanabilmesi, farklı yollarla da gerçekleşebilir.<sup>5</sup> Sermaye ile birlikte oy haklarının çoğunluğuna sahip olmak dışında, hakimiyeti sağlamaya elverişli haller arasında, hakim teşebbüsün pay sahipliği hakları ile şirketi kontrol etme haklarının birbirinden ayrıldığı, pay sahibinin sermayeye katılımına bağlı olarak üstlenmiş olduğu riskle yönetime katılma gücünün orantsız hale geldiği durumlar da söz konusudur. Bu gibi, şirketin oy haklarının çoğunluğuna sahip olunarak doğrudan bir hakimiyet yaratılmaksızın, hakimiyeti doğuran hallerden biri de piramit yapılanmalardır.<sup>6</sup>

Piramit yapılanma, hâkim teşebbüsün doğrudan hakimiyeti altında olan bağlı şirketler ve bu bağlı şirketlerin hakimiyeti altında olan, alt basamaklarda yer alan grup şirketlerle, tepede hâkim teşebbüsün yer aldığı, piramide benzeyen bir hakimiyet zincirinin oluşması şeklinde

---

“Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control”, *Columbia Business Law Review*, 2017, V. 453, No. 2, s. 456).

<sup>5</sup> TTK m. 195 hükmüne göre bu yollar; şirket sözleşmesi uyarınca, yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilme hakkına sahip olma; kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu oluşturma; bir ticaret şirketini bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hakimiyet altında tutmaktır.

<sup>6</sup> 2007 yılında 16 Avrupa Birliği (AB) ülkesini dikkate alınarak yapılmış olan bir çalışma, 464 halka açık şirketin %44'ünün kontrol sağlayan mekanizmalardan birini kullanarak bir pay-bir oy ilkesinden saptığını ortaya koymuştur (Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies External Study Commissioned by the European Commission, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, s. 24, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_07\\_751](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_07_751) (son erişim tarihi: 16.01.2023)). Uzakdoğu ülkelerinde, piramit yapılanma çok yaygın şekilde kullanılmakta olup, verilere bakıldığında; Endonezya'da %66,9, Singapur'da %55, Tayvan'da %49, Kore'de %42,6 oranında piramit yapılanmaya gidildiği; Uzakdoğu'daki halka açık şirketlerin ortalama %38,7'sinin böylesi bir yapılanma içerisinde yer aldığı sonucuna ulaşılmıştır (Lin, “Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control”, s. 461).

tanımlanabilir. Piramit yapılanmanın özellik arz eden hali, hâkim teşebbüsün özellikle alt basamaklarda yer alan bağlı şirketler üzerindeki hakimiyetini, hâkim teşebbüsün doğrudan hakimiyeti altında olan bağlı şirketler aracılığıyla sağlamasıdır. Böylece hâkim teşebbüsün alt basamaklarda doğrudan pay sahipliği düşük oranda olabileceği gibi hiç de olmayabilir; buna rağmen, hâkim teşebbüs, doğrudan hakimiyeti altındaki bağlı şirketlerin alt basamaklarda sahip oldukları hakimiyetleri sayesinde, dolaylı şekilde, alt basamaklardaki şirketlerde yönetim gücünü elde edebilecektir.

Yukarıda yer verilen örnek, varsayımsal olarak yaratılmış olan (A) A.Ş.'nin hakimiyeti altında piramit şeklinde yapılanmış bir şirketler topluluğunu göstermektedir. İlgili şemanın bağlı şirketlerin sayısının artırılması ile yana ve aşağıya doğru uzatılması mümkündür. Tepede yer alan (A) A.Ş., alt kademelerde yer alan şirketlerde hiç pay sahibi olmasa veya düşük oranda pay sahibi olsa bile, doğrudan hakimiyeti altında bulunan bağlı şirketlerin ((B) ve (C) A.Ş.) hakimiyeti altında olan şirketleri, yaratmış olduğu salkım şeklindeki yapı sayesinde dolaylı hakimiyetle yönetme gücüne sahip olabilecektir.

Şema üzerinden inceleme yapıldığında, piramit yapılanmanın yaratılmadığı bir varsayımda, (A) A.Ş., örneğin, (P) A.Ş.'de çok düşük bir sermaye payına sahip olduğu takdirde, sermaye payıyla paralel şekilde oy hakkına sahip olacağı için bu şirketi yönetme gücünü elinde bulunduramayacaktır. Ancak yaratılmış olan çok katmanlı yapı ve (A) A.Ş.'nin, (C) A.Ş.'de sahip olduğu doğrudan hakimiyet ve (C) A.Ş.'nin de (H) A.Ş.'de hâkim durumda olmasına bağlı olarak oluşmuş olan dolaylı hakimiyetle, (A) A.Ş., (P) A.Ş.'de sahip olduğu sermaye payından bağımsız ve orantısız şekilde bir yönetim gücüne kavuşabilecektir.

Piramidin tepesinde yer alan hâkim teşebbüsün, dolaylı yolla sağlanan hakimiyetle birlikte, piramidin alt basamaklarında yer alan şirketler üzerinde, sermaye oranı ve buna bağlı olarak üstlendiği risk düşük olacaktır. Ancak hâkim teşebbüs, doğrudan hakimiyeti altında bulunan şirketler aracılığıyla alt basamaklarda yer alan bağlı şirketleri yönetme gücünü haiz olacaktır. Böylece hâkim teşebbüs, aynı sermaye payıyla daha fazla sayıda şirket üzerinde hakimiyet kurabilecek; sermaye payına bağlı olarak üstlendiği risk düşerken, dolaylı hakimiyetle sahip olduğu yönetime katılma gücü artacak ve sermayeye katılım

oranı ile kontrol gücü arasında hâkim teşebbüs lehine bir orantısızlık meydana gelecektir.

Dolaylı hakimiyetle yaratılan piramit yapılanmalarda alt basamaklara inildikçe, hâkim teşebbüsün bu şirketlerdeki pay oranı azalacağı için, bu azalmaya bağlı olarak, oransallık ilkesi gereği, paya bağlı malvarlıksal hakları<sup>7</sup> da azalacaktır. Buna rağmen hâkim teşebbüsün, doğrudan hakimiyeti altındaki şirketlerin alt basamaklardaki şirketler üzerinde sahip oldukları hakimiyet ve yaratılmış olan hakimiyet zinciri ile, sahip olduğu sermaye payından bağımsız şekilde bağlı şirketi yönetme gücü olacaktır. *Wedge* olarak adlandırılan malvarlıksal haklarla kontrol hakları arasındaki ayırım, kural olarak, piramidin aşağı basamaklarına inildikçe açılmaktadır.<sup>8</sup>

Piramit yapılanmanın hâkim teşebbüs bakımından faydalarından biri, yukarıda anlatılanlardan da anlaşılacağı üzere, hâkim teşebbüsün, düşük sermaye oranı ve dolaylı hakimiyet ile bağlı şirketleri yönetim gücüne sahip olması, böylece, düşük sermaye payıyla orantılı olacak şekilde kâr payı ve tasfiye payının göreceli olarak düşük olması nedeniyle şirketin malvarlığındaki azalmalardan çok etkilenmeyecek olmasıdır. Ayrıca hâkim teşebbüs, sınırlı ve daha düşük sermaye koyarak, böylece daha düşük maliyetlere katlanarak bununla orantısız şekilde çok daha büyük finansal kaynaklara ulaşabilir; ticari faaliyetlere yön verebilir ve topluluk şirketlerinin yönetimini merkezileştirebilir.<sup>9</sup> Bu nedenle de bağlı şirketlerin yönlendirilmesinde söz konusu bağlı şirket haricindeki bazı menfaatlerin üstün tutulması söz konusu olabilir.<sup>10</sup>

<sup>7</sup> Piramit yapılanmaları ekonomik boyutta inceleyen çalışmalarda; pay sahibinin kâr payı ve tasfiye payı alma hakları malvarlıksal haklar olarak tanımlanmaktadır. Bu haklara nakit akım/akış hakkı (cash flow rights) adı da verilmektedir.

<sup>8</sup> Randall Morck/Bernard Yeung, "Agency Problems in Large Family Business Groups" *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, V. 27, No. 4, s. 370. Kural olarak, piramit yapılanma ne kadar çok basamağa sahipse kontrol gücü ile pay oranı arasındaki ayırım da o kadar belirgin hale gelmektedir (Jin Sheng, "Controlling Minority Structure in China's Family Controlled Group Affiliates", *City University of Hong Kong Law Review*, 2012, V. 3, No. 2, s. 275).

<sup>9</sup> Marcello Bianchi/Magda Bianco/Luca Enriques, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, *The Control of Corporate Europe* (Ed. Barca F./Becht M.), Oxford, 2002, s. 15.

<sup>10</sup> Lucian Arye Bebchuk/Kobi Kastiel, "The Perils of Small-Minority Controllers", *Georgetown Law Journal*, 2019, Discussion Paper No. 985, s. 12.

Malvarlıksal haklarla yönetime katılma hakları arasında oluşan orantısızlığın olumsuz yanı, esasen pay sahibinin şirkette sahip olduğu risk-getiri dengesinin bozulmasıdır. Pay sahibi, şirkete koymuş olduğu sermaye miktarı kadar malvarlıksal haklara katılmalı, ayrıca riske katlanma oranı yani sermaye payı oranı kadar kontrol hakkına sahip olmalıdır.<sup>11</sup> Böylece pay sahibi, özellikle kâr payının olumsuz yönde etkilenmesi riskine karşı, şirketin menfaatine uygun olarak, şirketin yönetiminin en iyi şekilde yerine getirilmesi amacıyla hareket eder. Örneğin, hakimiyetin bağlı şirkette sermaye payının çoğunluğuna sahip olunarak veya oyda imtiyaz yaratılmaksızın oy haklarının çoğunluğuna sahip olunarak sağlandığı hallerde hâkim teşebbüsün, hakimiyetten ötürü yine topluluk menfaatine uygun hareket etme riski varsa da, hakim teşebbüs, şirketin malvarlığındaki azalmadan sermaye payına bağlı olarak yüksek seviyede etkileneceği için, kendi malvarlıksal hakları da zarar görme riski altında olacaktır. Bu nedenle şirketin yönetiminde şirketin menfaatlerinin ön planda tutulması daha olası hale gelecektir.

Piramit yapılanma gibi malvarlıksal haklarla kontrol haklarının birbirinden ayrıldığı durumlarda ise, malvarlıksal hakların azalmasına bağlı olarak, hâkim teşebbüsün özellikle alt basamaklarda yer alan şirketlerdeki pay sahiplerinin menfaatlerini, kendisinin, bir başka grup içi şirketin veya topluluğun menfaatleri uğruna feda etme olasılığı artmaktadır. Yukarıdaki örnek şemadan hareketle, (A) A.Ş.'nin (P) A.Ş.'de sahip olduğu düşük sermaye payına bağlı olarak üstlenmiş olduğu risk de azalacağı için, hâkim şirket, (P) A.Ş.'yi piramit veya kendi menfaati doğrultusunda yönetme konusunda daha serbest olabilecektir.

Hâkim teşebbüsün, piramidin özellikle alt basamaklarında yer alan bağlı şirketlere koymuş olduğu düşük sermaye payıyla orantılı şekilde katlanacağı riskin azalması ve böylece şirketleri kendi veya topluluk lehine yönetebilmesi, piramit yapılanmaların en önemli olumsuz etkisidir. Piramit yapılanmaları inceleyen iki ayrı çalışmada, hâkim teşebbüsün, kontrol hakları ile malvarlıksal hakları arasın-

<sup>11</sup> Jaap W. Winter/Jan Schans Christensen/Jose M. Garrido Garcia/Klaus J. Hopt/Jonathan Rickford/Guido Rossi/Joelle Simon, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union, Brussels, 2002.



daki ayrım ne kadar genişlerse, o kadar, kişisel menfaatlerini gözeterek bağlı şirketleri yönettiği ve diğer menfaat sahiplerinin haklarını ihlal edici işlemlere giriştiği sonucuna varılmıştır.<sup>12</sup> Paralel şekilde, piramit yapılanma içerisinde yer alan şirketlerin piyasa değerinin düştüğünü<sup>13</sup> ve kâr payı oranının azaldığını<sup>14</sup> gösteren çalışmalar da mevcuttur.

Piramit yapılanmalar, hâkim teşebbüsün, alt kademelerde yer alan şirketlerde düşük oranda sermaye miktarına sahip olarak yarattığı dolaylı hakimiyet zinciriyle oluşturulabileceği gibi, hiç pay sahipliği olmaksızın veya çok düşük oranda sermaye payı yanında kontrol geliştirici mekanizmaların kullanılmasıyla da sağlanabilir. Genel anlamda kontrol geliştirici mekanizmalar, sermaye payı ile kontrol hakları arasındaki ayrımı açan ve bir pay-bir oy ilkesinin uygulanmamasını sağlayan mekanizmalar olarak tanımlanabilir.<sup>15</sup> Tanımdan da anlaşılacağı üzere, başka yollar yanında esasen piramit yapılanmalar da bir kontrol geliştirici mekanizmadır. Ancak piramit yapılanmanın bu anlamda özellik arz eden noktası, diğer kontrol geliştirici mekanizmaların piramit yapılanma gibi çok katmanlı bir hakimiyet zinciri yaratma amacıyla kullanılabilmesidir. Dolaylı hakimiyetin yanı sıra piramit yapılanmanın yaratılmasında kullanılacak olan mekanizmalar, birden fazla pay grubu yaratılması (*dual-class shareholding*) halinde bu gruplardan bir veya birkaçına oyda imtiyaz tanınması, karşılıklı iştirak, oy ve pay sahipliği sözleşmeleridir.<sup>16</sup>

<sup>12</sup> Paul A. Gompers/Joy Ishii/Andrew Metrick, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States", *Review of Financial Studies*, 2010, V. 23, No. 3, s. 1051, 1052-1055, 1067; Ronald W. Masulis/Cong Wang/Fei Xie, "Agency Problems at Dual-Class Companies", *Journal of Finance*, 3<sup>rd</sup> Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers, 2008, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No. 209/2008, s. 1697.

<sup>13</sup> Henrik Cronqvist/Mattias Nilsson, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, V. 38, No. 4, s. 695.

<sup>14</sup> Mikko Zerni/Juha-Pekka Kallunki/Henrik Nilsson, "The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms and Firm Value", *Contemporary Accounting Research*, 2011, V. 27, No. 4, s. 1169.

<sup>15</sup> Lin, "Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control", s. 460.

<sup>16</sup> Lucian Aye Bebchuk/Reinier Kraakman/George Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights", *National Bureau of Economic Research*, 1999, Working Paper No. 6951, s. 1.

Sözleşmesel yollar yanında piramit yapılanmaların sözleşmesel bir bağ olmaksızın da yaratılması mümkündür. Hukuki herhangi bir araç olmaksızın yaratılan piramit yapılanmalarda, hâkim teşebbüsün yönlendirebilme yetkisine verilebilecek en tipik örnek ailevi bağlardır. Grup içi şirketlerin yönetiminde aynı ailenin üyelerinin görev almasıyla birlikte hakimiyetin sağlanması ve akrabalık bağına dayanılarak aynı yönde hareket etme ve yönetimi hâkim teşebbüsün talimatlarına göre gerçekleştirme ihtimali söz konusudur. Özellikle Uzakdoğu ülkelerinde, piramit yapılanmaların bir ailenin hakimiyeti altında kurulduğu gözlemlenmektedir.<sup>17</sup>

Son olarak, *coalition control* adı verilen ortak yönetim ile kontrolün sağlanması da sözleşmesel bir bağ olmaksızın piramit yapılanmanın oluşturulmasına imkan tanımaktadır. Bu yöntemde, pay sahipleri ve yöneticiler arasında bir ailevi bağ bulunmamakla birlikte; genel değerler üzerinden bir güven bağı oluşturmuş olmak, aynı siyasi görüşe sahip olmak, aynı sektörde ticari faaliyet sürdürmek gibi ortak değerlerle hâkim teşebbüsün yönlendirme gücüne sahip olması mümkün olmaktadır.<sup>18</sup>

Piramit yapılanmalar hakkında yapılmış olan çalışmalardan birinde, piramit yapılanmalarda hakimiyetin varlığı ve hakim teşebbüsün yönetim üzerindeki gözetimi sayesinde pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki menfaat çatışmalarının ortadan kalkmış olmasının şirket değerine olumlu katkısı olduğu ifade edilirken;<sup>19</sup> bir diğerinde bağılı şirketin yönlendirilmesinin bir grup tarafından ve içten olmasının, piramit yapılanmaların bağımsız şirketlerden tek farkı olduğu ve bunun şirket değerine herhangi bir olumlu veya olumsuz etkisi olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.<sup>20</sup> Doğu Asya ülkeleri ve piramit yapılanmanın sıklıkla görüldüğü İsveç'i dikkate alan bir çalışmada, piramit yapılanmanın malvarlıksal haklarla kontrol hakları arasında ayrıma

<sup>17</sup> His-Mei Chung/Shu-Ting Chan, "Ownership Structure, Family Leadership and Performance of Affiliate Firms in Large Family Business Groups", *Asia Pacific Journal of Management*, 2012, V. 29, No. 2, s. 303.

<sup>18</sup> Bianchi/Bianco/Enriques, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy, The Control of Corporate Europe*, s. 17.

<sup>19</sup> Adolf A. Berle/Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1968, s. 83.

<sup>20</sup> Harold Demsetz, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 1983, V. 26, s. 375-390.

sebeup olmasının şirket değerini düşürdüğü belirlenmiştir.<sup>21</sup> Bir başka çalışmada ise, piramit yapılanmanın şirket değerini artırdığı ancak şirketin kârlılığı bakımından bir etki doğurmadığı sonucuna ulaşmıştır.<sup>22</sup> Görüldüğü gibi, özellikle piramit yapılanmaların şirket değerine olan etkileri araştırılırken farklı bakış açıları ve farklı ölçütler dikkate alındığından, eldeki çalışmalarla piramit yapılanmaların şirket değerine olan etkileri bakımından mutlak bir sonuca ulaşıldığı söylenemez.

Yukarıda da belirtildiği üzere, piramit yapılanma her ne kadar topluluk yapılanmasının özel bir görünüm biçimi olsa da bu iki kavram arasında farklar bulunmaktadır. Bunlar, piramit yapılanma yoluyla kontrol gücü ile sermaye payı oranı arasında bir fark yaratılması;<sup>23</sup> sermaye payından, böylece pay oranıyla orantılı malvarlıksal haklardan ve üstlenilen risklerden bağımsız ve fazla bir kontrol gücünün elde edilmesi ve çok basamaklı bir hakimiyet zincirinin varlığıdır. Özellikle piramidin alt basamaklarına inilmesiyle birlikte, hâkim teşebbüsün, dolaylı hakimiyet zinciri sayesinde, sermaye payıyla ters orantılı bir kontrol gücü elde etmesi sağlanır.

Piramit yapılanma sayesinde hâkim teşebbüsün alt basamaklarda yer alan şirketlerdeki malvarlıksal haklarının azalması, hâkim teşebbüsün bağlı şirketlerde oluşabilecek ekonomik sorunlardan daha az etkilenmesini, böylece bu şirketleri şirket dışı bir menfaat uğruna yönetme riskini daha kolay üstlenmesini sağlayabilir. Böylece hâkim teşebbüs, kontrol ile pay sahipliği hakları arasında bir ayırım yaratarak kontrol gücüne sahip olacak, kontrol gücünün faydalarından az bir sermaye miktarı ile yararlanabilecektir.<sup>24</sup> Bu durumda topluluk yapısına kıyasla piramit yapılanma içerisinde yer alan bağlı şirketlere sermaye koyan grup dışı pay sahiplerinin korunması daha da büyük önem taşımaktadır.

<sup>21</sup> Belen Villalonga/Raphael Amit, "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 2006, V. 80, s. 387.

<sup>22</sup> Ronald W. Masulis/Peter Kien Pham/Jason Zein, "Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids", *The Review of Financial Studies*, 2011, V. 14, Is. 11, s. 6.

<sup>23</sup> Jeremy J. Edwards/Alfons, J. Weichenrieder, "Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration", *Munich Personal RePEc Archive*, 2009, Paper No. 13830, s. 44.

<sup>24</sup> Masulis/Pham/Zein, "Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids", s. 2.

Esas itibariyle, bir ülke düzeninin getirmiş olduğu grup dışı pay sahiplerine ilişkin koruma ne kadar güçlüyse, hâkim teşebbüsün piramit yapılanma sayesinde elde etmiş olduğu hakimiyeti kötüye kullanma ihtimalinin o kadar düşük olması beklenir. Bu kapsamda, piramit yapılanmaları, pay sahipliği korumasının etkinliği bakımından incelenen bir çalışmada, pay sahipliği korumasına ilişkin düzenlemelerin zayıf olduğu ülkelerde, şirketlerin piramit yapılanmaya daha eğilimli bir pay sahipliği yapısının bulunduğu ortaya konmuştur. Böylece hâkim teşebbüs, hafif bir yaptırımla veya hiçbir yaptırıma maruz kalmaksızın, hakimiyetini kullanmakta; düşük olan pay oranına bağlı olarak bağlı şirketleri kendi menfaatine göre yöneterek finansman ve kaynak elde edebilmektedir.<sup>25</sup> Bu çalışmanın tersi yönde, toplam 45 ülke hukukunu inceleyen bir çalışmada ise, piramit yapılanmanın tercih edilmesi ile pay sahipliği korumasına ilişkin getirilen düzenlemelerin arasında herhangi bir bağ olmadığı sonucu elde edilmiştir.<sup>26</sup>

AB Komisyonu'nun sermaye payı ile kontrol hakları arasındaki orantılılık ilkesini temel alarak yapmış olduğu bir çalışmada, 16 AB ülkesi,<sup>27</sup> Avustralya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Japonya'nın aralarında bulunduğu ülkelerin %75'inde şirketlerin piramit yapılanma şeklinde örgütlendiği tespit edilmiştir.<sup>28</sup> Görüldüğü gibi, piramit yapılanmaların zayıf pay sahipliği koruması getirmiş olan ülkelerde daha sık görülmesi beklense de, çoğu AB ülkesi dahil birçok ülkede piramit yapılanmanın tercih edildiği söylenebilir. Örneğin, Alman hukuk düzeni, topluluk yapılanmasına dair çok kapsamlı bir düzenleme içermesine karşın, grup şirketlerin ağırlıklı olduğu bir piyasaya sahiptir.<sup>29</sup>

<sup>25</sup> Heitor V. Almeida/Daniel Wolfenzon, "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *Journal of Finance*, 2006, V. 61, s. 2637, 2661.

<sup>26</sup> Masulis/Pham/Zein, "Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids", s. 33, 36.

<sup>27</sup> Bu ülkeler; Belçika, Danimarka, Estonya, Fransa, Finlandiya, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Polonya, İspanya, İsveç ve İngiltere'dir.

<sup>28</sup> Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies External Study Commissioned by the European Commission, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, s. 19, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_07\\_751](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_07_751) (erişim tarihi: 16.01.2023).

<sup>29</sup> Ekkehart Boehmer, "Business Groups, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers", *Journal of Financial Intermediation*, 2000, V. 9, s. 118.

Piramit yapılanmanın sıklıkla tercih edildiği ülkelerden bir diğeri olan İsveç'te, Stockholm Borsası'nda işlem gören birçok halka açık İsveç merkezli şirket, tek bir ailenin hakimiyeti altında oluşturulmuş olan bir piramit yapılanma içerisinde yer almaktadır ve bu şirketler Borsa'nın piyasa değerinin yarısını oluşturmaktadır.<sup>30</sup> Bir başka güçlü ekonomiye sahip Japonya'da da piramit yapılanmalara sıklıkla rastlanmakta olup,<sup>31</sup> dünyanın en güçlü ekonomisine sahip olan ABD'de ise getirilmiş olan vergi kısıtlamalarına bağlı olarak piramit yapılanmaya çok rastlanmamaktadır.<sup>32</sup> Latin Amerika ülkeleri ise güçlü bir ekonomik yapıya sahip olmayan ancak özellikle tepede bir ailenin yer aldığı piramit yapılanmaların sıklıkla görüldüğü ülkeler arasındadır.<sup>33</sup>

Ülke hukuk düzenlerinin getirmiş olduğu pay sahipliği koruması, esasen kurumsal yönetim ilkelerinin<sup>34</sup> uygulanmasının etkinliğiyle birebir bağlantılıdır. Bu anlamda, hukuk düzenince öngörülmüş olan kurumsal yönetim ilkelerinin güçlü veya zayıf olmasına bağlı olarak yapılan bir çalışmada, kontrol geliştirici mekanizmalardan olan karşılıklı iştirak, oy hakkında imtiyaz ve piramit yapılanmalar dikkate alınmış ve kontrol hakları ile sermaye oranı arasında ayrımın olmadığı

<sup>30</sup> Peter Högfeldt, The History And Politics of Corporate Ownership in Sweden, In the History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers, 2005, s. 519.

<sup>31</sup> Randall Morck/Masao Nakamura, "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, 1999, V. 54, No.1, s. 319-340.

<sup>32</sup> ABD'de piramit yapılanmalar bakımından getirilmiş olan çifte vergilendirme düzenlemesi hk. ayrıntılı bilgi için bkz. Randall Morck, "Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case of Inter-Corporate Dividends", *University of Alberta Centre for Financial Research Working Paper*, 2003, No. 03-01, s. 151.

<sup>33</sup> Latin Amerika ülkelerinde piramit yapılanmanın özellik arz eden yönleri hk. ayrıntılı bilgi için bkz. Stephen Haber, How Latin America Fall Behind: Essays in the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800-1914, Stanford University Press, 1997.

<sup>34</sup> Kurumsal yönetim ilkeleri, "en iyi şekilde yönetim" anlayışına bağlı olarak, şirket ile menfaat sahipleri arasındaki dengeyi gözetken, bunlar arasındaki ilişkileri düzenleyen, tarafların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan ve ilgililerin şirkete olan katkısının en etkili ve verimli şekilde gerçekleşmesini amaçlayarak şirketleri kontrol altına tutmaya yönelik ve sisteme verilen isimdir. Esas amacı, şirketin en iyi şekilde yönetimi, denetimi ve gözetimi olan kurumsal yönetimin, dört temel ilkesi vardır. Bunlar kamuyu aydınlatma veya şeffaflık, hakkaniyet, hesap verilebilirlik ve sorumluluktur (G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2016, s.9, <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264236882en.pdf?expires=1677570094&id=id&accname=guest&checksum=C6040C1309CF489A8CE2B0AE4F7EE571> (erişim tarihi:18.01.2023)).

ğı yani orantılılık ilkesinin geçerli olduğu şirketlerde sermaye yatırım getirisinin % 80 civarında olduğu; tersi şekilde hakimiyet araçlarının kullanılarak malvarlıksal haklarla yönetim hakları arasında ayrımın mevcut olduğu özellikle piramidin alt basamaklarında yer alan ve karşılıklı iştirakin olduğu şirketlerde bu getirinin % 34'lerde olduğu saptanmıştır.<sup>35</sup>

Özetle, hâkim teşebbüsün, üstlenmiş olduğu riski ve topluluk şirketlerine koymuş olduğu sermaye miktarını azaltarak hakimiyetini devam ettirdiği bir yapı olan piramit yapılanmalar bakımından yapılan çalışmalar farklı ölçütleri ele alması ve farklı bakış açılarıyla piramit yapılanmaları incelemesi nedeniyle bu yapılanmaların olumlu veya olumsuz etkileri hakkında mutlak bir sonuç verememektedir.

### C. Piramit Yapılanmaların Özel İncelemeye Konu Olmasının Nedenleri

Piramit yapılanmalar, yaratması olası sorunlar nedeniyle özel olarak incelenmesi gereken bir alandır. Esasen topluluk yapılanmasının neden olabileceği sorunları da içerisinde barındırmakla beraber, piramit yapılanmanın kendine özgü sorunları vardır. Malvarlıksal haklarla yönetim hakları arasındaki ayrım ve bu ayrıma bağlı olarak tepede yer alan hâkim teşebbüsün bağlı şirketleri menfaatleri uğruna yönetecek şekilde talimatlar verebilmesi, piramit yapılanmaları, diğer menfaat sahipleri olarak adlandırılabilir, bağlı şirket grup dışı pay sahipleri ve alacaklılar ile genel anlamda kurumsal yönetim bakımından daha riskli bir konuma getirmektedir.

Menfaat çatışması, anonim şirketlerde, pay sahipleri, alacaklılar, çalışanlar ve yöneticiler gibi farklı menfaat gruplarının varlığına bağlı olarak, yönetimde hangi grubun menfaatlerinin ön planda tutulacağına ilişkin olarak ortaya çıkan sorunlar şeklinde tanımlanabilir.<sup>36</sup> Bir anonim şirkette özellikle şirketin pay sahipliği yapısına göre farklılık gösterecek şekilde, üç farklı türde menfaat çatışması ortaya çıkabilecek

<sup>35</sup> Klaus Gugler/Dennis C. Müller/B. Burçin Yurtoğlu, "Corporate Governance and the Returns on Investment", *Journal of Law and Economics*, 2004, V. 47, No. 2, s. 616-617.

<sup>36</sup> Bu konu hk. ayrıntılı bilgi için bkz. Feyzan Hayal Şehirli Çelik, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008, s. 14-37.

olup, bunlar; pay sahipleri ile yöneticiler arasında, hakim pay sahibi ile grup dışı pay sahipleri arasında ve tüm pay sahipleri ile alacaklı ve çalışanların içinde yer alacağı şekilde diğer menfaat sahipleri arasında gerçekleşebilir.

Piramit yapılanmalar bakımından, tıpkı topluluk yapılanmasında olduğu gibi, hakimiyetin varlığı sebebiyle ortaya çıkabilecek olan menfaat çatışması, kural olarak, hâkim pay sahibi ile grup dışı pay sahipleri arasında gerçekleşebilecektir. Bu noktada menfaat çatışmasına neden olacak durum, hâkim teşebbüsün hakimiyetine bağlı olarak bağlı şirketi kendi, topluluk veya bir başka bağlı şirket yararına olacak şekilde yönetebilme riskidir. Bu durumda bir başka menfaat uğruna yönetilen şirket yanında bu şirketin pay sahipleri ve alacaklıları da bu yönetim tarzından olumsuz yönde etkilenebileceklerdir.

Bağlı şirketlerin söz konusu şirket menfaati harici bir menfaat gözetilerek yönetilmesi, piramit yapılanmanın özellikle alt kademelelerinde yer alan bağlı şirket ve o şirketin menfaat sahipleri bakımından daha da olumsuz sonuçlara neden olabilecektir. Yaratılan piramit yapılanma ile birlikte, hâkim teşebbüsün kontrol ve malvarlıksal haklarındaki ayırım, malvarlıksal hakların düşük olmasına bağlı olarak hâkim teşebbüsün, bağlı şirketin malvarlıksal azalmasından daha az etkilenmesine sebep olacaktır. Hâkim teşebbüs, yüksek sermaye payı oranıyla pay sahibi olduğu bir bağlı şirkete nazaran, daha az riskle düşük sermaye payı oranı ile pay sahibi olduğu bir şirketi kişisel menfaatine göre yönetme eğiliminde olabilecektir.<sup>37</sup> Bu durum, bağlı şirket grup dışı pay sahipleri yanında, hâkim teşebbüsün bir şirket olması halinde, hâkim şirketin grup dışı pay sahiplerini de olumsuz yönde etkileyebilme ihtimaline sahiptir. Hâkim şirkette hâkim durumda olan pay sahibinin grup politikası çerçevesinde hâkim şirketi yönetmesi, örneğin riskli görülen bir bağlı şirket yararına yatırım kararı alması, hâkim şirketin grup dışı pay sahiplerini de olumsuz etkileyebilecektir.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Chung/Chan, "Ownership Structure, Family Leadership and Performance of Affiliate Firms in Large Family Business Groups", s. 310; G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2016, II.G, s. 28-29.

<sup>38</sup> Hopt, "Groups of Companies: A Comparative Study of the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups", s. 6.

Piramit yapılanmalarda hâkim pay sahibinin grup dışı menfaat sahiplerini riskli konuma sokmasına neden olacak ve bağlı şirketi bir başka menfaat uğruna feda etmesini kolaylaştıracak birçok mekanizma söz konusu olabilir. Bunlara, grup şirketler arasında yapılan ilişkili taraf işlemleri<sup>39</sup> ve bu işlemlerin bir sonucu olarak örtülü kazanç aktarımı;<sup>40</sup> grup lehine yapılan bağışlar, hâkim teşebbüsün doğrudan veya dolaylı olarak aday gösterdiği yöneticilere tanınan yüksek miktarda mali haklar örnek gösterilebilir. Hâkim teşebbüsün, düşük malvarlıksal haklara sahip olduğu bir şirketin malvarlığını, yüksek malvarlıksal haklara sahip olduğu bir grup şirketine aktarması ve böylece malvarlığı aktarımı yapılan şirkette dağıtılabilir kârdan daha yüksek oranda faydalanması da malvarlığı aktarılan şirketi ve bu şirketin menfaat sahiplerini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Piramit yapılanmalara özgü menfaat çatışması yanında, dolaylı hakimiyet ve bazı imtiyazlarla yaratılan hakimiyet zincirinin varlığına bağlı şekilde, kural olarak, hâkim teşebbüsün, bağlı şirketlerde hakimiyetini kaybetme tehlikesi yoktur ya da çok azdır. Hâkim teşebbüsün devralma veya kontrolü kaybetme tehlikesi olmaksızın bağlı şirketleri yönetmesi haline, literatürde, yerleşme veya sağlama etkisi (*the entrenchment effect*) adı verilmektedir.<sup>41</sup> Böylece hakimiyete sahip olmak ve sermaye payı ile kontrol hakları arasındaki ayrım yanında, hâkim teşebbüsün bu hakimiyeti kaybetme tehlikesinin bulunmaması, onun grup şirketlerini farklı menfaatleri gözeterek yönetebilmesine daha kolay yol açabilecektir. Çünkü esasen, kontrolün

<sup>39</sup> TMS 24, par. 9/b-ii'ye göre aynı grubun üyesi olan işletmeler birbirinin ilişkili tarafı konumundadır.

<sup>40</sup> Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 21. maddesine göre "halka açık anonim şirketler ile bunların ilişkili taraf olarak kabul edilen gerçek veya tüzel kişilerle emsallerine uygun, piyasa teammülleri, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı fiyat, ücret, bedel veya şartları içeren anlaşma veya ticari uygulamalarla kârlarını veya malvarlıklarını azaltarak veya bunların artmasına engel olarak yapılan kazanç aktarımları" halinde örtülü kazanç aktarımı meydana gelmektedir. Madde düzenlenmesinden hareketle, ilişkili tarafla yapılmış olan bir varlık/hizmet alım/satımı amacıyla yapılan sözleşmelerin emsallerine, piyasa teammülleri, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı şekilde bedel veya şartlar içermesi halinde, bu işlem halka açık anonim şirketin malvarlığında bir azalmaya sebep oluyor veya malvarlığının artmasına engel oluyorsa örtülü kazanç aktarımından söz edilir.

<sup>41</sup> Lin, "Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control", s. 472.



kaybedilmesi tehlikesi, hakimiyete sahip pay sahibinin şirket yönetimi bakımından davranışlarını olumlu yönde etkilemektedir. Hakimiyeti kaybetmek istemeyen pay sahibi, şirketi, pay sahiplerinin veya şirketin menfaatine göre yönetecektir. Kontrolün kaybedilme tehlikesinin bulunması ve hâkim pay sahibi ile diğer pay sahipleri bakımından hakimiyetin elde edilmesi konusunda bir yarışın olması menfaat çatışmalarını azaltabilecektir. Pay sahipleri arasında böyle bir yarışın mevcudiyeti ise ancak, sermaye payı kadar kontrol hakkına sahip olunduğu yani bu ikili arasında bir oransallığın mevcut olduğu hallerde mümkündür.<sup>42</sup> Malvarlıksal haklarla kontrol hakları arasındaki ayrımın çok genişlediği piramit yapılanmalarda ise, bu ayrımla ve dolaylı hakimiyetle birlikte kontrolün kaybedilme tehlikesinin bulunmaması, bağlı şirketlerin farklı menfaatler uğruna feda edilmesi riskini artırmaktadır. Böylece piramit içerisinde yer alan şirketlerin malvarlığında azalma yaşanması ve pay sahiplerinin kâr payı alma hakkının olumsuz yönde etkilenmesi gündeme gelmektedir.

Yukarıda sayılan sebeplerle, menfaat sahiplerinin korunması amacıyla özel hükümlerin getirilmesi, hem hâkim teşebbüsün bağlı şirketleri yönetirken özenli davranmasına hem de herhangi bir hak ihlali durumunda menfaat sahiplerinin haklarını koruyabilmesine yardımcı olacaktır. Örneğin TTK'da bu anlamda topluluk hükümleri getirilerek, bu ilişkiler düzenlenmiş ve pay sahipleri ve alacaklıların topluluk üyesi bir şirketle olan ilişkileri nedeniyle uğrayabilecekleri kaybın/zararın ortadan kaldırılması amaçlanmıştır. Ancak bu hükümlerin uygulanabilmesi için pay sahibi veya alacaklıların topluluk yapılanmasından ve topluluk içinde yapılan işlemlerden haberdar olması gerekir. Şirket içinde tüm birimlerin aynı anda ve aynı kapsamda bilgi alamaması nedeniyle pay sahipleri ve çalışanlar gibi menfaat sahiplerinin de bilgi alamaması ve şirket işleyişinde eksik veya geç bilgidan dolayı ortaya çıkan sorunlar olarak tanımlanabilecek olan bilgi asimetrisi, piramit yapılanmalarda kurumsal yönetim bakımından çözülmesi gereken sorunlardan biridir.<sup>43</sup> Karmaşık bir

<sup>42</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, s. 10.

<sup>43</sup> Barış Akgül, Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyarınca Banka Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara 2009, s. 38.

yapısı olmayan, basit topluluklar bakımından topluluk ilişkileri hakkında bilgi sahibi olunabilmesi daha kolayken, piramit yapılanma gibi karmaşık, çok basamaklı ve salkım halindeki bir toplulukta bu durum çok daha zordur.

Yukarıdaki örnek şema, (P) A.Ş.'nin pay sahipleri veya alacaklıları bakımından incelendiğinde, piramit yapılanmaların bilgi asimetrisi anlamında yol açabileceği sorunlar daha somut şekilde anlaşılabilir. Şöyle ki, (P) A.Ş.'nin pay sahibi veya alacaklısının bu yapılanmadan haberdar olabilmesi, şirketin yönetim talimatlarının (A) A.Ş.'den geldiğini bilebilmesi her zaman mümkün değildir. Piramit yapılanmaların esasen birer şirketler topluluğu olduğu dikkate alındığında, TTK'nın pay sahipleri ve alacaklıları koruma amacıyla getirmiş olduğu düzenlemelerden menfaat sahiplerinin yararlanabilmesi, örneğin TTK m. 202 anlamında bağlı şirketi zarara uğratan talimatın hangi kademedeyen geldiğinin tespit edilebilmesi çok daha güçtür.<sup>44</sup> Örnekten hareketle, piramit yapılanmaların sebep olabileceği riskler ve sorunlar, salkım şeklinde bir hakimiyet zincirinin oluşturulduğu karmaşık bir yapı yaratıldığında, bu yapı içerisinde yer alan birçok şirket ve bu şirketlerin ayrı ayrı pay sahipleri ve alacaklılarının sayısı göz önüne alındığında, çok daha büyük bir kitleye yayılabilmekte ve çok daha önemli hale gelmektedir.

<sup>44</sup> TTK m. 202, hâkim teşebbüs tarafından bağlı şirketin yönlendirilmesi amacıyla verilen talimatların bağlı şirketin zararına sebep olması halinde, bağlı şirket pay sahipleri ve alacaklıların dava hakkını düzenlemektedir. Buna göre, hâkim teşebbüs, talimatları ile bağlı şirketi kayba uğrattığı durumlarda, ilgili faaliyet yılının sonuna kadar söz konusu kaybı denkleştirmeli veya buna eş değer bir istem hakkı tanımalıdır. Eğer kayıp, maddede belirtilen süre içerisinde giderilmezse, kaybin zarara dönüşeceği ve bu zararın bağlı şirket pay sahibince veya alacaklılarınca şirkete ödenmek üzere talep edilebileceği hüküm altına alınmıştır. Bu nedenle, zararı doğuran işlem bakımından verilen talimatın hangi kademedeyen geldiği, açılacak olan tazminat davasında davalı tarafın belirlenmesi açısından büyük önem kazanacaktır. Bu konu hk. ayrıntılı bilgi için bkz. İrfan Akın, Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku, 1. Basım, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2014, s. 178 vd.; Gök-türk, Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları, s. 55 vd.; Fatma Beril Özcanlı, Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılması, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 117 vd.; Gül Okutan Nilsson, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2009, s. 223 vd.

## II. HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN PİRAMİT YAPILANMA BAKIMINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

### A. Piramit Yapılanmanın Halka Açık Anonim Şirketlere Elverişliliğinin İncelenmesi

Bağlı şirketlerde, göreceli düşük sermaye miktarıyla orantısız şekilde kontrol haklarına sahip olunması sonucunu doğuran piramit yapılanmalardan hâkim teşebbüsün en iyi şekilde yararlanması, bağlı şirketlerin malvarlığının artmasıyla sağlanır. Hâkim teşebbüs, her ne kadar düşük sermaye miktarına bağlı olarak malvarlıksal haklardan düşük oranda yararlanacaksa da topluluğun toplam malvarlığı açısından incelendiğinde, hakim teşebbüs tarafından üstlenilen risk düşük olmasına rağmen, topluluğun ve hakim teşebbüsün yönlendirilebileceği malvarlığı artmış olacaktır. Bu anlamda, şirketin kaynaklarının artması bakımından şirketlerin paylarının halka arzı önemli bir yer tutmaktadır.<sup>45</sup> Bağlı şirketin halka açılmasıyla birlikte, payların el değiştirmesinin kolaylaşması ve hızlanmasına bağlı olarak, şirket malvarlığı artacak, böylece dış yatırım, piramit katındaki şirketlerin halka arzıyla en üst seviyeye ulaşabilecektir.<sup>46</sup>

Yapılmış olan bir çalışmada ise, tersi şekilde, grup içi şirketlerden çok, bir topluluk içerisinde yer almayan ve hakimiyetten bağımsız şekilde faaliyet gösteren şirketlerin daha yaygın şekilde halka açıldığı tespit edilmiştir.<sup>47</sup> Bunun sebebi, piramit yapılanmaların esasen bir topluluk yapılanması olmasından hareketle, bir iç pazar oluşturması ve dış kaynaklara daha az gereksinim duyması olarak gösterilmiştir. Gerçekten de piramit yapılanmalar, bağlı şirketler aracılığıyla faaliyetleri için gerekli kaynakları grup içerisinde sağlayabilmekte, grup içi borçlanma araçları sayesinde bağımsız bir şirketten daha az dış kaynağa ihtiyaç duyabilmektedirler.

Piramit yapılanmaların hâkim teşebbüsün malvarlıksal hakları ile kontrol gücü arasında yarattığı ayırım ve bu ayırımın getirmesi olası gö-

<sup>45</sup> Belen Villalonga/Raphael Amit, "How are US Family Firms Controlled?", *European Corporate Governance Institute*, 2006, Finance Working Paper No. 131/2006, s. 44.

<sup>46</sup> Steven A. Bank/Brian R. Cheffins, "The Corporate Pyramid Fable", *UCLA Law School, Law and Economics Research Paper Series*, 2010, Paper No. 10-01, s. 3.

<sup>47</sup> Masulis/Pham/Zein, "Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids", s. 36.

rünen riskleri nedeniyle borsa yatırımcılarının, piramit yapılanma içerisinde yer alan halka açık bir şirkete yatırım yapmaktan çekineceği düşünülebilir. Ancak başta Avrupa ve Doğu Asya ülkeleri olmak üzere, çoğu halka açık şirketin, şirket yönetiminde kontrol geliştirici mekanizmalar kullandığı görülmüştür.<sup>48</sup> Bunun yanında AB ülkeleri bakımından yapılmış olan bir çalışma, üye ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin %27'sinin piramit yapılanma şeklinde gruplaştığını; AB merkezli büyük ve halka açık şirketler bakımından en çok tercih edilen kontrol geliştirici mekanizmanın piramit yapılanma olduğunu göstermiştir.<sup>49</sup>

Yukarıda belirtildiği üzere, piramit yapılanmaların sebep olduğu sorunlardan biri, hâkim teşebbüsün piramit içi şirketlerde kontrolü kaybetme tehlikesinin bulunmaması ve buna bağlı olarak bu şirketleri farklı menfaatleri dikkate alarak yönetmeye eğilimli olmasıdır. Ancak bir grup şirketinin halka açılması ve paylarını halka satışı ile birlikte hâkim teşebbüsün sahip olduğu kontrol gücü tehlikeye girebilir. Bu nedenle, halka açılmaya karar veren grup içi şirketlerin hâkim teşebbüslerinin, şirketin bir kısım paylarının halka satılmasına rağmen hakimiyetini devam ettirmesi önemlidir. Bu amaçla kullanılan yöntemlerden bir tanesi düşük halka arz oranlarının tercih edilmesidir. Böylece hâkim teşebbüs halka açılan paylar ile halka arzla amaçlanan finansmana ulaşırken, bir yandan da hakimiyeti kaybetmeyecek, düşük oranda payı halka arz ederek hakimiyetini devam ettirebilecektir.<sup>50</sup>

<sup>48</sup> Lin, "Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control", s. 484.

<sup>49</sup> Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, s. 25.

<sup>50</sup> Düşük halka arz oranının tercih edilmiş olduğu şirketler genellikle bir hakimiyet altında yönetilen şirketlerdir. Düşük halka açıklık oranı tercih edildiğinde, ilgili piyasaya düşük oranda pay ihraç edilmesiyle, söz konusu paylar, piyasada yetersiz likiditeye sahip olmakta ve sağlıklı bir fiyat oluşumu gerçekleşmemektedir. Bu da şirketin paylarının manipülasyon riskine daha açık olmasına sebebiyet verebilmektedir. Ayrıca halka arz oranı arttıkça şirketin almış olduğu kararlara karşı piyasanın hassaslaşması da sağlanacak; şirketin alacağı kararlar üzerinde piyasanın etkisi artmış olacaktır. Tersî şekilde, halka açıklık oranının düşük tutulduğu hallerde, şirketin piyasaya olan hassasiyeti azalacağı için bu durum, paylara müdahalenin daha kolay olmasına ve manipülatif hareketlere uygun bir yapıya sebep olabilecektir. Bu konu hk. ayrıntılı bilgi için bkz. Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008, s. 78 vd. Ayrıca halka açıklık oranının artmasıyla şirketin piyasaya karşı şeffaflığı artacağı için bilgi asimetrisinin azalması gibi bir olumlu sonuçla da karşılaşılabilir. Bilgi asimetrisinin azalması, yatırımcı ve alacaklıların şirketin durumunu değerlendirmesini kolaylaştırarak işlem maliyetlerinin azalması ve şirket malvarlığının artmasını sağlayabilir (Çiğdem Vural Yavaş, "Determinants of Capital Structure for

Düşük halka arz oranlarının tercih edilmesi yanında, hâkim teşebbüsün halka açılmaya rağmen hakimiyetini devam ettirmesini kolaylaştıracak başka yollar da mevcuttur. Bunlardan bir tanesi, piramit yapılanmanın sağlanmasında da kullanılan, hâkim teşebbüs lehine, halka arz olunacak şirketin esas sözleşmesine konacak ve yönetim organının çoğunluğunu seçtirmeyi sağlayacak TTK m. 360 anlamındaki yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme veya bu organda temsil edilme imtiyazıdır.<sup>51</sup> Böylece hâkim teşebbüs sermayenin çoğunluğuna sahip olmaksızın, yönetim kurulunun çoğunluğunu seçtirerek ilgili bağlı şirketin hakimiyetine sahip olmaya devam edebilecektir.

Halka arza rağmen hakimiyetin devam ettirilmesine yarayan bir başka yol, yine piramit yapılanma şeklinde bir hakimiyet zincirinin kurulmasında da kullanılan oyda imtiyazlı payların yaratılmasıdır. Hâkim teşebbüs oyda imtiyaza sahip paylara sahipken, böyle bir imtiyazı olmayan payların halka arzıyla birlikte, yine sermaye payından bağımsız bir hakimiyet yaratılabilmekte ve hâkim teşebbüs halka arz nedeniyle herhangi bir kontrolü kaybetme tehlikesi yaşamamaktadır. TTK'da hakimiyet aracı olarak öngörülen hakimiyet, pay sahipleri veya oy sözleşmeleri de halka arza rağmen hakimiyetin devamını sağlamaya elverişli araçlardır. Şu an için Türk hukuku bakımından uygulanması mümkün olmayan oydan yoksun payların çıkarılması da hakimiyetin devamı amacıyla kullanılabilir.<sup>52</sup>

---

Firms that Provide High Quality Sustainability Reporting", *Journal of Management and Sustainability*, 2016, V. 6, No. 4, s. 26).

<sup>51</sup> TTK m. 360'ın halka açık şirketler bakımından getirmiş olduğu düzenleme, ilgili madde kapsamında yaratılacak olan yönetim organında aday gösterme imtiyazı ile aday gösterilecek üyelerin sayısının yönetim kurulu sayısının yarısından fazla olamayacağı şeklindedir. Bu düzenleme karşısında TTK m. 360 anlamında getirilen imtiyazın, bağlı şirketin halka açılması halinde hâkim teşebbüsün hakimiyeti devam ettirmesinde tek başına kullanılamayacağı düşünülebilir. Özellikle şirket esas sözleşmesinde, yönetim kurulunun tek sayıdan oluşacağı öngörüldüğü hallerde, ilgili düzenleme uyarınca, üye sayısının yarısı tam sayı olmak üzere yukarıya yuvarlanamayacağı için üye tam sayısının yarısından azı ancak hâkim teşebbüsçe aday gösterilebilecektir (Örneğin, yönetim kurulunun yedi kişiden oluşacağına ilişkin bir düzenlemenin varlığı halinde, bu üyelere ancak üç tanesi TTK m. 360 uyarınca tanınan imtiyaza bağlı olarak aday gösterilebilecektir). Ancak yönetim kurulunun genel kurulca seçildiği ve genel kurulda da sermayenin çoğunluğunun, kural olarak, hâkim teşebbüste olması ve halka açık şirketlerde söz konusu olan güç boşluğu dikkate alındığında, TTK m. 360/1'in son cümlesinin hakimiyeti devam ettirme önünde bir engel olmadığı söylenebilir.

<sup>52</sup> TTK m. 434/2 hükmü ile getirilen her payın en az bir oy hakkına sahip olmasına ilişkin kuralla birlikte, yürürlükteki mevzuat bakımından oydan yoksun pay çıkarılması mümkün değildir. Mülga SPKn düzenlemesinde yer alan oydan yoksun

Görüldüğü gibi hâkim teşebbüsler, çeşitli hukuki kontrol geliştirici mekanizmaların kullanılmasıyla birlikte hem şirketin ihtiyaç duyduğu finansmanın elde edilmesini sağlamakta hem de yönetimin yabancılaşmasını engelleyerek, yönetimde etkinliği korumakta ve hakimiyetlerini devam ettirebilmektedirler.

## **B. Piramit Yapılanmalarda Halka Arzın Özellik Gösterdiği Noktalar**

Halka arzın, piramidin tepesinde yer alan hâkim teşebbüsün ihtiyaç duyduğu finansmana olan etkisinden söz edildikten sonra, topluluk içinde yer alan bir bağlı şirketin halka arzında önem arz eden noktalardan söz edilmesinde fayda vardır. Bir bağlı şirketin ilk halka arzında, ilgili şirketin hakimiyet altında olması önem göstermektedir. Piramit yapılanmalarda, özellikle alt kademelerde yer alan şirketlerin halka açılmasında, tepede yer alan hâkim teşebbüsün kural olarak, düşük oranda sermaye payına sahip olduğu veya hiçbir pay sahipliği bulunmadığı bir grup şirketinin halka açık hale gelmesi söz konusu olmaktadır. Bu basamaklarda yer alan şirketlerde, doğrudan hakimiyete sahip pay sahibi, piramit yapılanma açısından incelendiğinde, tepede yer alan hâkim teşebbüs değil, ara hâkim şirkettir; ancak ara hâkim şirketin hakimiyeti tepede yer alan hâkim teşebbüstedir.

Hakimiyetin varlığı, yukarıda belirtildiği üzere, söz konusu şirketin farklı menfaatlere göre yönetilmesi ve malvarlığının aktararak azaltılması olasılığını doğurması nedeniyle yatırımcıların ilgili şirkete yatırım yapma kararı almasında olumsuz bir etki gösterebilir.<sup>53</sup> Hakimiyeti sağlayan payların halka arzdan önce satılması söz konusu olumsuz etkiyi ortadan kaldıracak<sup>54</sup> olup, bir hakimiyet zinciri ve buna bağlı olarak bir iç pazar kurmuş olan hakim teşebbüsün bu yolu seçmesi çok da olası değildir.

---

paylar, yeni kanuna alınmamış, bu paylara ilişkin olarak çıkarılmış olan "Oydan Yoksun Paylara İlişkin Tebliğ" de yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak TTK'nın birleşme ve bölünme hükümlerinde oydan yoksun paylara atfı yapılmış olması nedeniyle ileride yapılacak bir mevzuat değişikliği ile oydan yoksun pay çıkarmanın mümkün olabileceği söylenebilir.

<sup>53</sup> Lin, "Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control", s. 483.

<sup>54</sup> Çağlar Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016, s. 615.

Piramit içerisinde yer alan bağılı şirketin halka açılmasıyla birlikte, hakimiyetini kaybetme tehlikesi yaşamak istemeyen veya sermaye payından bağımsız şekilde hakimiyetini devam ettirmek isteyen hâkim pay sahibinin yararlanabileceği en önemli hukuki araç, kontrol geliştirici mekanizmalar içerisinde yer alan, şirket esas sözleşmesinde öngörülecek ve hakimiyeti sağlamaya yönelik olan imtiyazların yaratılmasıdır. Bunlar, yukarıda da belirtildiği üzere, oyda imtiyaz<sup>55</sup> ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme veya yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazıdır. Bu imtiyazların da halka açılmadan önce yaratılmasında fayda vardır; çünkü, halka açılma ile birlikte şirket, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) denetimine tabi olacak ve imtiyaz öngörülmesi için özel bir süreç geçirmek zorunda kalacaktır.<sup>56</sup>

Piramit yapılanmaların halka açılmasında göz önünde tutulması gereken bir başka husus da bu yapılanmalarda ortaya çıkması olası olan bilgi asimetrisi sorunudur. Hakimiyet altında yönetilen bir şirkette, yöneticilerin ve çalışanların çoğunun hâkim teşebbüs tarafından seçilmesi ve şirketin, hâkim teşebbüsün talimatlarına göre yönetilmesi nedeniyle, grup dışı pay sahiplerinin şirket hakkında bilgiye erişiminde sorunlar yaşanması olasıdır. Grup dışı pay sahibinin verimli ve etkin şekilde bilgi alamaması riski, şirketin halka açılması sırasında, şirket paylarının fiyatının düşük seviyede kalmasına ve yatırımcının yatırım kararında olumsuz sonuçlara neden olabilir.<sup>57</sup>

Bilgi asimetrisinin kurumsal yönetim anlamında bir sorun olması nedeniyle, halka açılma ile birlikte bir takım kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir. Bu kapsamda halka açık şirketler, mevzuat gereği zorunlu kılınan konular hakkında Kamuyu Aydınlatma Plat-

<sup>55</sup> ABD’de halka açılan şirketler bakımından yapılmış olan bir çalışmada, paylarına oyda imtiyaz tanınmış olan şirketlerin, adi paylarla halka açılan şirketlere kıyasla pay fiyatının düşük olduğu ortaya çıkmıştır (Scott B. Smart/Chad J. Zutter, “Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual- and Single-Class IPOs”, *Journal of Financial Economics*, 2003, V. 69, s. 85-110).

<sup>56</sup> Bu süreç SPK n. 23 ve II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nde öngörülmüş olup; buna göre, yeni imtiyazlı paylar çıkarılması veya mevcut imtiyazların konusunun veya kapsamının değiştirilmesi önemli nitelikte işlemidir ve bu işlemin yapılabilmesi için genel kurul kararı alınmalı; bu genel kurul kararına olumsuz oy veren ve bunu tutanağa geçiren pay sahiplerine de ayrılma hakkı tanınmalıdır.

<sup>57</sup> Yin-Hua Yeh/Pei-Gi Shu/Guo Chiang, “Ownership Structure and IPO Valuation-Evidence from Taiwan”, *Financial Management*, 2008, V. 37, No. 1, s. 145.

formu aracılığıyla bilgi asimetrisinin önüne geçmek amacıyla kamuyu aydınlatma ve şeffaflığı sağlama yükümlülüğü altına sokulmuştur.

Hakimiyet altında olan şirketler bakımından kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne bakıldığında, şirketin halka arzı öncesinde hazırlanmak zorunda olan ve temel amacı yatırımcının, ilgili şirket hakkında bilgi sahibi olması olan izahnamede şirketin sermaye yapısının ve şirketin doğrudan ve/veya dolaylı hakimiyet altında olup olmadığının gösterilmesi zorunlu kılınmıştır.<sup>58</sup> Dolaylı hakimiyet yapısının da gösterilmesi ile birlikte, yatırımcı, yatırım kararını verirken şirketin bir piramit yapılanma içerisinde yer aldığını bilerek hareket edebilecektir.

Piramit yapılanmalarda, çoğunlukla grup içinde yer alan şirketlere malvarlığı aktarımı suretiyle bağlı şirketlerin malvarlığının azaltılması riski, yatırımcıların, yatırım kararını olumsuz yönde etkileyebilme tehlikesine sahiptir. Bu tehlikeyle bağlantılı olarak, halka açılma sırasında hazırlanan izahnamede şirketin ilişkili taraflarına ait bilgilere de yer verilmekte ve yatırımcı, malvarlığı aktarımı gibi bir riskle karşı karşıya kalabileceği hakkında bilgilenmektedir.

Topluluk yapılanmasının halka arzda yaratması olası sorunlarına karşı yatırımcının söz konusu şirkete olan güvenini artırma amacıyla hâkim pay sahibinin belirli bir süre paylarını satışına kısıtlama getirilebilmektedir. SPKr'nin VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 8 uyarınca, sermayenin en az %10'una sahip pay sahipleri veya sahip oldukları sermaye payından bağımsız olarak hakimiyeti elinde bulunduran pay sahipleri, isteğe bağlı olarak, belli bir süre için, sahip oldukları payları satmama taahhüdünde bulunabilirler. Çoğunluk paylarına sahip pay sahiplerinin, yatırımcı üzerinde yaratabileceği belirsizlik, halka arz fiyatında yüksek iskontoların uygulanmasına sebep olabileceği için, böyle bir taahhülle hem iskonto riski azaltılırken hem ilgili pay sahiplerinin şirkete olan güveni gösterilmekte,<sup>59</sup> hem de bu kişilerin/şirketlerin pay sahiplikleri sıfatı söz konusu süre boyunca devam etmektedir.

<sup>58</sup> SPKr, Payların Halka Arzında Kullanılacak Tek Belgeden Meydana Genel İzahname Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz, m. 8.2, s. 22, <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/Tek%20belgeden%20olusan%20izahname.doc> (erişim tarihi: 20.01.2023).

<sup>59</sup> Michele Meoli/Stefano Palieri/Silvio Vismara, "Does Ownership Structure Affect IPO Valuation?", *SSRN Electronic Journal*, 2008, s. 3.



Pay satmama taahhüdünün öznesi, ilgili maddede, sermayenin en az %10'una sahip pay sahipleri yanında sermaye payına bakılmaksızın şirketin yönetim kontrolünü<sup>60</sup> elinde tutan pay sahipleri şeklinde düzenlenmiştir. Görüldüğü gibi, piramit yapılanma gibi hâkim teşebbüsün doğrudan çoğunluk paylarına sahip olmaksızın hakimiyeti elinde bulundurması halinde de hakim teşebbüsün paylarını satmasının yatırımcı üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkinin ortadan kaldırılması amaçlanmaya çalışılmıştır.<sup>61</sup>

Piramit yapılanma içerisinde yer alan bir şirketin halka arzında artan yatırımcı sayısına bağlı olarak yatırımcıların, bu yapılanma hakkında bilgi sahibi olması, şirketin nihai kontrolünün kimde olduğunu bilmesi, hakimiyetin yaratması muhtemel risklere karşı korunması bakımından getirilmiş olan hükümlerle esasen piramit yapılanma içinde yer alan grup dışı pay sahiplerinin korunması da artırılmış olmakta; piramit yapılanmalarda ortaya çıkabilecek olan özellikle bilgi asimetrisi ve şirket malvarlığının azaltılması riskine karşı ilave bir koruma gündeme gelmektedir.

### **C. Halka Açık Anonim Şirketlerin Piramit Yapılanma İçerisinde Yer Almasının Yatırımcı Bakımından İncelenmesi**

Piramit yapılanmalarda yer alan şirketlerin halka açılmasıyla birlikte, hâkim teşebbüs bakımından olumlu; borsa yatırımcısı konumunda olan grup dışı pay sahipleri bakımından olumsuz görülebilecek olan en önemli sonuç; grup dışı pay sahibinin sürekli olarak hâkim teşebbüsü finanse etmesidir. Halka arzla birlikte sıklaşan ve kolaylaşan pay alım-satımlarıyla birlikte sürekli olarak ilgili şirkete, dolayısıyla, piramidin kendisine bir nakit akımı yaşanmaktadır. Şirketin, halka arz ile birlikte pay sahibi sayısının artması hâkim teşebbüsün finansman kaynaklarında artışa neden olmaktadır. Bu durum hâkim teşebbüsün

<sup>60</sup> Yönetim kontrolü, hakimiyete benzer bir kavram olarak SPKn m. 26 ve II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği m.11'de tanımlanmıştır. Buna göre yönetim kontrolü, şirketin oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunmasıdır.

<sup>61</sup> Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, s. 648.

piramit içerisinde yer alan şirketleri halka açarken dikkate aldığı ve olumlu gördüğü bir durumdur. Böylece hâkim teşebbüs, grup dışı yatırımcıların getirmiş olduğu sermaye miktarlarını ticari amaçları ve topluluk politikası doğrultusunda daha kolay ve güçlü şekilde kullanabilmektedir.<sup>62</sup>

Hakimiyet altındaki şirketlerin halka açılmasında, hakimiyetin devamının sağlanabilmesi için, düşük halka arz oranları ve/veya kontrol geliştirici mekanizmalar tercih edilerek, hâkim teşebbüsün hakimiyeti korunmakta; buna ek olarak finansman kaynağı sağlanmakta ve bu kaynak tamamen hâkim teşebbüsün talimatlarına uygun olarak kullanılabilir. <sup>63</sup>

Şirketin paylarının alım-satım işlemlerine grup dışı pay sahibi tarafından bakıldığında ise, bu pay sahipleri, hiçbir zaman kontrolüne sahip olamayacağı, yönetiminde söz sahibi olamayacağı bir şirkete finansman sağlamaktadır. Grup dışı pay sahipleri, kural olarak herhangi bir kontrol geliştirici mekanizmadan yararlanmadıkları için, şirkete koymuş oldukları sermaye miktarı kadar riske maruz kalmaktadırlar. Bu yatırımcıların, yönetiminde söz sahibi olmadıkları düşünüldüğünde yatırımcılar, maruz kaldıkları riski yönetebilecek bir iradeyi şirket yönetiminde gösterememekte veya göstermekle birlikte karar almada etkinlik sağlayamamaktadırlar. Yani sadece hâkim teşebbüsün kişisel veya topluluk menfaatlerine göre yönetilen bir şirketi finanse ederek, topluluğun malvarlığını artırmaktadırlar.

Piramit yapılanmalarda halka açık şirketler bakımından grup dışı pay sahibinin sürekli şekilde hakim teşebbüsü finanse etmesi yanında bir başka sorun, halka açık olan piramit içi şirketlerin ana/tek malvarlığı kaynağının bir başka halka açık şirketin payları yani iştirak payları olmasıdır.<sup>63</sup> Bu durumda, halka açık şirketin malvarlığındaki esas kalem, önceden halka açılmış bir başka halka açık şirketin payları olmakta; böylece esasen önceden satım sözleşmesine konu olmuş bir payın yeniden satışı gündeme gelmektedir. Böylece, bir bağlı şirketin

<sup>62</sup> Bank/Cheffins, "The Corporate Pyramid Fable", s. 3; Almeida/Wolfenzon, "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", s. 2638.

<sup>63</sup> The High Level Group of Company Law Experts: Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 2002, s. 98-100.

paylarından doğan ekonomik haklar, bu paylara sahip bir başka bağlı şirketin paylarının halka arzıyla yeniden halka satılarak, esasen aynı paydan ikinci defa finansman elde edilmektedir. Bu durumun, piramit yapılanma gibi çok basamaklı olduğu yapılarda, borsada satışla çok daha hızlı ve fazla kez gerçekleşmesinden hareketle, payın hukuki anlamda olmasa da ekonomik anlamda çok kez satımı ve bundan, işleme konu olduğu sayıda gelir elde edilmesi gibi bir durum ortaya çıkmakta ve bu durum, borçlar hukuku ve sermaye piyasaları ilkelerine bir aykırılık yaratmaktadır.

Piramit içi şirketlerin malvarlıklarının ana/tek kaleminin bir başka grup içi halka açık şirket payı olmasıyla hâkim teşebbüs, kontrolünü düşük halka arz oranlarıyla devam ettirirken, finansman kaynaklarını önemli oranda artırabilmektedir. Esasen ekonomik anlamda aynı malın birden fazla kez satışı gibi bir durumun gerçekleşmesi nedeniyle, bu yapı sayesinde hâkim teşebbüs mükerrer bir getiri elde etmektedir.

İlgili sorun, getirinin artması sebebiyle, her ne kadar hâkim teşebbüsün tercih edeceği bir durum olsa da özellikle yatırımcı bakımından ciddi olumsuz etkiler doğurabilir. Bir halka açık grup içi şirketin paylarının bir başka halka açık grup içi şirketin mülkiyetinde olduğu durumlarda, yatırımcı, esasen payını iktisap etmiş olduğu şirketin yanı sıra, bu şirketin malvarlığında payları bulunan, alt/üst kademede bir başka şirketin de paylarının piyasadaki hareketinden etkilenmektedir. Esasen halka açık şirketlerden birinin piyasadaki durumu ve payının fiyatı, bu şirketin paylarını elinde bulunduran halka açık diğer grup içi şirketin de paylarının fiyatına etki edecektir.

Yatırımcının ilgili paydan beklediği getirinin, bir başka halka açık şirketin piyasa değerine ve kaderine bağlı hale gelmesiyle birlikte riski artan yatırımcı, iki veya daha fazla halka açık şirketin riskini aynı anda üstlenir duruma gelmektedir. Böylece, şirketin malvarlığı ne kadar farklı sayıda halka açık şirketin payından oluşuyorsa, yatırımcı, şirket sayısı kadar riske maruz kalacaktır. Bu şirketlerin birinin pay fiyatında meydana gelen olumsuz gelişme, ilgili şirkete iştirak eden şirketlerin yatırımcılarını da söz konusu şirkette pay sahibi olmamalarına rağmen olumsuz yönde etkileyecek ve esasen yatırımcı bakımından, iştirak olunan halka açık şirket sayısı artıka bir domino etkisi gündeme gelebilecektir.

Burada altı çizilmesi gereken husus, ilgili şirketlerin ancak ana/tek malvarlığı kalemi iştirak paylarından oluşuyor ise yatırımcının bu risk altında olduğu ve özel olarak korunması gerektiğidir. Çünkü bu durumda, yatırım yapılan payların fiyatı diğer şirketlerin piyasadaki konumundan etkilenmekte ve yatırımcı koyduğu düşük oranlı sermaye miktarından çok daha ağır bir riskle karşı karşıya kalmakta ve bu riski çoğu zaman öngörememektedir. Eğer piramit içinde yer alan halka açık şirketin ticari faaliyetleri devam ediyorsa; yani malvarlığı esasen veya sadece diğer halka açık şirketlere iştirak paylarından oluşmuyorsa, bu durumda, şirketin paylarının fiyatını etkileyen bir ticari faaliyet de bulunmaktadır. Bu da aslında, yatırımcının üstlendiği riskleri öngörebildiği yani özel olarak korunmasını gerektirmeyen bir düzen doğurmakta ve sermaye piyasası hukukuna ilişkin genel düzenlemelerle yatırımcının korunması sağlanabilmektedir.

Piramit yapılanma içerisinde yer alan ve birbirlerinde iştirak payları bulunan şirketlerin, hâkim teşebbüse sağladığı finansman kaynağına karşılık yatırımcı bakımından, şirkette pay sahibi olduğu süreçte, öngöremeyeceği sorunlarla karşılaşabilmesi ve aslında, yatırım kararını şeffaf şekilde veremeyecek konuma gelmesi piramit yapılanma içerisinde yer alan şirketlerin halka açılırken göz önünde tutması gereken bir husustur. Bu anlamda yatırımcının özel olarak korunması ve hâkim teşebbüsün elde etmiş olduğu finansman kaynağını kendi menfaatleri uğruna kullanmasının engellenmesi gerekmektedir.

### III. PİRAMİT YAPILANMALARIN TÜRKİYE'DEKİ HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLER BAKIMINDAN İNCELENMESİ

Genel olarak Türkiye'de halka açılma oranları dikkate alındığında, halka açık şirketler bakımından hakimiyetin var olduğu bir pay sahipliği yapısından bahsedilebilir. Borsa İstanbul (BİST) 100'de yer alan halka açık şirketlerin halka açıklık düzeyi 2020 yılında %43,62, 2021 yılında %41 ve Aralık 2022 itibarıyla %42 oranındadır.<sup>64</sup> Bu oranlardan hareketle, şirketlerin halka açılmayan paylarının hâkim teşebbüs

<sup>64</sup> Borsa Trendleri Raporu, Ocak-Aralık 2020, Ocak-Aralık 2021 ve Ocak-Aralık 2022; <https://www.tuyid.org/files/yayinlar/BorsaTrendleriRaporu> (erişim tarihi: 21.01.2023).

elinde olduğu,<sup>65</sup> böylece hâkim teşebbüsün halka açılma ile amaçlanan dış kaynağı elde ederken, şirketin hakimiyetini elinde tutmaya devam ettiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Halka açık şirketlerde hakimiyet bakımından genel eğilimin anlaşılabilmesi için bu şirketlerin fiili dolaşım oranlarının da incelenmesi gerekir. Yıllık verilere göre, bu oran, 2020 yılında %33,83, 2021 yılında %32 ve Aralık 2022 itibariyle %31'dir.<sup>66</sup> Fiili dolaşım oranı, halka açıklık oranından bağımsız olarak, borsada işlem gören ve halkın elinde olan payların oranını ifade etmektedir. Yukarıda verilen halka açıklık oranları, Türkiye'de halka açık şirketlerin hakimiyet altında olduğunu ve hakimiyetin devam ettirilmesi amacıyla düşük tutulduğunu gösterirken, gerçekten halkın elinde olan ve işlem gören oranların çok daha düşük olduğu ve Türkiye'de çoğunlukla hakimiyet altındaki şirketlerin halka açıldığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Türkiye piyasalarında genel eğilimin hakimiyet altındaki şirketlerin düşük halka arz oranları ile halka açık hale gelmesi olduğu sayısal verilerle tespit edildikten sonra, halka açılan şirketlerin hakimiyet yapılarının da incelenmesi gerekir. Bu konuda geçmiş yıllardan beri yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. 1998 yılında yapılan bir araştırmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (5 Nisan 2013 tarihinden itibaren "Borsa İstanbul" adı altında faaliyet göstermektedir) işlem gören 257 halka açık şirketin % 77'sinin aile hakimiyeti altında faaliyet gösterdiği, piramit yapılanma ile bağlantılı olarak bu ailelerin doğrudan ve dolaylı pay sahipliği oranlarının ortalama % 53.84, yönetim haklarının ise % 60.34 olduğu tespit edilmiştir.<sup>67</sup> Görüldüğü gibi bu çalışmadan çıkan sonuç, halka açık şirketlerin çoğunluğunda yönetim hakları ile sermaye oranı arasında bir ayırımın yaratılmış olduğudur.

Borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim çerçevesinde incelendiği 2001 yılında yapılan bir çalışmada,<sup>68</sup> toplam 218 şirke-

<sup>65</sup> Manavgat, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, s. 21.

<sup>66</sup> Borsa Trendleri Raporu Ocak-Aralık 2020, Ocak-Aralık 2021 ve Ocak-Aralık 2022.

<sup>67</sup> B. Burçin Yurtoğlu, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirica, Journal of Applied Economics and Economic Policy*, 2000, V. 27, s. 198-218.

<sup>68</sup> Hakan Orbay/B. Burçin Yurtoğlu, "The Impact of Corporate Governance Structures on Corporate Investment Performance in Turkey", *Corporate Governance An International Review*, 2006, V. 14, No. 4, s. 351.

tin 96'sının holdingler tarafından 42 tanesinin ise aile şirketleri tarafından doğrudan yolla hakimiyet altında tutulduğu, buna karşılık 173 tanesinde nihai kontrole sahip pay sahibinin aileler olduğu tespit edilmiştir. Görüldüğü gibi, bu araştırma ile piyasada, dolaylı hakimiyetle yaratılan ve salkım şeklinde oluşturulmuş, ara hâkim şirketin holding veya bir başka şirket olsa da nihai hâkimin aile olduğu piramit yapılanmaların ne denli sık rastlanılan bir yapı olduğu saptanmıştır. Bu şirketlerin toplam 65'inde oyda imtiyaz, 82 tanesinde ise yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı ile hakimiyetin sağlandığı; yani, sermaye payının çoğunluğuna sahip olunmadan kontrol geliştirici mekanizmalarla kontrolün elde tutulduğu ortaya çıkmıştır.

Türkiye'deki halka açık şirketlerin pay sahipliği yapısına dair yapılan bir başka çalışmada,<sup>69</sup> hâkim pay sahibinin ortalama sermaye payı oranının %50 olduğu, 38 adet şirkette en az %50 paya sahip bir hâkim ortağın mevcut olduğu, çalışma kapsamındaki şirketlerden en büyük 94 tanesinin 68'inin aile kontrolü altında olduğu, 68 şirketin 37'sinin de piramit yapılanmaya bağlı olarak nihai hakiminin bir aile olduğu saptanmıştır. Bu piramit yapılanma ile hakimiyetin sağlandığı şirketler içerisinde, nihai hâkim konumunda olan ailelerin malvarlıksal haklarının %52.05; yönetim haklarının ise %65,75 olduğu tespit edilmiş; piramit yapılanma ile nakit akım hakları ve kontrol hakları arasındaki ayırımın sağlandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yönetim kurullarının bağımsızlığı bakımından yapılmış olan bir çalışmada,<sup>70</sup> hakimiyet altında olan toplam 122 şirketin, doğrudan hâkim pay sahibinin 54'ünde holding şirketi, 14'ünde aile, 16'sında finansal olmayan şirket, 10'unda finansal şirket ve 15'inde yabancı merkezli bir şirket olduğu tespit edilmiş; her ne kadar sadece 14'ü doğrudan bir aile tarafından yönetilse de 82 tanesinin nihai hakiminin yani dolaylı yolla yöneten hakim teşebbüsünün bir aile olduğu belirlenmiştir.

<sup>69</sup> İstemi S. Demirağ/Mehmet Serter, "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 2003, V. 11, s.43-48.

<sup>70</sup> Melsa Ararat/Hakan Orbay/B. Burçin Yurtoğlu, "The Effects of Board Independence: Evidence from Turkey", *SSRN Electronic Journal*, 2010, s. 47.

BİST 100’de yer alan şirketlerin %41’inde piramit yapılanma, %40’ında imtiyazlı paylar ve %11’inde karşılıklı iştirak yoluyla hakimiyet sağlandığını ortaya koyan çalışmada,<sup>71</sup> geri kalan hakimiyet altındaki şirketlerin herhangi bir kontrol geliştirici mekanizma kullanmadığı ve malvarlıksal haklarla yönetim hakları arasında ayırım yaratılmadığı sonucuna varılmıştır. Aynı çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren bir holding şirketinin pay sahipliği yapısı özel olarak incelenmiş ve holdingin nihai hâkimi konumundaki ailenin holdingde sahip olduğu sermaye payı oranının %39,82, yönetim hakkının ise %62,44 olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda ailenin holding üzerinde hem doğrudan hakimiyeti olduğu hem de bir başka bağlı şirketi aracılığıyla dolaylı hakimiyet kurduğu belirtilmiştir. Görüldüğü gibi bu çalışma, Türkiye’de piramit yapılanmaların ne kadar yaygın olduğunu ortaya koymuştur.

Piramit yapılanmanın şirket verimliliği ve kârlılığı üzerine, belirli bir sektör ele alınmak suretiyle, imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler bakımından yapılan incelemede, şirketlerin çoğunluğunun, ailelerin hakimiyeti altında olan grup şirketler olduğu, bunların piramit yapılanmalar içerisinde yer aldığı, ailelerin holding şirketler aracılığıyla dolaylı yoldan hakimiyetini sürdürdüğü belirlenmiştir. Bu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin, pay sahipliği yapısının şirket verimliliği üzerinde düşük bir etkisi olduğu, buna karşın hakimiyetin var olduğu ve yönetimin merkezileştiği şirketlerin kârlılık oranının daha yüksek olduğu ortaya konmuştur.<sup>72</sup>

BİST Holding ve Yatırım Endeksi ve BİST 100 endeksini baz alarak yapılan çalışmada,<sup>73</sup> bu endekslerde işlem gören toplam 42 tane holding olduğu, bu holdinglerin 20 tanesinde halka açık bağlı şirketi bulunmazken, 22 tanesinin toplam 57 adet halka açık bağlı şirketi olduğu ortaya çıkmıştır. Bu şirketlerin 12 tanesinin piramit şekilde yapıldığı, bunların hâkim pay sahibinin 6’sında aile, geri kalanlarda ise bir şirket olduğu ve piramit yapılanma şeklinde yönetilen şirketlerin

<sup>71</sup> Mustafa Aree Saeed/Ahmad Ayoib Che/Sitraselvi Chandren, “Ownership Patterns and Control of Top 100 Turkish Listed Companies”, *Asian Journal of Finance&Accounting*, 2017, V. 9, No. 1, s. 201-206.

<sup>72</sup> Mehmet Saraç, An Empirical Analysis of Corporate Ownership Structure in Turkish Manufacturing Sector, 6<sup>th</sup> European Business History Association Annual Congress, 2002.

<sup>73</sup> Işıl Mendeş Pekdemir/Duygu Toplu Yaşlıoğlu/Selçuk Yeke, Holdinglerde Piramit Yapılanma, 1. Basım, Beta Basım, İstanbul, 2019, s. 41-90.

toplam 31 adet halka açık, 225 adet ise halka kapalı bağlı şirketi bünyesinde barındırdığı saptanmıştır. Hâkim pay sahibi her ne kadar bir şirket olsa da çoğunlukla bu şirketlerin nihai hakiminin bir aile veya şahıs olduğu belirlenmiştir. Nihai hâkimin piramidin tepesinde yer alan şirketlerin 5 tanesinde imtiyazlarla, diğerlerinde ise sermaye payı çoğunluğuna bağlı olarak hakimiyeti sağladığı; piramidin alt kademelerine inildikçe ortalama olarak, nihai hâkimin pay sahipliği haklarının %31,19, yönetim haklarının ise % 49.06 olduğu ifade edilmiştir.

Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık şirketleri özellikle pay sahipliği yapısı bakımından inceleyen çalışmalardan çıkan sonuç; Türk piyasalarında şirketler bakımından yoğunlaşmış pay sahipliği yapısının tercih edildiği, bu şirketlerde yönetim hakları ile sermaye payı oranı arasında bir ayrımın yaratıldığı ve bu ayrımın oy hakkında imtiyaz ve yönetim organına aday gösterme veya yönetim organında temsil edilme gibi diğer kontrol geliştirici mekanizmalar yanında piramit yapılanmalarla sağlandığı, dolaylı pay sahipliği ile oluşturulan hakimiyet zincirinin tepesinde ise çoğunlukla Doğu Asya ülkelerinde görüldüğü gibi ailelerin yer aldığıdır. Aileler genellikle doğrudan hakimiyetine sahip oldukları holding şirketler vasıtasıyla yaratılan dolaylı hakimiyet ile birçok bağlı şirketi yönetme gücüne sahip olmakta ve dolaylı hakimiyetle oluşturulan malvarlıksal haklarla yönetim hakları arasındaki orantısızlık Türkiye piyasasında işlem gören halka açık şirketlerde sıklıkla görülmektedir. Yukarıda verileri sunulan çalışmaların tarihleri dikkate alınarak yapılacak olan değerlendirme sonucunda ise, Türkiye'de yıllar içerisinde piramit yapılanmanın güçlendiği ve daha sık tercih edilen bir kontrol geliştirici mekanizma olduğu, böylece esasen piyasanın temel karakteristiği haline geldiği söylenebilir.

## SONUÇ

Hakim teşebbüsün, salkım şeklinde yapılanan bağlı şirketlerde, alt basamaklara inildikçe düşük sermaye payına sahip olarak veya hiçbir pay sahipliği olmaksızın, yaratılan dolaylı hakimiyet zinciri ile bu şirketleri yönetebilecek miktarda kontrol hakkına sahip olması şeklinde özetlenebilecek olan piramit yapılanmalarda, hakim teşebbüs, düşük bir maliyete katlanarak çok sayıda şirketin yönetimi üzerinde söz sahibi olabilmekte, düşük sermaye payına bağlı olarak düşük miktarda malvarlıksal haklardan yararlanabildiği için bu şirketleri, şirketin menfaati haricinde bir menfaati gözeterek yönetebilmektedir.



Hâkim teşebbüsün düşük sermaye oranlarıyla yarattığı piramit yapılanmalar nedeniyle zarar görme tehlikesi altında olan grup, özellikle alt basamaklarda yer alan bağlı şirketlerin grup dışı pay sahipleri ve alacaklılarıdır. Bazı ülke düzenlemelerinde topluluk yapılanması bakımından menfaat sahiplerini koruyucu hükümler getirilmişse de, şirketin içinde bulunduğu karmaşık yapı hakkında tam olarak fikir sahibi olmadan yapılan yatırımlar, şirket yönetiminin piramidin hangi kademesinden sağlandığının tespit edilememesi, şirketin başka menfaatler gözetilerek yönetilmesi, şirketin malvarlığının grup içinde yapılan işlemlerle aktarılması, böylece grup dışı pay sahiplerinin malvarlıksal haklarının olumsuz yönde etkilenmesi ve alacaklıların alacağına ulaşması bakımından da sorunlar doğurmaya uygun bir yapılanma oluşturulması nedeniyle, piramit yapılanmaların kurumsal yönetim anlamında ayrıca ele alınması; bu yapılanma içerisinde yer alan şirketlerin ve bu şirketlerin pay sahipleri ve alacaklılarının özel olarak korunması gerekmektedir.

Piramit yapılanmaların bu bahsedilen olası olumsuz etkileri, piramit içinde yer alan şirketlerin halka açıldığı hallerde, yatırımcı sayısının artması ile birlikte çok daha ağırlaşabilmektedir. Böylece yatırımcılar, hiçbir zaman yönetiminde söz sahibi olamayacağı bir şirkete finansman sağlamakta; malvarlığının esas/tek kalemi bir başka grup içi şirketin iştirak paylarından oluştuğu hallerde bu şirketlerin tamamının halka açılmasıyla birlikte yatırım yapılan şirket yanında başka şirketlerin de riskini üstlenerek, sonuçlarını öngörmesi çok zor olan yatırım kararları vermektedirler. Böylece hâkim teşebbüs çok daha geniş bir kaynağa ulaşırken, şirket üzerindeki kontrolünü pekiştirerek topluluğun malvarlığını artırmakta; yatırımcılar ise ne şirketin yönetiminde etkin olabilmekte ne de tam anlamıyla sağlıklı bir yatırım kararı verebilmektedirler.

Türkiye özelinde bakıldığında ise, halka açık şirketler bakımından düşük halka arz oranları ve çeşitli imtiyazlarla piramit yapılanmanın tercih edildiği, genellikle ailelerin nihai hâkim konumunda olduğu ve dolaylı bir hakimiyet zinciri ile bağlı şirketlerin yönetilebildiği görülmektedir. Bu nedenle halka açık şirketlerin, piramit yapılanma içerisinde yer almasından kaynaklı sorunların Türkiye piyasasında faaliyet gösteren şirketlerde yatırımcı sıfatını haiz kişiler için de gündeme gelmesi olasıdır.

## Kaynakça

### Kitaplar

- Akın İrfan, Şirketler Topluluğu Sorumluluk Hukuku, 1. Basım, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2014.
- Berle A. A./Means, G.C., The Modern Corporation and Private Property, New York, 1968.
- Bianchi Marcello/Bianco Magda/Enriques Luca, Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy, The Control of Corporate Europe (Ed. Barca F./Becht, M.), Oxford, 2002.
- Dotevall Rolf, National Raport on Sweeden, Groups of Companies A Comparative Law Overview, Ius Comparatum-Global Studies in Comparative Law Rafael Mariano Manovil (ed.), 2020.
- Göktürk Kürşat, Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları, 2. Basım, Adalet Yayınevi, Ankara, 2022.
- Haber Stephen, How Latin America Fall Behind: Essays in the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800-1914, Stanford University Press, 1997.
- Högfeldt Peter, The History And Politics of Corporate Ownership in Sweden, In the History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers, 2005.
- Manavgat Çağlar, Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016.
- Manavgat Çağlar, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008.
- Manovil Rafael Mariano, Groups of Companies A Comparative Law Overview, Ius Comparatum-Global Studies in Comparative Law, 2020.
- Mendeş Pekdemir Işıl/Toplu Yaşlıoğlu Duygu/Yeke Selçuk, Holdinglerde Piramit Yapılanma, 1. Basım, Beta Basım, İstanbul, 2019.
- Okutan Nilsson Gül, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2009.
- Özcanlı Fatma Beril, Şirketler Topluluğunda Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılması, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021.
- Şehirali Çelik Feyzan Hayal, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, 1. Basım, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008.

### Makaleler

- Almeida Heitor V./Wolfenzon Daniel, "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *Journal of Finance*, 2006, V. 61.
- Ararat Melsa/Orbay Hakan/Yurtoğlu B. Burçin, "The Effects of Board Independence: Evidence from Turkey", *SSRN Electronic Journal*, 2010.

- Aree Saeed Mustafa/Ayoib Che Ahmad/Chandren Sitraselvi, "Ownership Patterns and Control of Top 100 Turkish Listed Companies", *Asian Journal of Finance&Accounting*, 2017, V. 9, No. 1.
- Bank Steven A./Cheffins Brian R., "The Corporate Pyramid Fable", *UCLA Law School, Law and Economics Research Paper Series*, Paper No.10-01, 2010.
- Bebchuk Lucian Aye/Kraakman Reinier/Triantis George, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights", *National Bureau of Economic Research*, 1999, Working Paper No. 6951.
- Bebchuk Lucian Arye/Kastiel Kobi, "The Perils of Small-Minority Controllers", *Georgetown Law Journal*, 2019, Discussion Paper No. 985.
- Blumberg Philip I., "Limited Liability and Corporate Groups", *The Journal of Corporation Law*, 1986, V. 11.
- Boehmer Ekkehart, "Business Groups, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers", *Journal of Financial Intermediation*, 2000, V. 9.
- Chung His-Mei/Chan Shu-Ting, "Ownership Structure, Family Leadership and Performance of Affiliate Firms in Large Family Business Groups", *Asia Pacific Journal of Management*, 2012, V. 29, No. 2.
- Cronqvist Henrik/Nilsson Mattias, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, V. 38, No.4.
- Demirağ İstemi S./Serter Mehmet, "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 2003, V. 11.
- Demsetz Harold, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 1983, V. 26.
- Edwards Jeremy J./Weichenrieder Alfons, J., "Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration", *Munich Personal RePEc Archive*, 2009, Paper No. 13830.
- Gompers Paul A./Ishii Joy/Metric Andrew, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States", *Review of Financial Studies*, 2010, V. 23, No. 3.
- Gugler Klaus/Müller Dennis C./Yurtoğlu B. Burçin, "Corporate Governance and the Returns on Investment", *Journal of Law and Economics*, 2004, V. 47, No. 2.
- Ho Virginia Harper, "Theories of Corporate Groups: Corporate Identity Reconceived", *Seton Hall Law Review*, 2012, V. 42, No. 3.
- Hopt Klaus J., "Groups of Companies: A Comparative Study of the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups", *European Corporate Governance Institute*, 2015, Law Working Paper No: 286/2015.
- Ketsela Belayneh, "Evaluating the Concept of Minority in Corporate Groups Context: A Specific Look at Minority Shareholders of the Subsidiary Company", *Bahir Dar University Journal of Law*, 2012, V. 2, No. 2.
- Lin Yu-Hsin, "Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control", *Columbia Business Law Review*, 2017, V. 453, No. 2.

- Masulis Ronald W./Pham Peter Kien/Zein Jason, "Family Business Groups around the World: Costs and Benefits of Pyramids", *The Review of Financial Studies*, 2011, V. 14, Is. 11.
- Masulis Ronald W./Wang Cong/Xie Fei, "Agency Problems at Dual-Class Companies", *Journal of Finance*, 3<sup>rd</sup> Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers, 2008, ECGI-Finance Working Paper No. 209/2008.
- Meoli Michele/Palieri Stefano/Vismara Silvio, "Does Ownership Structure Affect IPO Valuation?", *SSRN Electronic Journal*, 2008.
- Morck Randall, "Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case of Inter-Corporate Dividends", *University of Alberta Centre for Financial Research Working Paper*, 2003, No. 03-01.
- Morck Randall/Nakamura Masao, "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, 1999, V. 54, No.1.
- Morck Randall/Yeung Bernard, "Agency Problems in Large Family Business Groups", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2003, V. 27, No.4.
- Orbay Hakan/Yurtoğlu B. Burçin, "The Impact of Corporate Governance Structures on Corporate Investment Performance in Turkey", *Corporate Governance An International Review*, 2006, V. 14, No. 4.
- Petrin Martin/Choudhury Barnali, "Group Company Liability", *European Business Organization Law Review*, 2018, V. 20.
- Saraç Mehmet, "An Empirical Analysis of Corporate Ownership Structure in Turkish Manufacturing Sector", 6<sup>th</sup> European Business History Association Annual Congress, 2002.
- Sheng Jin, "Controlling Minority Structure in China's Family Controlled Group Affiliates", *City University of Hong Kong Law Review*, 2012, V. 3, No.2.
- Smart Scott B./Zutter Chad J., "Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual- and Single-Class IPOs", *Journal of Financial Economics*, 2003, V. 69.
- Villalonga Belen/Amit Raphael, "How are US Family Firms Controlled?", *European Corporate Governance Institute*, 2006, Finance Working Paper No. 131/2006.
- Villalonga Belen/Amit Raphael, "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, 2006, V. 80.
- Vural Yavaş Çiğdem, "Determinants of Capital Structure for Firms that Provide High Quality Sustainability Reporting", *Journal of Management and Sustainability*, 2016, V. 6, No. 4.
- Yeh Yin-Hua/Shu Pei-Gi/Chiang Guo, "Ownership Structure and IPO Valuation-Evidence from Taiwan", *Financial Management*, 2008, V. 37, No.1.
- Yurtoğlu B. Burçin, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirica, Journal of Applied Economics and Economic Policy*, 2000, V. 27.
- Zerni Mikko/Kallunki Juha-Pekka/Nilsson Henrik, "The Entrenchment Problem, Corporate Governance Mechanisms and Firm Value", *Contemporary Accounting Research*, 2011, V. 27, No. 4.

## Tezler

Akgül Barış, Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyarınca Banka Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2009.

## Raporlar

Winter Jaap W./Christensen Jan Schans/Garrido Garcia Jose M/Hopt Klaus J./Rickford Jonathan/Rossi Guido/Simon Joelle, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union, 2002.

The High Level Group of Company Law Experts: Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 2002.

## İnternet Kaynakları

Borsa Trendleri Raporu, Ocak-Aralık 2020, Ocak-Aralık 2021 ve Ocak-Aralık 2022 <https://www.tuyid.org/files/yayinlar/BorsaTrendleriRaporu> (son erişim tarihi: 21.01.2023).

G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2016, <https://www.oecd.org/corporate/public-consultation-review-G20-OECD-principles-corporate-governance.pdf> (son erişim tarihi: 18.01.2023).

Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies External Study Commissioned by the European Commission, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2007, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_07\\_751](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_07_751) (son erişim tarihi: 16.01.2023).

Sermaye Piyasası Kurulu, Payların Halka Arzında Kullanılacak Tek Belgeden Meydana Genel İzahname Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuz, <https://spk.gov.tr/data/61e368461b41c6127032080e/Tek%20belgeden%20olusan%20izahname.doc> (erişim tarihi: 20.01.2023).

