

## Şirket Ağları Üzerinden Sahiplik İlişkilerine Yönelik Stratejilerin Belirlenmesi

### *Determining Strategies for Ownership Relations by Business Networks*

Suat ATAN<sup>(1)</sup>, Çiğdem BASKICI<sup>(2)</sup>, Yavuz ERCİL<sup>(3)</sup>

**ÖZ:** Çalışmada şirketlerin sahiplik ilişkilerine yönelik stratejilerinin ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören 515 şirketin 1 Ocak-31 Aralık 2017 yılına ait pay sahipliği bilgileri kullanılmıştır. Bu bilgiler ışığında şirketlerin doğrudan ve dolaylı sahiplik oranlarının hesaplanabileceği 2228 şirket ve 2058 ilişkiden oluşan bir ağ oluşturulmuştur. Ağ üzerinden yapılan hesaplamalar sonucunda 298 şirketin yalnızca doğrudan sahiplik, 63 şirketin ise hem doğrudan hem de dolaylı sahiplik kurdukları tespit edilmiştir. Doğrudan ve dolaylı sahiplik kuran şirketler içerisinde özellikle Koç Holding'in dolaylı sahiplik oranının doğrudan sahiplik oranından daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Net Holding ve Doğan Şirketler Grubu çok belirgin bir biçimde doğrudan sahipliği dolaylı sahipliğe tercih etmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket stratejisi, Ağ perspektifi, Sahiplik ilişkileri, Piramit yapılar

**Abstract:** The aim of the study is to reveal business strategies for ownership relations. Accordingly, the shareholding information of 515 companies listing in Borsa İstanbul (BIST) for the period January 1 - December 31, 2017 has been used. In the light of this information, a network of 2228 companies and 2058 relations was established in which direct and indirect ownership rates of companies can be calculated. As a result of the calculations made over the network, it was determined that only 298 companies have direct ownership and 63 companies have both direct and indirect ownership. Indirect ownership ratio of Koç Holding was found to be higher than its direct ownership ratio. Net Holding and Doğan Group prefer distinctly direct ownership rather than indirect ownership.

**Keywords:** Business strategy, Network perspective, Ownership relations, Pyramidal structure

**JEL Classifications:** M10, G32, L14

### 1. Giriş

Erken 21. yüzyıl toplumunu tanımlayacak bir kavram var ise “ilişkiler örüntüsü” bunun için güçlü bir adaydır (Council, 2005). “Ağ” olarak kavramsallaştırdığımız bu yapı sosyal ağlar, bilgi ağları, teknolojik ağlar ve biyolojik ağlar olarak (Newman, 2003) hayatın her aşamasında karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla her geçen gün daha fazla araştırmacı çalışma alanlarında ağ perspektifini/teorisini kullanmaya başlamıştır. Böylece ağ teorisi zaman içinde iyi yapılandırılmış bir disiplin haline gelmiştir (Chami, Molyneux, Kontoleon ve Dunne, 2013). Ağ teorisi ve buna bağlı olarak ağ analizi yeniliklerin nasıl yayıldığına tespiti, hastalıkların kişiden kişiye nasıl bulaştığının belirlenmesi, suçun toplumsal örgütlenmesinin modellenmesi gibi

<sup>(1)</sup> Tarım ve Kırsal Kalkınmayı Destekleme Kurumu, [suat.atan@tkdk.gov.tr](mailto:suat.atan@tkdk.gov.tr); ORCID No: 0000-0003-3170-0969

<sup>(2)</sup> Başkent Üniversitesi, Sağlık Bilimleri Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, [cbaskici@baskent.edu.tr](mailto:cbaskici@baskent.edu.tr); ORCID No: 0000-0003-0712-1481

<sup>(3)</sup> Başkent Üniversitesi, İletişim Fakültesi, Halkla İlişkiler ve Tanıtım Programı [yncil@baskent.edu.tr](mailto:yncil@baskent.edu.tr); ORCID No: 0000-0003-2016-7329

Geliş/Received: 07-01-2019; Kabul/Accepted: 13-04-2020

çok çeşitli alanlarda kullanılmaktadır (Carrington, 2014). Diğer bir ifade ile ağlar aracılığıyla modelleme karmaşık sistemlerin davranışlarının anlaşılmasında güçlü bir araç haline gelmiştir (Rotundo ve D'Arcangelis, 2010).

Gormley ve Balla (2018) ağ teorisini, hiyerarşik terimlerle tam olarak tanımlanamayan ilişkileri açıklamak için tasarlanmış bir dizi kavram olarak nitelendirerek bazı olguların sadece hiyerarşi yapısı ile tanımlanamayacağına vurgu yapmışlardır. Başka bir ifade ile ağ teorisi karmaşık ilişkilerin anlaşılabilir kılınması ve analiz edilebilmesi için farklı bir bakış sunmaktadır. Şirketler arası sahiplik ilişkileri düşünüldüğünde ağ perspektifinin kullanışlılığı bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Esasında bir sektördeki doğrudan sahiplikler pay sahipliği verilerini elde edilebilirken gerçek sahiplik yapıları dolaylı ilişkilerin karmaşık ağ yapıları tarafından gizleniyor olabilir (Rotundo ve D'Arcangelis, 2010). Ağ yapılarının ortaya çıkarılması şirketlerin sahiplik yapılarının da ortaya çıkarılmasını mümkün kılmaktadır.

Çalışmada BIST'te işlem gören 515 şirketin 1 Ocak-31 Aralık 2017 yılına ait Kamu Aydınlatma Platformunda açıklanmış pay sahipliği bilgileri kullanılmıştır. Tüm bu şirketlerin diğer şirketlerdeki sahiplikleri ağ diyagramına dönüştürülerek toplam 2228 şirketten oluşan bir ağ yapısı modellenmiştir. Böylece şirketler arasındaki tüm sahiplik ilişkilerinin ve sahipliğe yönelik şirket stratejilerinin ortaya çıkarılması mümkün olmuştur. Analizler R dili ile gerçekleştirilmiş, daha sonra açık kaynak kodlu Gephi (Bastian, Heymann ve Jacomy, 2009) adlı yazılıma aktararak görselleştirilmiştir.

Çalışmada öncelikle sahiplik kavramı ele alınmış ve bu yapıların karmaşık mülkiyet yapılarına dönüştüğü durumlar incelenmiş, ilgili literatüre yer verilmiştir. Sonrasında çalışmada kullanılan yöntemle yer verilmiş, veri kaynağı tanımlanmıştır. Bulgular kısmında analiz sonuçları sunulmuştur. Son bölümde ulaşılan sonuçlara ve gelecek çalışmalarla ilgili çeşitli önerilere yer verilmiştir.

## 2. Sahiplik

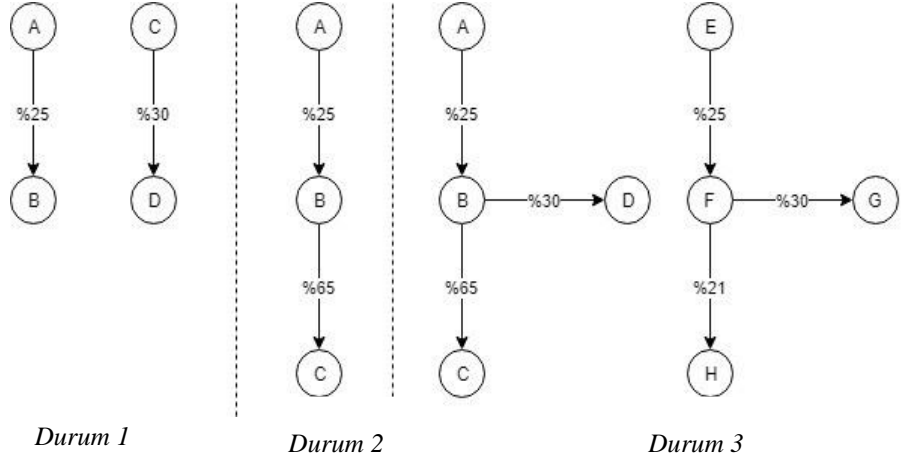
Chandler (1977: 5-6) çok-birimli ticari girişimin boyutu ve çeşitliliği arttıkça ve yöneticileri daha profesyonel hale geldikçe işletme yönetiminin mülkiyetten ayrıştığı tespitinde bulunmuştur. Ona göre modern işletme girişimlerinin yükselişi mülkiyet ve yönetim kontrolü arasındaki ilişkinin yeni bir tanımını getirdi ve bu nedenle yeni bir kapitalizm biçimi oluştu. Çok-birimli ticari girişimin ortaya çıkmasından önce, sahipler şirket üzerinde egemendiler. Ortaklıklar dâhil olmaya başladığında dahi sermaye stokları birkaç kişi veya ailenin elinde kaldı. Bu şirketler, nadiren iki veya üç müdürü birden çalıştıran tek birimli şirketlerdi. Geleneksel kapitalist şirketler kişisel girişim olarak adlandırıldı. Bununla birlikte başlangıcından itibaren modern şirketler daha fazla yöneticiye gereksinim duydu. Bazı şirketlerde girişimin sahipleri hem hisse senetlerinin büyük çoğunluğunu elde tutmaya hem de yöneticileriyle yakın ilişkiler sürdürmeye devam ettiler. Üst düzey yönetim kararları yine şirket sahibinin elindeydi. Aile kapitalizmi sistemi içinde yer alan bu şirketler *sahip egemen* olarak adlandırılabilir. Bir girişimin yaratılması ve büyümesi için büyük miktarda dış sermayeye ihtiyaç duyulduğunda, mülkiyet ve yönetim arasındaki ilişki birbirinden ayrışmaya başladı. Fonları sağlayan finansal kuruluşlar normal olarak temsilcilerini şirketin yönetim kuruluna yerleştirdi. Bu tür şirketlerde maaşlı yöneticiler, başta büyük miktarda sermayenin artırılması ve harcanması olmak üzere

üst yönetim kararlarını bankaların ve diğer mali kurumların temsilcileri ile paylaşmak zorundaydılar. Böylece şirket yönetiminin kontrolü paylaşılmaya başlandı. Finansal kapitalizm sistemi içinde yer alan bu şirket kategorisini ise *finansör egemen* olarak isimlendirmek mümkündür. Birçok modern girişim ise ne finansör ne de ailelerin kontrolündeydi. Mülkiyet dağınk hale geldi. Hissedarların, yüksek komutaya katılmak için nüfuz, bilgi, deneyim veya taahhütleri yoktu. Maaşlı yöneticiler kısa vadeli işletme faaliyetlerini yönetmenin yanı sıra uzun vadeli politikayı belirlediler ve her seviyede yönetime hâkim oldular. Yöneticileri tarafından kontrol edilen böyle bir girişim Chandler (1977: 6) tarafından *yönetici kapitalizmi* olarak tanımlandı. Bu tür şirketlerin egemen olduğu bir şirketi ise *yönetici egemen* olarak tanımlamak mümkündür. Bilgi ve iletişim teknolojileri sektöründe yapılan bir çalışmada Chandler'ın bu tanımlamasının şirketlerin stratejik tercihlerinde etkili olduğu görülmüştür (Baskıcı ve Ercil, 2018). Ancak kurumsal sahipliklere ilişkin uluslararası literatür ABD dışında kalan ülkelerdeki şirketlerin büyük çoğunluğunun piramit yapılar veya şirketler arası karmaşık sahiplik zincirleri aracılığıyla aileler tarafından sıkı bir biçimde kontrol edilen bir işletme grubuna dahil olduğunu ortaya koymaktadır (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999). Benzer şekilde geç endüstrileşen ülkelerde Chandler'ın mülkiyet/kontrol yaklaşımından farklı şekilde mülkiyetin ailede kaldığı, büyüme için ilgisiz çeşitlenme stratejilerinin kullanıldığı ve genel grup yapısının yasal olarak bağımsız girişimler şeklinde benimsendiği gözlemlenmiştir (Çolpan ve Hikino, 2010).

İster erken endüstrileşmiş isterse geç endüstrileşmiş ülkelerde olsun, şirketler büyüdükçe stratejik tercihlerinden bağımsız olarak sahiplik yapıları da esnekleşmektedir. Mülkiyetin ailede kaldığı şirket yapılarında bile büyüklükle birlikte kontrolün borsa işlemleri yoluyla esnekleştiği görülmektedir. Böylece modern şirketlerin sermaye yapıları karmaşıklaştıkça sahiplik üzerinden kontrolü ele geçirmek üzere rekabet edilen bir piyasa oluşmaktadır (Jensen ve Ruback, 1983). Bunun yanında sahipliğin esnekleşmesi grup şirketlerinin morfolojisini de etkilemektedir. Sahiplik ilişkisi direkt olarak ele alındığında Şekil 1 birinci durumdaki ilişkiler tanımlanmaktadır. Bu yaklaşım Şekil 1'deki ikinci durumda görülen zincirleme ilişkiyi iki ayrı parçaya ayırmakta ve dolaylı ilişki içindeki A ve C şirketlerinin ilişkisini ayrı olarak ele almaktadır. Ancak C şirketinin ortakları arasında görünmeyen A şirketi piyasada herhangi ilgisiz başka bir şirkete nazaran C üzerinde nispi bir kontrol gücüne sahip olacaktır. Birden fazla şirketin pay sahipliği ile oluşturduğu organizasyonel yapılar (Bena ve Ortiz-Molina, 2013) piramit yapı olarak tanımlanmaktadır (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999). Piramit yapı, bu hiyerarşik yapının en üstündeki pay sahiplerinin doğrudan ve dolaylı olarak birçok şirketi kontrol etmek için kullandıkları yapıdır (Çolpan ve Hikino 2010; Morck, Wolfenzon ve Yeung, 2005). Piramit yapılar ile bir şirket, piyasadaki büyük çaplı şirket grupları üzerinde hâkimiyet kurabilir (Bertrand ve Mullainathan, 2003). Bu yapı ortakların şirketleri kontrol etmesi, şirketlerin piyasa risklerinin azaltılması ya da şirketlerin izole edilmesi için tasarlanmış bir mekanizma olarak işlev görebilir (Çolpan ve Hikino, 2010: 58). Ayrıca bu olgu özellikle kanunların daha zayıf olduğu ve az gelişmiş ekonomiye sahip ülke ve bölgelerde daha önemlidir (La Porta, Lopez-De-Silanes ve Shleifer, 1999).

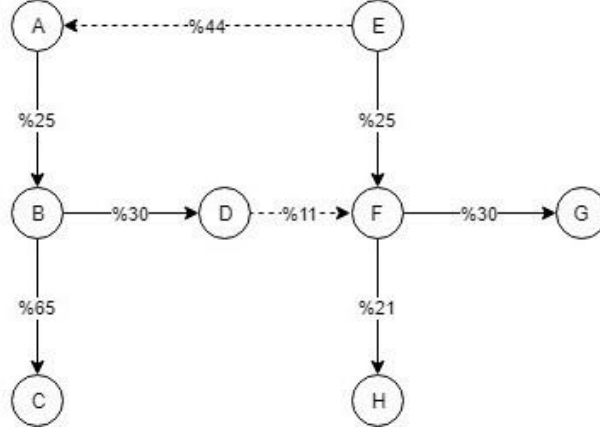
Matulich ve Curire (2016) piramit yapıların İtalya'da çok yaygın olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca piramit yapıları yöneten bazı şirketler yasal olarak bağımsız şirketleri bile kontrol etmekte ve bunun da sahiplik zinciri üzerinden

gerçekleştirmektedir. Çin'deki hem devlet hem de özel yatırımcılar borsada işlem gören şirketleri piramit yapılar aracılığıyla kontrol etmektedir (Fan, Wong ve Zhang, 2005; Zhu, 2006). Sacristan-Navarro ve Gómez-Ansón (2007) çalışmalarında İspanya'daki aile şirketlerinin yatırımlarını yönlendirmek için dolaylı sahiplik ve piramit yapıları kullanma eğilimde olduklarını bulmuşlardır. Ayrıca ailenin baskın olduğu şirketlerin aile üyeleri tarafından yönetildiğini ve bu üyelerin de kontrol haklarının nakit akış haklarını aştığını tespit etmişlerdir. Yurtoğlu 2000 yılında borsada işlem gören 257 Türk şirketinin sahiplik yapısını incelediği çalışmasında, bu şirketlerin büyük kısmının ailelerin sahipliğinde olduğunu ve onlar tarafından kontrol edildiklerini tespit etmiştir. Benzer bir çalışma Türkiye'nin en büyük 100 şirketi üzerinde Demirağ ve Serter (2003) tarafından yapılmış ve Yurtoğlu'nun (2000) çalışmasını destekler sonuçlara ulaşmışlardır. Çalışmaya göre Türk şirketleri arasında sahiplik ve kontrol ayırımı piramit sahiplik yapıları ve büyük işletme grupları aracılığıyla gerçekleşmektedir. Yılgör ve Yücel (2012) 2006-2008 yıllarında İMKB'de işlem gören şirketler üzerine yaptıkları çalışma kapsamında 2006'da 307 şirkette 88, 2007'de 318 şirkette 90, 2008'de 315 şirkette 86 piramit yapı tespit etmişlerdir. Gürünlü'nün (2018) Türkiye'de yaptığı çalışmasının sonuçları şirketlerin iç sermaye fonlarını arttırmak amacıyla dolaylı sahiplikleri bir finansman aracı ve eksik finansal piyasaların bir ikamesi olarak kullandıklarını ortaya çıkarmaktadır.



Şekil 1. Doğrudan ve Dolaylı İlişkiler

Şekil 1 üçüncü durumdaki A ve E şirketleri ayrı şirketler olup piramit sahiplik yapısındadır. Bu iki grup arasında herhangi bir bağlantı bulunmamaktadır. Bu iki şirket grubu içindeki şirketler Şekil 2'de görüldüğü gibi bir sahiplik ilişkisi kurduklarında ilişkiler daha karmaşık bir yapıya bürünmekte ve ortaya çıkan karmaşık sahiplik zincirlerini tespit etmek için sahiplik ilişkilerinin daha fazla incelenmesi gerekmektedir (Tablo 1).



Durum 4

## Şekil 2. Dolaylı İlişkilerin Karmaşık Ağları

Bu ilişkiler bütünü bir ağı teşkil etmekte olup ilişkilerin ağ perspektifinden ele alınması ve görselleştirilmesi sadece belirli birkaç şirketin kendi aralarındaki ilişkilere odaklanmanın ötesinde bütün piyasadaki durumun açık ve belirgin olarak görülebilmesine olanak vermektedir. Sunduğu bu üstünlükler nedeniyle sahiplik ilişkilerine yönelik ağ perspektifinden yapılan çalışmaların sayısında dikkate değer bir artış söz konusudur. Moebert ve Tydecks (2007) Almanya'da bulunan şirketler üzerinde yaptıkları çalışmada şirketler arası ilişkileri modellemek amacıyla ağ analizi kullanmışlardır (2007). Benzer bir çalışma İtalya'daki 300 şirket için Rotundo ve D'Arcangelis (2010) tarafından gerçekleştirilmiştir. Ancak bu çalışmada şirketler arası ikincil ilişkiler irdelenmemiş sadece her bir aktör düzeyinde derece merkeziliği üzerinden şirketlerin sahiplik ilişkisi ele alınmıştır. Şirketler arası ilişkilerin tüm aktörlerin birbirleri ile kayda değer biçimde kısa patikalar üzerinden erişebileceği, küçük dünya modeli adı verilen yapı altındaki sahiplik ilişkileri Conyon ve Muldoon (2008) tarafından simüle edilmiştir. Li, Ren, Feng ve Zhang (2016) 2003-2016 yılları arasında Çin borsasına kote olmuş şirketlerin ağını oluşturmuşlardır. Ağın topolojik özelliklerinin evrimini (ortalama derece, çap, ortalama yol uzunluğu ve kümeleme katsayısı) zaman sırası açısından analiz etmişlerdir. Topolojik karakterdeki değişikliklerin piyasa volatilitesi üzerindeki ekonomik etkilerini göz önünde bulundurmuş ve bunları gelecek öngörüsü için kullanmışlardır. Çalışma bulgularına göre ağ çapı, volatilitiyi önemli derecede tahmin etmektedir.

**Tablo 1.** Sahiplik Durumu için Olası Durumlar ve Etkileri

Durumlar	Durum 1	Durum 2	Durum 3	Durum 4
Tanımlar	Bir A şirketi başka bir B şirketine ortaktır.	A şirketi B şirketine ortaktır, B şirketi de C şirketine ortaktır.	Durum 2'deki A şirketine benzer şekilde strateji izleyen birden fazla şirket vardır. Ancak bu kümeler arasında bağ yoktur.	Durum 3'tekine benzer şirketler kendi aralarında da bağlara sahiptir.
Etkiler	A şirketinin B şirketi üzerinde kontrolü vardır.	A şirketinin B şirketi üzerinde kontrolü olduğu gibi dolaylı olarak C şirketi üzerinde de kontrolü vardır.	A şirketi gibi şirketlerin kontrol güçleri mevcuttur. Bu bağlamda görece daha güçlü şirketler vardır.	Bir ağ durumu söz konusudur ve bu ağ üzerinde kontrol güçleri analiz edilmelidir.

### 3. Yöntem

Çalışmada BIST'te işlem gören 515 şirketin 1 Ocak-31 Aralık 2017 yılına ait Kamu Aydınlatma Platformuna açıklanmış pay sahipliği bilgileri kullanılmıştır. Tüm bu şirketlerin diğer şirketlerdeki sahiplikleri dâhil toplam 2228 şirket 2058 ilişkidenden oluşan bir ağ yapısına dönüştürülmüştür. Bu şirketlerin sahiplik oranı ele alınmış ve karşılaştırılmıştır. İlgili verilerin analizi için R dili kullanılmıştır. R dili veri bilimi için geliştirilmiş ve yaygın bir şekilde kullanılan açık kaynak kodlu bir bilgisayar programlama dilidir. Bu dile bağlı özel kütüphaneler kullanılarak veri madenciliği, ağ analizi ve metin madenciliği gibi birçok özel analiz gerçekleştirilebilmektedir. R dilinin bu modüler özelliği sayesinde SPSS, Eviews gibi farklı istatistiksel ve ekonometrik analiz araçlarının yanında RapidMiner gibi veri madenciliği araçlarının işlevleri de yerine getirilebilmektedir. Ancak R dili ile gerçekleştirilecek tüm işlevler araştırmacı tarafından kodlanarak ortaya çıkarılmaktadır (Atan ve Emekci, 2018). Çalışmanın analizleri algoritmik olarak tasarlanmış ve kodlanmıştır.

Piramit yapılar üzerine yapılan çalışmalarda temel sorun piramit yapı içindeki şirketlerin birbirleri üzerindeki dolaylı ilişkileriyeğin çalışmamızda temel amaç ağ içerisinde tüm şirketlerin sahiplik ilişkilerinin ele alınarak piramit yapıyı kullanan ve kullanmayan tüm şirketlerin haritalanmasıdır. Böylece piramit yapısında olan şirketlerin kendi içlerinde etki ettikleri şirketlerle ilişkileri değil bütün ağ içinde bu stratejiyi kullanma oranları mukayese edilebilecektir. Bu amaçla Denklem 1'de belirtilen tüm sahiplik değeri üzerinden  $P$  değeri  $X$  şirketinin  $Y$  gibi şirketler üzerindeki direkt sahiplik güçlerinin aritmetik toplamıyken  $H$  değeri,  $X$  şirketinin  $Z$  şirketi gibi ikincil şirketler üzerindeki dolaylı sahiplik oranlarının da etkisini yansıtmaktadır (Denklem 2). Buna göre  $P+H$  değeri bir şirketin doğrudan veya dolaylı olarak tüm sahiplik oranını yansıtacaktır. Başka bir deyimle  $P+H$  değeri bir şirketin ağ üzerinde bilinen ilişkilerine göre Denklem 2'nin  $N=2$  derinliğine kadarki toplamını ifade etmektedir.

$$P = \sum i_{xy}$$

Denklem 1: Birincil (doğrudan) bağlar üzerinden toplam sahiplik

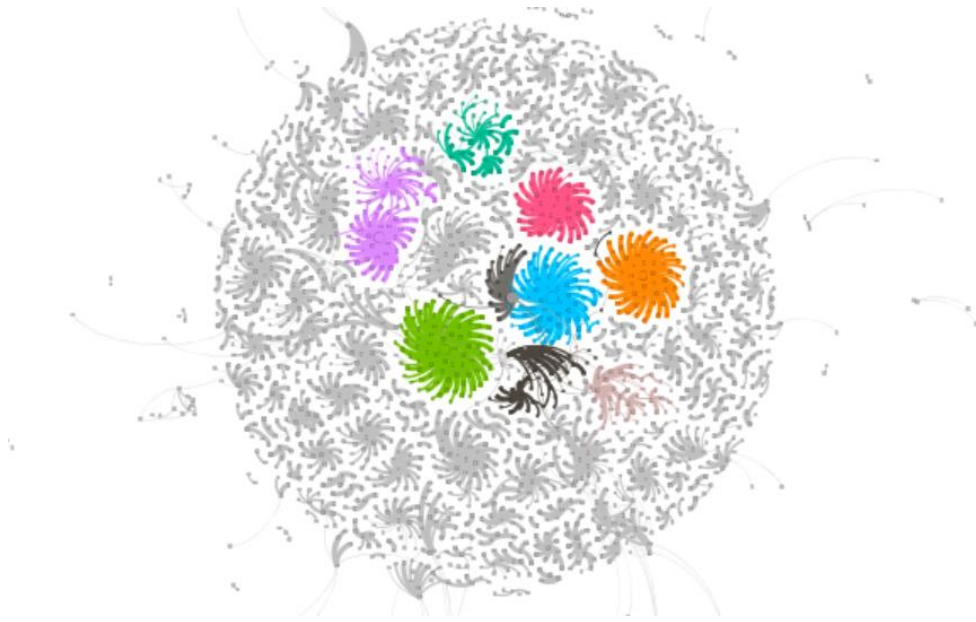
$$H = \sum (i_{xy} \cdot i_{yz})$$

Denklem 2: İkincil (dolaylı) bağlar üzerinden toplam sahiplik

Burada  $H$  değeri için ikinci şirketten sonra piramidin sonu gelene kadar zincir üzerindeki tüm şirket sayısı kadar “derinlik” esas alınarak hesaplama yapmak mümkündür. Bununla birlikte derinlik arttıkça birbiriyle çarpılan pay sahipliklerinin sayısal değeri sifıra yaklaşmaktadır (Rotundo ve D’Arcangelis, 2010). Bu nedenle çalışmada sadece iki şirket derinliğine kadar inilmiştir.

### 3.1. Sahiplik İlişkilerinin Ağ Görselleştirilmesi

Çalışmaya esas şirketlerin tamamının sahiplik ilişkileri Gephi (Bastian, Heymann ve Jacomy, 2009) adlı açık kaynaklı araçla Şekil 3’teki gibi görselleştirilmiştir.

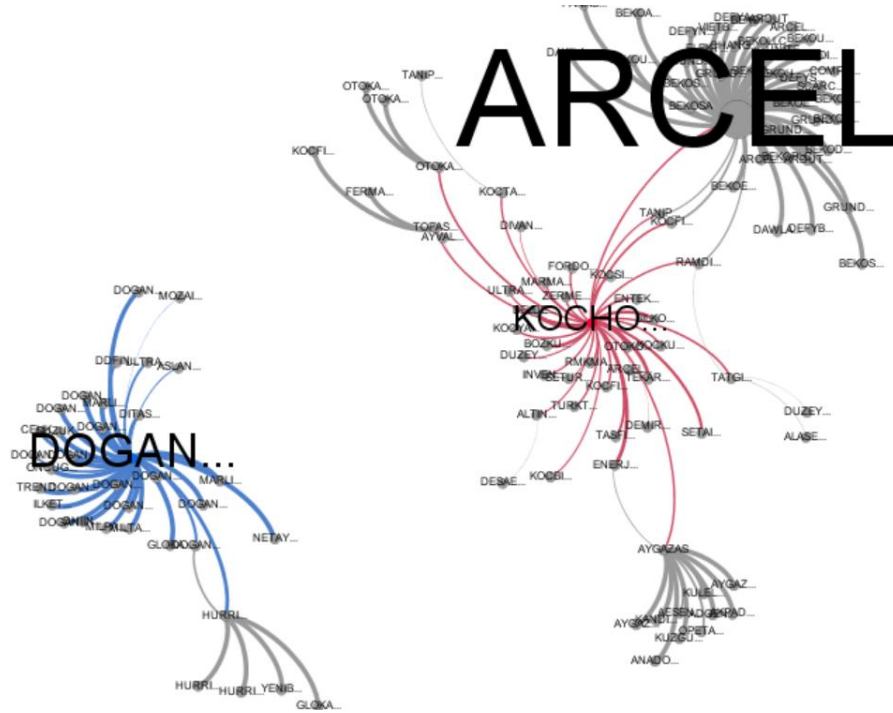


**Şekil 3. Şirketlerin Sahiplik Ağı**

Her bir düğüm bir şirketi, her bir çizgi ortaklığı ifade etmektedir.

Sosyal bilimler açısından bir ağ yapısı iki temel elamanı içermektedir. Bunlar aktörler ve aktörler arasındaki ikili ilişkilerdir. Wasserman ve Faust (1994: 17) aktörleri “ayrık/münferit bireysel, kurumsal veya kolektif sosyal birimler” olarak tanımlamaktadırlar. Pryke’a (2012: 71) göre aktör, “sosyal varlığa verilen isim”dir. Aktörlere örnek olarak; bir grup içindeki insanlar, kurum içindeki birimler veya dünya ekonomisindeki uluslar, çokuluslu şirket içindeki bağlı kuruluşlar verilebilir. Örneklerde de görüldüğü üzere aktörler, değerlendirme altında olan çalışma alanına bağlı olarak değişebilmektedir (Pinheiro, 2011: 6). Bu çalışmanın aktörlerini şirketler oluşturmaktadır. İlişki, “bir grubun üyeleri arasındaki belirli türde bağların toplamıdır. Örneğin iki ulus arasında sürdürülen resmi diplomatik bağ seti ilişkiler olarak tanımlanmaktadır” (Wasserman ve Faust, 1994: 20). Her düzeyde, aktörler

arasındaki ilişkiler ağların temelini oluşturmaktadır (Hartmann, 2011: 75). Bu ilişkilerin içeriği farklılık gösterebilmektedir. Bu çalışmadaki ilişkiler “pay sahipliği ilişkileri” olarak tanımlanmıştır. Normalde bir şirketin başka bir şirkete ortak olarak sahiplik pozisyonu alması yönlü bir ilişki olup ağ diyagramında düz çizgilerle değil oklarla gösterilmesi gerekmektedir. Buradaki yön pay sahibinden pay sahibi olunan şirkete doğrudur. Ancak çalışmamızdaki ağın çok büyük olması nedeniyle düğümler arasındaki yönlü oklar gözükmemektedir. Bununla birlikte analiz yapılırken bu yönler dikkate alınmıştır (Şekil 3). Ağın merkezinde ego ağı en büyük olan Koç Holding ve Doğan Holding göze çarpmaktadır. Bu şirket gruplarının ego ağları daha yakından ele alındığında Şekil 4’teki durum ortaya çıkmaktadır.



Şekil 4. Doğan ve Koç Holding Yatırımlarının Ego Ağları

### 3.2. Doğrudan ve Dolaylı Sahipliklere Göre Şirket Grupları ve Grupların Karşılaştırması

Araştırma kapsamında Denklem 1 ve Denklem 2’de gösterilen  $P$  (doğrudan sahipliğin toplam değeri) ve  $H$  (dolaylı sahipliğin toplam değeri) değerleri 515 şirket için 2228 şirket ve 2058 ilişkiden oluşan bir ağ üzerinden hesaplanmıştır. 515 şirketten 361 şirketin  $P+H$  değerinin 0’dan farklı olduğu tespit edilmiştir. Bu şirketler doğrudan ve/veya dolaylı sahiplikler kurmaktadır. 361 şirketten 298 şirketin  $H$  değerinin 0 olduğu ortaya çıkarılmıştır. Bu durum ise bu şirketlerin yalnızca doğrudan sahiplik kurduğunu dolaylı sahiplik yapılarını tercih etmediğini dolayısıyla piramit yapıların tepesinde olmadıklarını göstermektedir. Bununla birlikte kalan 63 şirket farklı oranlarda hem doğrudan hem de dolaylı sahiplikler kurmaktadır. Bu şirketlerden  $P+H$  değeri en yüksek 10’u Tablo 2’de gösterilmektedir. Bu değerler incelendiğinde Koç Holding’in  $H$  değerinin piyasadaki en yüksek  $H$  değeri olduğu görülmektedir. Buna göre dolaylı sahipliği bir strateji olarak en çok tercih eden

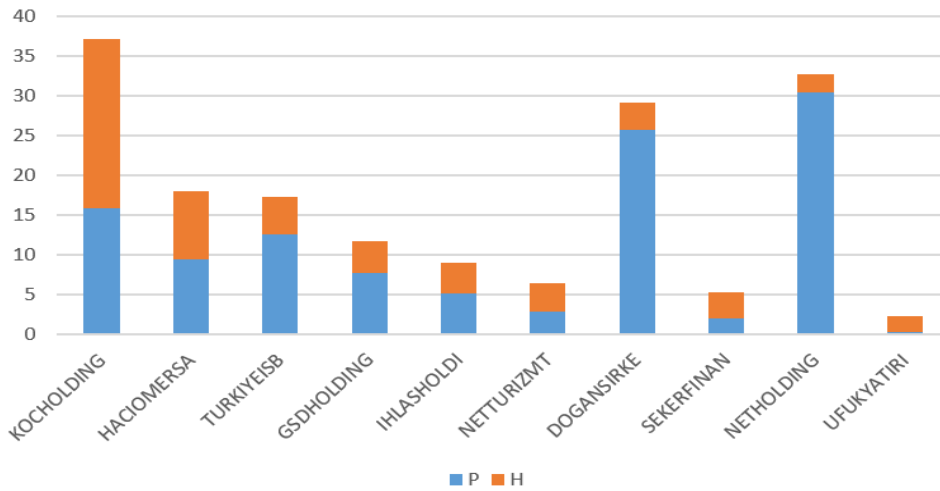


şirketler grubu Koç Holding olarak değerlendirilebilir.  $P$  ve  $H$  değerleri mukayese edildiğinde de Koç Holding doğrudan sahiplik yerine dolaylı sahipliği daha çok tercih etmektedir. Bununla birlikte doğrudan sahiplik değerleri toplamının ( $P$ ) en yüksek olduğu şirketler grubu Net Holding'dir. Koç Holding dışında dolaylı sahipliği doğrudan sahipliğe tercih eden diğer şirketler Şeker Holding, Net Turizm ve Ufuk Yatırım'dır ( $H > P$ ). Ağın tamamında  $H > P$  koşulunu sağlayan diğer bir ifade ile dolaylı sahipliği doğrudan sahipliğe tercih eden toplam 7 şirket bulunmaktadır.

**Tablo 2.** En Yüksek  $P+H$  Değerine Sahip Şirket Grupları (İlk 10)

Şirket	$P$	$H$	$P+H$	$H > P$	$P$ Sıralaması	$H$ Sıralaması
KOCHOLDING	15,85	21,33	37,18	Evet	3	1
NETHOLDING	30,51	2,17	32,68	Hayır	1	9
DOGANSIRKET	25,74	3,44	29,17	Hayır	2	7
HACIOMERSA	9,43	8,63	18,06	Hayır	5	2
TURKIYEISB	12,65	4,69	17,34	Hayır	4	3
GSDHOLDING	7,81	3,91	11,72	Hayır	6	4
IHLASHOLDING	5,22	3,80	9,02	Hayır	7	5
NETTURIZM	2,90	3,57	6,47	Evet	8	6
SEKERFINANS	1,99	3,29	5,28	Evet	9	8
UFUKYATIRIM	0,40	2,00	2,40	Evet	10	10

$P$  ve  $H$  değerlerinin daha net görülebilmesi amacıyla Grafik 1 oluşturulmuştur. En yüksek sahiplik değerlerine göre 10 şirketin uyguladıkları yatırım stratejileri değerlendirildiğinde stratejilerin iki belirgin yapıda gruplandığı görülmektedir. Bu gruplardan ilki doğrudan sahiplik stratejisi uygulayan şirketler (Net Holding, Doğan Holding, Hacı Ömer Sabancı, Türkiye İş Bankası, GSD Holding, İhlas Holding), ikinci grup ise dolaylı sahiplik stratejisi uygulayanlardır (Koç Holding, Net Turizm, Şeker Finans, Ufuk Yatırım).



**Grafik 1.**  $P$  ve  $H$  Değerleri En Büyük Şirket Grupları

#### 4. Değerlendirme ve Sonuç

Çalışmada Türkiye'deki şirketlerin yatırım stratejileri iki başlık altında incelenmiştir. Birinci başlıkta doğrudan sahiplik stratejileri incelenmiştir. Bu gruptaki şirketlerin kontrol odaklı yönetime önem verdikleri kabul edilebilir. Bu şirketlerde yatırımcılar yönetim üzerindeki sorumlulukları ve kontrolü kendi üzerlerine almayı tercih ederler. İkinci gruptaki şirketlerin ise iş birliği odaklı yönetime önem verdikleri söylenebilir. Bu şirketlerin yatırımcılarının yönetimde kendi kontrolünde bir sorumluluk üstlenmekten çok iş birliği temelinde uzlaşmaya dayalı bir yönetim anlayışını benimsedikleri düşünülebilir.

Araştırmamızda 515 şirket için doğrudan ve dolaylı sahiplik oranları, 2228 şirket ve 2058 ilişkiden oluşan bir ağ üzerinden hesaplanmıştır. Bu şirketlerin çoğunda basit ortaklık yapıları kullanılmıştır. Buna göre şirketin bir tek yatırımcı tarafından yönetildiği ve başka bir şirket üzerinde pay sahipliğinin olmadığı görülmüştür. Bu durumda bu grup için bir yatırım stratejisinden bahsetmek mümkün olmamıştır. Ortaya çıkan sonuçlara göre Türkiye'de yatırım stratejisini takip edebileceğimiz sadece 361 şirketin olduğu görülmüştür. Bu 361 şirketin 298 tanesinde birinci grup yani doğrudan sahiplikler yoluyla bir yatırım stratejisinin tercih edildiği tespit edilmiştir. Dolaylı yatırım stratejilerinin takip edilebileceği durum iki, üç ve dört (Şekil 1-2) olarak tanımlanan yapıda sadece 63 şirket bulunmuştur.

Bahsi geçen 63 şirket dışında kalan şirketlerin birbirini etkileme ve ağ gücünden faydalanma olanağı oldukça kısıtlıdır. Bu durumda yatırımcıların şirketler üzerindeki beklentilerini her bir şirket için ayrı ayrı tanımladıkları, yatırımların şirketler arasındaki sinerjik etkisini yaygın olarak dikkate almadıkları düşünülebilir. Sözü edilen sinerjik etkinin oluşması yatırımcılar arasındaki iş birliğinin yanında sahiplikten ayrı bir yönetim anlayışının güçlü bir şekilde gelişmesi ile gerçekleşebilir. Bu durumun Türk şirketleri için henüz oluşmadığı ya da çok sınırlı olduğu iddia edilebilir.

Türkiye'de yatırım gücü en yüksek 10 şirkete bakıldığında her iki yatırım stratejisinin varlığı dikkat çekicidir. Bu durumda elde edilen ilk bulgu her iki stratejinin de yatırım gücü açısından ayırt edici niteliğinin olmadığıdır. Literatürde Türkiye için bu yönde daha önce bir çalışmaya rastlanılmadığı için kıyaslama yapılamamıştır. Ancak, bu bulgular Çolpan ve Hikino (2010) tarafından başlatılan bir tartışmaya yeni bir boyut getirebilecek niteliktedir. Anılan yazarlar çalışmalarında piramit yapılar üzerinden bir inceleme yaparak geç endüstrileşen ülkelerde birbirinden bağımsız şirket gruplarının baskın olduğunu bulmuşlardır. Çalışmamız şirketlerin çoğunun doğrudan yatırım stratejisini uyguladığını bulması nedeniyle bu bulguyu desteklemektedir. Bunun yanında yatırım gücü en büyük 10 şirket açısından doğrudan ve dolaylı sahiplik stratejisi arasında ayırt edici fark bulunamamıştır. Çalışmamız, bu sonucun endüstrileşme sürecinden bağımsız bir stratejik tercihe bağlı olabileceğine işaret ederek yeni bir tartışma başlatma potansiyeli taşımaktadır.

Çalışmamızdaki ikinci dikkat çekici bulgu bu tartışmayı devam ettirecek niteliktedir. Birbirine yapısal olarak çok benzeyen iki çalışmada Yurtoğlu (2000) ile Demirağ ve Serter (2003) piramit yapılar üzerinden inceledikleri Türk yatırım ortamında ağırlıklı olarak birbirinden ayrı yatırım gruplarının varlığına dikkat çekerek bu tercihlerin varlıklardaki düşük getiriler, piyasa/defter oranlarında ve temettü ödemelerinde yansıtıldığı gibi performansı olumsuz etkilediğini göstermektedirler. Bu durumda

şirketlerin farklılaşma olanakları ve likidite gücü baskılanmaktadır. Ayrıca küçük yatırımcı açısından risk yükselmektedir. Bu durum stratejik yönetim açısından başta uluslararasılaşma çabaları olmak üzere pek çok alanda şirketin büyüme performansını olumsuz etkilemektedir. Elde edilen bulgulardan piyasa değeri açısından çok büyük olmasa da sahiplik gücü açısından ilk grup listeye girebilen şirketlerin (Net Turizm, Şeker Finans ve Ufuk Yatırım) bu performansları arkasında uyguladıkları yatırım stratejileri olabilir.

Bir diğer bulgu ise şirketlerin uyguladıkları yatırım stratejilerinin yatırım yapılan sektörlerle göre farklılıklar sergilemedikleri olmuştur. Bu durumda yatırım stratejilerinin sektör bağımlı bir zorunluluk olabileceği iddiasından söz etmek mümkün değildir. Bu durum şirketlerin içinde buldukları çevre koşullarından kaynaklanıyor olabilir (Baskıcı ve Ercil, 2019a; Baskıcı ve Ercil, 2019b).

Sonuç olarak araştırmamız yatırım stratejileri açısından doğrudan ve dolaylı sahiplik tercihlerini takip ederek literatüre farklı bir bakış kazandırmıştır. Bu bakış kuramsal olarak şirketlerin ağ yapısı içinde birbirleri ile ilişkilerini takip edebilme olanağı kazandırmaktadır. Araştırmamızın tanımladığı yeni bakış ile yatırımcılar Türkiye'deki şirketleri stratejik tercihleri açısından değerlendirebilme imkanı elde edebileceklerdir.

Şirketlerin yatırım tercihinin nedenleri, üzerine ayrıca düşünülmesi gereken bir konudur. Bunun için şirketler özelinde yapılacak tanımlayıcı bir araştırma açıklayıcı olabilecektir. Ayrıca bu tercihlerin Türk iş dünyasına özel olup olmadığı da uluslararası literatür açısından incelenmesi gereken bir konu olarak anılmalıdır.

## 5. Referanslar

- Atan, S. ve Emekci, H. (2018). *İktisat ve işletme uygulamaları için R ile veri analizi, istatistik, modelleme ve uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Baskıcı, Ç. ve Ercil, Y. (2018). ICT sektörünün stratejik yapı analizi: Finans kapitalizminin sorgulanması. 26. *Ulusal Yönetim Organizasyon Kongresi*. Trabzon.
- Baskıcı, Ç. ve Ercil, Y. (2019a). Çokuluslu şirketlerin doğrudan yabancı yatırım yer seçiminde sektör taşıma kapasitesinin gerekliliği. *Istanbul Business Research*, 48(1), 144-159.
- Baskıcı, Ç. ve Ercil, Y. (2019b). Taşıma kapasitesinin birleşme stratejilerinde öncül bir gösterge olarak kullanılması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(3), 783-796.
- Bastian, M., Heymann, S. ve Jacomy, M. (2009). Gephi: An open source for exploring and manipulating networks. *Third International AAAI Conference on Weblogs and Social Media*.
- Bena, J. ve Ortiz-Molina, H. (2013). Pyramidal ownership and the creation of new firms. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 798-821.
- Bertrand, M. ve Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Carrington, P. J. (2014). Crime and social network analysis. J. Scott ve P. J. Carrington içinde, *The SAGE handbook of social network* (s. 236-255). SAGE Publications.
- Chami, G. F., Molyneux, D. H., Kontoleon, A. A. ve Dunne, D. W. (2013). Exploring network theory for mass drug administration. *Trends in Parasitology*, 29(8), 370-379.

- Chandler, A. D. (1977). *The visible hand: The managerial revolution in American Business*. USA: Harvard University Press.
- Çolpan, A. M. ve Hikino, T. (2010). Foundatins of business groups: Towards an integrated framework. A. M. Çolpan, T. Hikino ve J. R. Lincoln içinde, *The Oxford handbook of business group* (s. 16-66). UK: Oxford University Press.
- Conyon, M. ve Muldoon, M. (2008). *Ownership and control: A small-world analysis*. J. A. C. Baum ve T. J. Rowley içinde, *Network strategy* (s. 31-65). UK: Emerald Group Publishing Limited.
- Council, N. R. (2005). *Network Science*. Washington: National Academies Press.
- Demirağ, I. ve Serter, M. (2003). Ownership patterns and control in Turkish listed companies. *Corporate Governance*, 11(1), 40-51.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J. ve Zhang, T. (2005). The emergence of corporate pyramids in China. *Working paper* (SSRN 686582).
- Gormley, W. T. ve Balla, S. J. (2018). *Bureaucracy and democracy: Accountability and performance*. Thousand Oaks, California: SAGE.
- Gürünlü, M. (2018). Propping in the pyramidal business groups in Turkey. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 29(2), 114-126.
- Hartmann, S. (2011). *External embeddedness of subsidiaries influence on product innovation in MNCs*. Köln: Josef Eul Verlag GmbH.
- Jensen, M. C. ve Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. ve Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Li, J., Ren, D., Feng, X. ve Zhang, Y. (2016). Network of listed companies based on common shareholders and the prediction of market volatility. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 462, 508-521.
- Matulich, S. ve Currie, D. M. (2016). *Handbook of frauds, scams, and swindlers: Failures of ethics in leadership*. CRC Press.
- Moebert, J. ve Tydecks, P. (2007). Power and ownership structures among German companies. A network analysis of financial linkages. *Darmstadt Discussion Papers in Economics*, 179, Darmstadt University of Technology, Department of Law and Economics.  
[https://tuprints.ulb.tu-darmstadt.de/4745/1/ddpie\\_179.pdf](https://tuprints.ulb.tu-darmstadt.de/4745/1/ddpie_179.pdf)
- Morck, R., Wolfenzon, D. ve Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Newman, M. E. (2003). *The structure and function of complex networks*. <http://Math.Uchicago.Edu/~Shmuel/Network-Course/Readings/Newman,%20SIAM.Pdf> (Erişim tarihi: 3.21.2018).
- Pinheiro, C. A. (2011). *Social network analysis in telecommunications*. John Wiley & Sons.
- Pryke, S. (2012). *Social network analysis in construction*. Chichester: John Wiley & Sons.
- Rotundo, G. ve D’Arcangelis, A. M. (2010). Ownership and control in shareholding networks. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 5(2), 191-219.
- Sacristan-Navarro, M. ve Gómez-Ansón, S. (2007). Family ownership and pyramids in the Spanish market. *Family Business Review*, 20(3), 247-265.
- Wasserman, S. ve Faust, K. (1994). *Social network analysis: Method and applications*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Yılıgör, A. G. ve Yücel, E. (2012). İşletmelerin sahiplik yapısının incelenmesi: Sahiplik ve kontrol ayrımı konusunda çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16), 41-57.
- Yurtoğlu, B. B. (2000). Ownership, control and performance of Turkish listed firms. *Empirica*, 27, 193-222.
- Zhu, S. (2006). The characteristics of ultimate shareholders and informativeness of accounting earnings. *China Accounting and Finance Review*, 3, 1-30.