

Karşılıklı İştirak İlişkisi İçindeki Grup Şirketlerinde Toplam Sermayenin Gerçek Kişi Nihai Paylarına İndirgenmesi

Dr.S.Mehmet İnhan

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hiz. A.Ş. YK Üyesi

Ekim 2023

Özet

Holding ve Şirket Gruplarında nihai hakim pay sahiplerinin kim olduğu ve nihai payları, kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında şeffaflık adına, belirli aralıklarla kamuya açıklanması önerilen önemli bilgilerdendir.

Ancak, çoğunlukla grup şirketleri arasında çapraz pay sahipliğinin varlığı, yani gerçek kişi pay sahiplerine ek olarak grup şirketlerin birbirlerine ve/veya bir diğerine iştirak etmiş olması, çözümlenmesi kolay olmayan ve adım adım yineleme yöntemiyle ancak yaklaşık sonuçların elde edilebildiği döngüsel ilişkiler yaratmaktadır. Bu tür yapılarda toplam sermayenin nihai pay sahiplerine kesin hesapla indirgenebilmesi için analitik bir yöntem gereklidir. Belirtilmelidir ki bahsi geçen analitik yöntem sadece nihai pay ve sermaye sahipliği açısından kesin bir ölçüt sunacak olup, grup şirketleri üzerindeki kontrol düzeyini yansıtmayacaktır. Kontrol konusu, şirketlerin ana sözleşmelerinde tanımlanmış olan oy hakları, imtiyazlar ve benzeri istisnalar çerçevesinde sermaye payına kıyasla önemli farklılıklar gösterebilecektir.

Bu makalede, grup şirketleri arasında çapraz pay sahipliği ilişkisi bulunan gruplarda toplam sermayenin gerçek kişi nihai pay sahiplerinin paylarına indirgenmesi için analitik bir yöntem sunulmaktadır.

Gelişim içindeki kurumsal yönetim ilkeleri literatüründe¹, birçok alanda faaliyet gösteren karmaşık ticari yapıların nihai hakim pay sahiplerinin kamuya açıklanması, şeffaflık ilkesi açısından kritik ve çoğunlukla da çözümlenmesi teknik zorluklar ortaya çıkaran bir bilgi olagelmıştır. Bu konudaki ilgi bir yandan yolsuzluk, vergi kaçırma, kara para aklama, terör finansmanı ve benzeri kriminal etkinliklerle mücadeleye dayanırken², kurumsal şeffaflık, hesap verebilirlik ve dürüstlük ilkeleri ile şirket performansı arasındaki doğrusal ilişkinin her düzeydeki yatırımcı nezdinde açıkça görülmeye başlanması, konuya ilginin diğer önemli bir boyutunu oluşturmaktadır³.

¹Uluslararası düzeyde ele alınan kurumsal yönetim ilkeleri, gelişmelere göre zaman zaman güncellenmektedir. Bakınız:([OECD, 2015](#))

²Nihai pay sahiplerinin şeffaflığı konusunda bir rehber için bakınız: ([Berkhout and Fernando, 2022](#))

³Kurumsal yönetim, şeffaflık ve şirket performansı arasındaki ilişki için bakını: ([Berggren and Bernshteyn, 2007](#))

Kurumsal yönetim uyum ölçümü metodolojileri, artan oranlarda nihai pay sahipleri şeffaflığı konusunu değerlendirme kriterleri kapsamına almaktadır. Bununla birlikte, grup şirketleri çapraz pay sahipliği ilişkileri içinde olan karmaşık ticari yapılarda, nihai pay sahiplerini, bunların grup içindeki nihai net varlıkları ve paylarını çözümleyerek belirlemek, teknik açıdan zorluklar doğurmaktadır.

Bu tür grup şirketlerinde, gerçek kişi nihai pay sahiplerinin toplam sermaye içindeki indirgenmiş net payları, pay sahibi oldukları şirketler içindeki *doğrudan iştirak payları* ile bu şirketlerin pay sahibi oldukları diğer şirketlerdeki *dolaylı paylarının* toplamı olacaktır. Ancak dolaylı payları oluşturan şirketlerin birbirlerine iştirak etmiş olması, sonsuz döngülere yolaçmaktadır.

Bahsi geçen döngü sorununu çözmek üzere aşağıda analitik bir çerçeve sunuyoruz.

Bir grup şirketler yapısında n şirket ve m gerçek kişi pay sahibi olduğunu varsayalım. Bu şirketlerin birbirlerine olan iştirakleri, aşağıdaki $n \times n$ boyutundaki matrisle ifade edilsin:

$$C = [c_{ij}]_{n \times n} = \begin{pmatrix} 0 & c_{12} & \cdots & c_{1n} \\ c_{21} & 0 & \cdots & c_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ c_{n1} & c_{n2} & \cdots & 0 \end{pmatrix} \quad (1)$$

Bu matriste, c_{ij} , i şirketinin j şirketindeki kurumsal payını ifade ederken $0 \leq c_{ij} \leq 1$ ve c_{ii} ise 0 olarak tanımlanmaktadır.

Bu şirketlerdeki gerçek kişi pay sahiplerinin payları ise aşağıdaki $m \times n$ boyutundaki matrisle ifade edilsin:

$$B = [b_{ij}]_{m \times n} = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} & \cdots & b_{1n} \\ b_{21} & b_{22} & \cdots & b_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{m1} & b_{m2} & \cdots & b_{mn} \end{pmatrix} \quad (2)$$

Buna göre, b_{ij} , i gerçek kişinin j şirketi sermayesindeki yüzde payını ifade etsin.

Bu durumda,

$$\begin{bmatrix} C \\ B \end{bmatrix}_{(m+n) \times n} = \begin{pmatrix} 0 & c_{12} & \cdots & c_{1n} \\ c_{21} & 0 & \cdots & c_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ c_{n1} & c_{n2} & \cdots & 0 \\ \hline b_{11} & b_{12} & \cdots & b_{1n} \\ b_{21} & b_{22} & \cdots & b_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{m1} & b_{m2} & \cdots & b_{mn} \end{pmatrix}$$

matrisinin her bir sütunu j şirketinin kurumsal ve gerçek kişi pay sahiplerinin yüzde paylarını gösterirken, her sütun toplamı da doğal olarak 1 olacaktır.

Şirketlerin sermayelerini, aşağıdaki $n \times 1$ boyutundaki vektörle ifade edelim:

$$\vec{x} = [x_i]_{n \times 1} = \begin{pmatrix} x_1 \\ x_2 \\ x_3 \\ \vdots \\ x_n \end{pmatrix}$$

Bu vektörde x_i , i şirketinin sermayesini ifade etmektedir.

Yukarda yapılan tanımlamalara göre, gerçek kişi pay sahiplerinin, tüm şirketlerde *doğrudan* sahip oldukları sermaye tutarı aşağıdaki bağıntı ile ifade edilecektir:

$$\vec{\beta} = B\vec{x} \quad (3)$$

$\vec{\beta} = [\beta_i]_{m \times 1}$, $i = 1 \dots m$, vektöründe β_i , i gerçek kişinin tüm şirketlerde *doğrudan* sahip olduğu toplam sermayesini ifade etmektedir.

Öte yandan, her bir şirketin tüm diğer şirketlerde *doğrudan* sahip olduğu toplam sermaye ise aşağıdaki gibi ifade edilecektir:

$$\vec{\gamma} = C\vec{x} \quad (4)$$

$\vec{\gamma} = [\gamma_i]_{n \times 1}$, $i = 1 \dots n$, vektöründe γ_i , i şirketinin tüm diğer şirketlerdeki *doğrudan* iştirak paylarından doğan toplam sermaye tutarını göstermektedir.

Ne var ki, daha önce de belirtildiği gibi şirketlerin karşılıklı pay sahipliği durumu, sonsuz bir döngü oluşturmaktadır. Bu döngü sonucunda şirketlerin *doğrudan* ve *dolaylı* toplam brüt sermaye tutarları, aşağıdaki sonsuz seri ile ifade edilebilir:

$$\vec{\gamma}^* = C\vec{x} + C^2\vec{x} + C^3\vec{x} + \dots = \sum_{k=1}^{\infty} C^k\vec{x} \quad (5)$$

Gerçek kişi nihai pay sahiplerin, *doğrudan* ve *dolaylı* sermaye tutarı:

$$\vec{e} = \vec{\beta} + B\vec{\gamma}^* = B\vec{x} + B \sum_{k=1}^{\infty} C^k\vec{x} \quad (6)$$

Bir başka ifade ile:

$$\vec{e} = B \left[\sum_{k=0}^{\infty} C^k \right] \vec{x} \quad (7)$$

Parantez içindeki sonsuz serinin çözümü $\sum_{k=0}^{\infty} C^k = [I - C]^{-1}$ olduğuna göre,

$$\vec{e} = B[I - C]^{-1}\vec{x} \quad (8)$$

$m \times 1$ boyutundaki \vec{e} sütun vektörü, grup toplam sermayesinin sadece gerçek kişi nihai pay sahiplerine indirgenmiş pay tutarlarını vermektedir. Burada e_i , i gerçek kişinin toplam grup sermayesindeki indirgenmiş sermaye tutarını ifade etmektedir.

$0 \leq c_{ij} \leq 1$, olduğundan $[I - C]$ negatif olmayan bir matristir. $[I - C]^{-1}$ ters matrisinin varolabilmesi, C matrisinin *tekil matris* olmamasına bağlıdır. C matrisinin köşegen elementleri 0 olduğuna göre, her sütunun *doğrusal bağımsız* vektörler olması sağlanmakta, bu özelliğiyle *tam sütun kerteli* bir matris olan C her zaman tersinir olup, $[I - C]^{-1}$ nin her zaman varolduğu kanıtlanır.

Tek başına $B[I - C]^{-1}$ matrisi, gerçek kişi nihai pay sahiplerinin tek tek *her şirketteki* doğrudan ve dolaylı nihai paylarını ifade etmektedir. Buna göre kişiler satırlarda, şirketler ise sütunlarda ifade edilmektedir. $B[I - C]^{-1}$ matrisi grup şirketlerinin sermaye vektörü \vec{x} ile çarpıldığında ise her gerçek kişinin grup toplamındaki sermaye payı elde edilmektedir.

Eğer $B[I - C]^{-1}$ matrisi, sermaye vektörü \vec{x} yerine onun normalize edilmiş düzgeli vektörü

$$\vec{\xi} = \frac{\vec{x}}{\|\vec{x}\|}$$

ile çarpılırsa, gerçek kişi nihai pay sahiplerinin toplam grup sermayesindeki yüzde payları elde edilir:

$$\vec{e} = B[I - C]^{-1} \vec{\xi} \quad (9)$$

Burada \vec{e} gerçek kişi nihai pay sahiplerinin toplam grup sermayesindeki yüzde paylarını ifade etmektedir.

Yukardaki (8) bağıntısı ile ifade edilen indirgenmiş sermaye tutarları ile (9)'da ifade edilen yüzde paylar, nihai pay sahiplerinin grup şirketleri üzerindeki kontrol düzeyini ve muhtemel temettü nakit akışını yansıtmamakta, sadece mülkiyete ilişkin bir ölçüt vermektedir. Nihai pay sahiplerinin pay mülkiyeti ile kontrol düzeyi ve temettü nakit akışları arasındaki ayrım ise kritik niteliktedir⁴.

Bunu bir örnekle açıklayacak olursak⁵, Kote A.Ş., halka açık bir şirket olsun. Kote A.Ş.'nin %24,99 hissesi Birinci A.Ş.'ye, %24,99 hissesi İkinci A.Ş.'ye, %0,03 hissesi şirketlerin CEO'su A.Müdür bey'e, %49,99 hissesi ise diğer hissedarlara ait olsun.

Öte yandan Birinci A.Ş. ve İkinci A.Ş. birbirlerinin %49,99 hissesine sahipken, bu şirketlerin herbirinde CEO A.Müdür bey %0,02'ye, diğer hissedarlar da %49,99 hisseye sahip olsun.

Yukardaki analizimize göre, C matrisi:

$$C = \begin{pmatrix} 0 & 0 & 0 \\ 0,2499 & 0 & 0,4999 \\ 0,2499 & 0,4999 & 0 \end{pmatrix} \quad (10)$$

⁴İlgili ayrımın ne kadar kritik olabileceğine ilişkin bir analiz için bakınız: (Ritzberger and Shorish, 2002)

⁵(Ritzberger and Shorish, 2002) makalesinde ele alınan örnekten uyarlanmıştır.

B matrisi ise:

$$B = \begin{pmatrix} 0,0003 & 0,0002 & 0,0002 \\ 0,4999 & 0,4999 & 0,4999 \end{pmatrix} \quad (11)$$

Olacaktır. B matrisinde ilk satır A.Müdür bey'in hisse paylarını, ikinci satır ise diğer hissedarların paylarını göstermektedir.

Şirketlerin sermaye vektörü ise aşağıdaki gibi olsun:

$$\vec{x} = \begin{pmatrix} 100 \\ 50 \\ 150 \end{pmatrix}$$

Yukarıda $\begin{bmatrix} C \\ B \end{bmatrix}$ matrisinin sütun toplamları 1 değerini vermektedir. Ayrıca açıkça görüleceği gibi, A.Müdür bey gerek tek tek şirketlerde gerekse grup toplamında kontrolü elinde tutmaktadır. Bir başka deyişle, kendi maaşını en üst düzeyden belirleyebilir ve kimse pozisyonunu değiştirme gücüne sahip değildir.

Şimdi de A.Müdür beyin nihai sermaye payını hesaplamak için (8) i kullanalım. Buna göre,

$$\vec{e} = B[I - C]^{-1}\vec{x} = \begin{bmatrix} 0.1299720 \\ 299.87003 \end{bmatrix} \quad (12)$$

Nihai pay sahipleri vektörünün birinci satırı A.Müdür beyin sermaye tutarını, ikinci satırı ise diğer pay sahiplerinin sermaye tutarını göstermektedir. Buna göre, grubun toplam 300 birimlik sermayesinin sadece 0.129972 birimi A.Müdür beye aitken grubun tüm kontrolünü elinde bulundurmakta, öte yandan grubun 299.87003 birimlik sermayesine sahip olan "diğer pay sahipleri" neredeyse mülkiyetin tamamına sahipken kontrol gücünden yoksun kalmaktadır.

Bu çarpıcı örnekte de görüldüğü gibi, (8) ve (9) bağıntıları sadece nihai pay sahiplerinin mülkiyetini ve ilgil payları yansıtmakta ancak kontrol düzeyinin belirlenmesi için daha detaylı, oy hakkı, imtiyazlar ve istisnalar gibi hukuki boyutları da kapsayan bir analiz gerekmektedir. Burada geliştirilen indirgenmiş kesin pay ölçütü ile aşağıdaki sorulara yanıt bulunmaktadır:

- Bir şirketler grubundak gerçek kişi nihai pay sahipleri kimlerdir,
- Bunların her bir şirketteki doğrudan ve dolaylı indirgenmiş sermaye payları nedir,
- Bunların toplam grup sermayesindeki doğrudan ve dolaylı indirgenmiş sermaye payları nedir,
- Bunların toplam grup sermayesindeki doğrudan ve dolaylı indirgenmiş yüzde payları nedir.

Bu soruların yanıtları, kurumsal yönetim kriterlerinden şeffaflık kapsamında önem kazanmakta, yukarıda geliştirilen analitik yöntem ise genellikle bağımsız denetçiler tarafından iteratif yollarla hesaplanmak durumunda kalınan bir ölçütü kesin ve pratik bir yöntemle elde etmenin yolunu sunmaktadır.

Kaynaklar

- Berggren, E. and Bernshteyn, R. (2007). *Organizational transparency drives company performance*, volume Vol. 26 No. 5. Journal of Management Development.
- Berkhout, R. and Fernando, F., editors (2022). *Unmasking Control: A Guide to Beneficial Ownership Transparency*. International Monetary Fund, Washington, DC.
- OECD (2015). *G20/OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri*. OECD Yayınları, Paris.
- Ritzberger, K. and Shorish, J. (2002). Cross-ownership among firms: Some determinants of the separation of ownership from control. *Reihe Ökonomie / Economics Series, Institute for Advanced Studies (IHS), Vienna, No:113*.