

ŞİRKETLERDE HALKA AÇILMA VE HALKA AÇILMANIN TÜRKİYE AÇISINDAN ÖNEMİ

Yrd. Doç. Dr. Nurhan AYDIN

HALKA AÇILMANIN GEREKLİLİĞİ

Şirketler belirli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar sermaye ihtiyaçlarını içsel kaynaklardan sağlayabilirler. Büyüklük arttıkça içsel kaynaklardan sağlanan fonlar yeterli gelmemeye başlar. Özellikle, enflasyonun büyük boyutlarda olduğu ortamlarda, dışsal kaynak ihtiyacı daha da artacaktır.

Şirketler artan sermaye ihtiyaçlarını, içsel kaynaklar dışında, para ya da sermaye piyasalarından karşılayabilirler. Önemli olan, şirketlerin mali yapılarını, Borç/Öz Sermaye oranlarını bozmayacak bir şekilde para ve sermaye piyasalarından dengeli olarak faydalanmalarınıdır. Dengeli yararlanmadan kasıt, döner varlıkların kısa dönemli finansal kaynaklarla para piyasalarından, sabit varlıkların uzun vadeli finansal kaynaklarla sermaye piyasalarından sağlanmasıdır.

Para ve sermaye piyasalarının etkin olduğu ülkelerde faaliyette bulunan şirketler, artan sermaye ihtiyaçlarını bu piyasalardan

kolaylıkla karşılayabilirler. Ülkemiz gibi sermaye piyasalarının etkin olmadığı ülkelerde faaliyette bulunan şirketler, artan sermaye ihtiyaçlarını genellikle para piyasalarından karşılamaktadırlar. Dolayısıyla, finansmanın temel ilkelerinden biri olan «yararlanılan kaynakların vadesi ile bu kaynakların yatırılmış olduğu varlıkların işletmede kullanılabilmesi süre arasındaki uyum ilkesi» çığnemektedir. Bu durumda şirketlerin finansal riski artmaktadır. Diğer taraftan, pek çok şirkette varlıkların ve kaynakların uyumsuzluğunun dışında, mali yapıları, yani Borç/Öz sermaye dengesi de bozuktur. Son yıllara kadar süregelen dış rekabete kapalı ve aşırı korumalı bir sanayileşme politikası, şirketlerin daha etkin ve rasyonel kararlar almalarını engellemiştir. Uzun yıllar faiz haddi, tasarrufları uyararak ve kredi taleplerini sınırlamak için kullanılacak bir araç olarak düşünülmemiştir. Enflasyonun çok altında kalan faiz hadleri tasarrufları sınırlanmış ve aşırı kredi talebi yaratmıştır (1). Negatif faiz politikaları sonucunda da banka kredisi ağırlıklı borçlanmanın avantajlı olması, şirketleri aşırı borçlanmaya yöneltmiştir. Sonuçta bu politikalar, şirketlerin genel olarak aile şirketleri veya küçük bir sermaye ile kurulan anonim şirketler olmasına neden olmuştur (2).

Ancak 1970'den sonra dünya ekonomisinde görülen olumsuz gelişmeler ve 1980 sonrası uygulamaya konulan ekonomik politikalar sonucunda şirketler, 1980'lere kadar uygulanan kapalı ekonominin rahatlıklarını ve alışkanlıklarını bir tarafa bırakıp, daha rasyonel ve rantabl çalışmanın yollarını aramak durumunda kalmışlardır.

Kısa bir zaman sürecinde dışa açılma ve AET topluluğu ile entegrasyona girme durumunda olacak şirketlerimizin, bu koşullara ayak uydurabilmelerinde sağlam bir finansal yapı yanında, Batı ülkelerinin şirketleriyle rekabet edebilecek bir büyüklüğe ulaşmaları da gerekmektedir.

Aşağıda şirketlerimizin finansal durumunu daha kolay değerlendirebilmek için tablolar verilmiştir.

(1) Erdoğan ALKİN, «Faiz Politikasının Sınırları» İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl 23, S. 275, (15 Ocak 1989), s. 33.

(2) Akın İLKİN, «Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye Etkileri» İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl 22, S. 259, (15 Eylül 1987), s. 30.

TABLO I
BANKA KREDİLERİNİN KAMU VE ÖZEL KESİM
ARASINDA DAĞILIMI (%)

A. Ticaret Bankaları Kredileri	1980	1983	1984	1985	1986
— Kamu Sektörü	18.8	9.0	6.5	12.5	11.5
— Özel İşletmeler ve hane halkı	81.2	91.0	93.5	87.5	88.5
B. Kalkınma ve Yatırım Bankaları Krediler					
— Kamu sektörü	71.5	65.9	55.9	51.2	56.0
— Özel İşletmeler ve Hane Halkı	28.5	34.1	44.1	48.1	44.0
C. Toplam Banka Kredileri					
— Kamu Sektörü	28.2	7.5	13.7	16.5	16.1
— Özel İşletmeler ve Hane Halkı	71.8	82.5	86.3	83.5	83.9

Tablo I incelendiğinde, ilgili dönemde, şirketlerin artan sermaye ihtiyacında oldukları açıkça görülmektedir (3). Toplam banka kredilerinin kamu ve özel kesim arasındaki dağılımına bakıldığında, kamu sektörünün payının 1980-1986 döneminde %28,2 den %16,1'e gerilediği, özel sektörün payının ise %71,8'den %83,9'a yükseldiği görülmektedir. Tablo, banka kredileri içinde kamu sektörünün payının, özel sektöre kıyasla, düşük olduğunu ve 1980 yılı sonrasında da bu payın giderek azaldığını ve Türk Bankacılık sisteminde kamu bankaları ağırlık taşımasına karşın banka kredilerinin, esas itibariyle, özel kesime yönelik olduğunu göstermektedir.

(3) Öztin AKGÜÇ, 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık (İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1987), s. 236.

TABLO II
İHRAÇ EDİLEN MENKUL DEĞERLER
(Milyon TL.)

	1983	1984	1985	1986	1987 (1)
KAMU KESİMİ	260.000	1.018.936	2.657.133	3.057.0	5.999.8
Dev. İç. Borç. Tah.	250.000	225.000	1.191.347	1.269.5	2.045.3
Hazine Bonoları	—	793.936	1.415.786	1.787.5	3.954.4
Dev. Yat. Ban. Tah.	—	—	50.000	—	—
T. Eml. Krd. Ban. Tah.	10.000	—	—	—	—
ÖZEL KESİM	112.042	75.622	112.213	274.1	682.5
Tahvil (2)	16.143	11.778	36.185	110.9	317.5
Hisse Sen. (3)	95.899	63.844	75.578	101.9	187.2
Diğerleri (4)	—	—	—	61.3	177.8
GENEL TOPLAM	372.0	1.094,6	2.769.3	3.331.1	6.682.2

(1) 31 Aralık 1987

(2) 1985 yılından itibaren SPK'den alınan ihraç izinleri

(3) Borsa Koduna alınan

(4) Finansman Bonusu+Katılma Belgesi+Banka Bonusu toplamıdır.

Tablo II, 1983-1987 döneminde özel kesimin tahvil ihracının 16.143 milyon TL.'den 317.5 milyon TL. ye çıkarken, yani yaklaşık 20 kat artarken, hisse senedi ihracı ise 95.899 milyon TL.den 187.2 milyon TL.ye çıkarak yaklaşık sadece 2 kat artmış olduğunu göstermektedir (4).

Her iki Tablo da şirketlerimizin 1980 öncesi finansman politikalarını devam ettirmekte olduklarını, diğer bir deyişle, finansmanda aşırı krediye yer verilmesi nedeniyle Borç/Öz Sermaye oranlarının aşırı yüksek olduğunu göstermektedir. Sermaye piyasasının gelişmemiş olması nedeniyle de borçların büyük bir kısmının kısa vadeli para piyasalarından karşılanıyor olması, şirketlerin kaynaklarıyla kaynakların kullanım süresi arasındaki uyumsuzluğun devam ettiğini ortaya koymaktadır.

(4) 1987 Yıllık Ekonomik Rapor, T.C. Maliye ve Gümrük Bakanlığı, s. 108.

TABLO III

ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ GSMH
İÇİNDEKİ PAYI

	Özel Sektör Yatırımları	Kamu Sektörü Yatırımları
1972	10.61	7.76
1973	11.37	8.33
1974	10.76	9.08
1975	11.55	11.27
1976	13.06	12.35
1977	12.39	13.19
1978	11.31	11.07
1979	10.04	11.63
1980	8.39	11.62
1981	7.36	11.39
1982	7.42	11.62
1983	7.53	11.44
1984	7.36	11.03
1985	8.40	11.20
1986	9.40	12.60

TABLO IV

ÖZEL SEKTÖR SABİT SERMAYE YATIRIMLARININ DAĞILIMI

Tarım	13.3	9.0	6.6
Madencilik	0.7	0.6	0.6
İmalat Sanayi	27.7	0.6	31.3
Enerji	0.7	0.6	1.0
Ulaştırma	20.1	17.8	17.0
Turizm	1.2	1.9	2.2
Konut	30.8	31.9	36.0
Eğitim	0.2	0.4	0.4
Sağlık	0.2	0.5	0.6
Diğer	5.0	4.5	4.2
Toplam	100.0	100.0	100.0

Tablo III'te 1972 yılından 1986 yılına kadarki dönemde, sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki payı verilmiştir (5). Tablo'dan açıkça görüldüğü üzere sabit sermaye yatırımları 1980'den sonra %7'ler düzeyinde kalmıştır. Tablo III'ten özel sektör sabit sermaye yatırımlarında bir gerileme olduğu açıkça görülmesine rağmen, daha sağlıklı bir değerlendirme yapmak için Tablo IV'deki, yıllar itibariyle, özel sektör yatırımlarının sektörlere göre dağılımını incelemek gerekir (6). Tablo IV'e göre özel sektörün toplam yatırımlarından imalat sanayi kesimine ayrılan pay, son yıllarda %30 dolaylarında gerçekleşmiştir. Halbuki bu oran III. Beş. Yıllık Kalkınma Plânı döneminde ortalama %36.06 idi (7).

Bugün imalat sanayinde, bir taraftan gelişme hızı yavaşlarken, diğer taraftan, pek çok işkolunda üretimde ve kapasite kullanımında optimum noktaya gelinmiştir. Sonuçta ilave üretim için kapasitenin zorlanması ya da yeni veya tevsii yatırımlarına gidilmesi gerekmektedir. Pek çok sanayi kolunda ise teknoloji hızla eskimekte ve rekabet için yenilenme ihtiyacı bulunmaktadır.

Şirketlerin bu zor süreci başarılı bir biçimde geçirebilmeleri için vakit geçirmeden, halka açılarak hem aşırı bozulmuş Borç/Öz sermaye yapılarını dengelemeleri, hem kaynakların vadesi ile bu kaynakların yatırıldığı varlıkların süreleri arasındaki uyumu sağlamaları hem de etkinliğin, verimliliğin arttırılabileceği büyüklüğe ulaşmaları gerekmektedir. Bu amaçların başarılmasında en önemli araç ise halka açılma olmaktadır.

HALKA AÇIKLIK VE TÜRKİYEDE'Kİ UYGULAMA

Halka Açıklık

Anonim şirketler, ortak sayılarına göre, az veya çok ortaklı olarak ikiye ayrılabilir. Az ortaklı anonim şirketlere aile şirketleri ya da kapalı anonim şirketler (closely held corporation, private corporation) denilmektedir. Bir şirketin kapalı ya da halka açık olarak tanımlanmasında sadece ortak sayısı değil, diğer bazı özelliklerin de aranması gerekmektedir.

(5) Güngör URAS, «Faiz Oranlarının Yüksekliği Karşısında Özel Sektör Yatırımları» İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl 22, S. 258 (15 Ağustos 1987), s. 12.

(6) URAS, s. 13.

(7) URAS, s. 13.

Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (8):

a) Ortak sayısı: Halka kapalı şirketlerin en önemli özelliği ortak sayısının azlığıdır. Belli bir sayının üstünde ortağın bulunması halinde bir şirket, halka açık şirket olarak kabul edilebilir. Limited şirketlerde ortak sayısının en çok 50 olduğu düşünülerek, 50 den fazla ortağı bulunan anonim şirketler için halka açık tanımlanması yapılmaktadır.

b) Pay sahipliğinin devredilebilirliği: Bazı anonim şirketlerde pay sahipliğinin devredilmesi güçleştirilebilir. Örneğin, Türk Ticaret Kanunu m. 416 ve 418'e göre, nâma yazılı pay sanatlerinin devri şirketin iznine bağlanabilir. Bir şirketin halka açık olabilmesi için devir engelinin şirket esas mukavelesinde bulunmaması gerekir.

c) Kuruluş şeklinin halkın da katılımını sağlayacak biçimde olup olmaması: Anonim şirkete halkın kuruluşta katılabilmesi için çeşitli yollar bulunmaktadır. ABD uygulamasında aracı kuruluşlar başlangıçta sermayeyi taahhüt etmekte, sonradan payları halka devretmektedirler. Bu yol Almanya'da da tercih edilmektedir.

Hukukumuzda tedrici kuruluş şekli halkın şirkete katılmasını sağlayan bir yoldur. Ani kuruluşta ise, ani kuruluşu izleyen 5 yıldan sonra da pay senetlerinin halka devri olabilmektedir.

d) Hisse senetlerinin borsaya kote edilip edilmemesi: A.B.D.'de şirketlerin hisse senetleri borsaya kote edilmiş ise bu tür şirketler halka açık olarak kabul edilmektedir.

e) Yönetimin bir ya da birkaç ana pay sahibi tarafından yapıp yapılmaması.

Türkiye'deki Uygulama

Türkiye'de 1965 yılında sermaye piyasasının kuruluş çalışmaları yapılırken, ilk kez halka açık anonim şirketler deyimini kullanılmıştır. 1981'de kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) içinde «halka açık anonim şirketler» deyimini yerine

(8) Tuğrul ANSAY, *Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri* (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No. 90, 1971), S. 33, Reha POROY ve diğerleri, *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku* (İstanbul: İstanbul Matbaası, 1984) s. 212-213.

«menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıklar» deyimini kullanılmıştır. Gerçekte menkul kıymetleri halka arz olunan anonim şirket kavramı daha geniş kapsamlı olup, halka açık anonim şirketleri de kapsamına almaktadır (9).

2499 sayılı SPK içinde iki ayrı anonim şirket türü yer almaktadır. Bunlar:

1. Menkul kıymetleri halka arz olunan anonim şirketler
2. Halka açık anonim şirketler

Uygulamada halka açık şirketle, menkul kıymetleri halka arz olunan şirketler arasında bir ayırım yapmak yerine, genellikle, bu iki kavramın aynı anlamda kullanıldığı görülmektedir.

Türkiye'de halka açık şirketlerin diğer şirketlere nazaran taşıdığı özellikler şu şekilde özetlenebilir:

— Yukarıda da belirtildiği üzere halka açık anonim şirketler, aynı zamanda, menkul değerleri halka arz edilmiş olan şirket türüdür. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabidir.

— Halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım esasları Türk Ticaret Kanununun (TTK)'da belirlenen hüküm ve ilkelerden farklıdır. Buna göre halka açık anonim şirketlerde I. temettü oranının ana sözleşmede gösterilmesi zorunluluğu belirtilmiş ve bunun Sermaye Piyasası Kurulu tarafından benimsenen orandan aşağı olmayacağı vurgulanmıştır. SPK'nun 14 üncü maddesinde belirlenen kâr dağıtım kurallarına tabi olmak için anonim şirketin menkul değerlerinin halka arz edilmiş olması yetmemekte, halka açık anonim şirket niteliğini de taşıması gerekir (10).

— SPK'nun 11. maddesinde, hisse senetlerini halka arz etmemiş bile olsa, bir anonim şirketin ortak sayısınının 100'den fazla olması «halka açık anonim şirket» olması için yeterli sayılmıştır.

Yukarıda halka açık şirketlerin ayrıca özellikleri kısaca özetlenmiştir. Sonuç olarak, bir şirketi açık ya da kapalı şirket olarak niteleyebilmede tek bir faktörün değil, birkaç faktörün birlikte

(9) Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası Teori ve Uygulama (Ankara: Okan Yayın Dağıtım, 1985) s. 335-339.

(10) TUNCER, s. 337.

ele alınması gerektiği görülmektedir. Sadece ortak sayısının çokluğu, sermayenin büyüklüğü, borsaya kote edilme o şirketin halka açık olarak tanımlanmasını sağlayamaz. Bir şirketin hisse senetleri borsaya kayıtlı olmasına rağmen, alınıp satılmıyorsa ya da hisse senetleri hamiline olmasına karşılık birkaç kişinin elinde toplanmış ve fiilen işlem görmüyorsa bu şirketler halka açık olarak tanımlanamazlar.

ŞİRKETLERİ HALKA AÇILMAYA YÖNLENDİREN ETMENLER

Halka açılmanın nedenleri ülkeden ülkeye, koşullardan koşullara değişiklik göstermekle birlikte, en belirgin olanları şu şekilde özetlenebilir:

— Hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini arttırma.

Kapalı şirketlerde hisse senetleri, az sayıda kişinin elinde olması nedeniyle, serbestçe pazarlanamamaktadır (11). Borsaya kote edilmekle hisse senetlerinin pazarlanabilirliği artarken, bir borsada kote edilmiş hisse senedine ilişkin likiditenin yüksekliğinden dolayı da hissedarlar kazançlı çıkacaklardır. Şirket senetlerinin büyük bir menkul kıymet borsasında kote edilmiş olmasıyla, o şirket, bir oranda prestij de kazanmaktadır (12).

— Borsaya kote edilme, şirketlere uygun koşullarda ilave sermaye sağlanmasını kolaylaştıracaktır.

Teknolojinin, rekabetin hızla arttığı günümüz koşullarında, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmelerinde araştırma-geliştirme faaliyetlerinin önemi büyüktür. Araştırma ve geliştirmeye gereken önemin verilerek teknolojik üstünlük sağlamada, rekabet gücünü koruyabilmede gerekli fonların az sayıda ortaklardan ya da aile bireylerinden karşılanması oldukça zordur. Özellikle küçük şirketler kısa süreli finansman ihtiyaçlarını ticari kredileriyle ya da bankalardan, nisbeten kolay, sağlayabilirler; fakat uzun süreli finansman ihtiyaçlarını karşılamada güçlüklerle karşılaşır.

Küçük işletmelerin finansman ihtiyaçları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, daha da önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ül-

(11) Brian OGLE, *Business Finance* (London: Longman Group Limited, 1981), s. 354.

(12) James C. VAN HORNE, *Finansal Yönetim ve Politikaları*, Cilt I (Çev. Osman TEKOK ve Diğerleri), (Ankara: Akçay Matbaası, 1978), s. 382.

kelerde küçük işletmelere yönelik fon arzında yetersizlik olup, mevcut krediler de, daha çok, büyük işletmelere yöneliktir. Çünkü, bankacılık kesimi küçük kredilerin yüksek maliyetine katlanmak istememekte, hükümetler de sanayileşmeyi teşvik ederken önceliği büyük yatırımlara vermektedirler. Bu ise küçük işletmelerin gelişmesini engellemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, tüm dengeleyici önlemlere rağmen, genel ekonomik mekanizma küçük şirketlerin aleyhine görülmektedir (13).

Küçük şirketlerin büyümelerini durdurmak ya da finansal yapılarını, maliyeti yüksek aşırı borçlarla, bozmak yerine halka açılarak finansman sorununu çözümlenmeleri uygun olacaktır.

Halka açılma, şirketlerin yeni yatırımlarının veya çalışma sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasının ötesinde, ekonomiye de şu katkıları sağlayabilir (14):

- Dağınık ve küçük tasarrufların toplanarak sermaye birikiminin ve dolayısıyla ekonomik kalkınmanın hızlanması,
- Sosyal açıdan servetin yaygın hale gelmesi,
- Hisse senedi mülkiyetinin yaygınlaşmasının sonucu olarak menkul değerler borsalarında talebi arttırıcı bir faktör olması ve sermaye piyasalarının gelişmesini sağlaması,
- Tasarruf sahiplerinin değişik yatırım alanların için yapacağı risk-getiri değerlemesinin hisse senedi kârlılığını etkilemesi ve işletmelerde öncelikle verimli çalışmayı sağlayacak önlemlerin alınması, kârlılığın arttırılmasında yönetim kalitesinin yükseltilmesi gibi.

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de de işletmelerin çok sayıda, dağınık ve işletme büyüklüğü yönünden rasyonel büyüklüğe eriştiği söylenemez.

1985 Genel Sanayi ve İşyerleri Sayımı sonuçlarına göre, imalat sanayi sektöründe 193.753 işyeri faaliyette bulunmaktadır. Bu işyerlerinden 183.106'sı 1-9 kişi çalışan küçük işyerleri ve özel sektöre aittir. 5.777 si 10-24 kişi çalıştıran orta büyüklükte, geri kalan

(13) Nesrin Peker NAS - Suat OKTAR, «Gelişmekte Olan Ülkelerde Küçük İşletmeler», İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl 22, S. 254 (15 Nisan 1987) s. 15.
(14) İLKİN, s. 12.

4.870 işyeri ve 25 ve daha fazla kişi çalışan büyük işyerleridir (15). Büyük işyerlerinden 392'si yani %8'i kamu kesimine 4.478'i yani %92 si özel kesime aittir. 4.478 özel kesim büyük işyerlerinden 3006 sı anonim şirket statüsünde olmakla birlikte, halen İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yaklaşık 50 şirketin menkul değerleri aktif olarak işlem görmektedir.

Özellikle ve öncelikle sanayiinin finansmanı için kurulmuş olan Borsaya ve sermaye piyasasına karşı, Türkiye'de sanayi kesiminin soğuk bakışını anlamak güçtür. Borsada işlem gören şirketlerin çoğunda ise, hisse senetlerinin halka açık bölümü sadece %20 civarındadır (16).

— Vergi avantajları.

Vergi kanunları şirketlerin halka açılıp açılmama kararlarında önemli etkilere sahiptir. Örneğin İngiltere'de uygulanan vergi kanunları, küçük bir grubun kontrolünde olan kapalı ya da aile şirketleri aleyhinedir. Bu nedenle şirketlerin hisse senetleri borsaya kote ettirilerek vergi avantajlarından faydalanma yolu tercih edilmektedir (17). Almanya, İsveç gibi gelişmiş Batı ülkelerinde de halka açık şirketlerin gelişmesi için, vergi yönünden, çeşitli özendirici tedbirler uygulamaya konulmuştur (18).

Türkiye'de de halka açık şirketlere sağlanan teşviklerin en önemlisi vergi konusundadır. Şirketlerin halka açılmasıyla ilgili olarak 1987 yılında yayımlanan iki ayrı kanunla son derecede önemli hükümler getirilmiştir. Bunlardan biri, halka açılma oranında Kurumlar Vergisinin %30'a kadar inme olanağının sağlanmasıdır (19).

Bakanlar Kurulu, %80 i nama yazılı olup, hisse senetleri borsaya kayıtlı bulunan ve sermaye yapısı ortaklar pay defterinden tespit edilen halka açık anonim şirketlerde vergi nispetini aşağı-

(15) 1985 Genel Sanayi ve İşyerleri Sayımı (Ankara: Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü Yayın No: 1288, 1988), s. 332-333.

(16) Muharrem KARSLI, «Sermaye Piyasası ve Sanayi Kesimi» İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl, 22, S. 258 (15 Ağustos 1987) s. 11.

(17) OGLEY, s. 355.

(18) İLKİN, s. 11.

(19) Sermaye Piyasasının Teşviki Sermayenin Tabana Yaygınlaştırılması ve Ekonomiyi Düzenlemede Alınacak Tedbirler ile 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu ve 3182 Sayılı Bankalar Kanununda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, Resmi Gazete, 31 Mart 1987 tarih ve 19417 Mükerrer Sayılı, No: 3332.

daki şekilde indirebilir ve indirilmiş nispetleri birlikte veya ayrı ayrı en fazla 6 puana kadar arttırabilir. Şu kadar ki, indirimli nispetlerin uygulanabilmesi için, aşağıdaki bentlerde tespit edilmiş şartların, ilgili hesap döneminin ilk altı ayında gerçekleşmesi şarttır. Şartların kaybedildiği hesap dönemi kazancına indirimli nispet uygulanamaz.

a) Anonim Şirketin ödenmiş sermayesinin en az %24 inin, sermayedeki payları %1 in altında olan 200 den fazla gerçek veya tüzel kişiye ait olması halinde, vergi nispeti %40 a;

b) Anonim şirketin ödenmiş sermayesinin en az %51'inin, sermayedeki payları %1 in altında 200 den fazla gerçek veya tüzel kişilere ait olması halinde, vergi nispeti %30 a;

c) Anonim şirketin ödenmiş sermayesinin en az %80'inin, sermayedeki payları %1 in altında olan 200 den fazla gerçek ve tüzel kişiye ait olmasında, vergi nispeti %30'a

d) Yukarıda tanımlanan kurumlardan her birinin, sermayelerinin en az %80'ine sahip oldukları anonim şirketlerde vergi nispeti ise;

i) (a) bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %40'a;

ii) (b) bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %35'e;

iii) (c) bendinde kayıtlı şirketlerin iştirak ettiği anonim şirketler için %30'a, indirilebilir.

Diğeri ise, 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 3239 sayılı Kanunla değişik geçici 10 uncu maddesi çerçevesinde yapılan teşviiktir. İlgili Maddeye göre: Tam mükellefiyete tabi kurumların iştirak hisselerinin veya gayri menkullerinin 1987, 1988 ve 1989 yıllarında satışından doğan kazançların tamamının, satışın yapıldığı yılda kurum sermayesine ilave edilmesi, anonim şirketler yönünden sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerinin nama yazılı olması ve en geç altı ay içinde borsaya kote ettirilmesi şartıyla sermayeye eklenen bu kazançlar, kurumlar vergisinden müstesnadır.

— Likidite avantajı.

Borsaya kote edilme şirketlerin hisse senetlerinin likiditesini arttırır. Dolayısıyla, birçok kapalı şirket ortakları servetlerinin bü-

yük bir kısmını bağlamış oldukları şirketlerini borsaya kotte ettirerek hisse senetlerinin likiditesini artırabilirler (20).

— Hisse senetlerinin pazar değerinin belirlenmesi.

Kapalı şirketlerin hisse senetleri pazarda serbestçe alınıp satılmadığı için şirketin değeri konusunda, özellikle şirket dışındaki kişiler açısından, doğru bir tahmin yapmak zordur. Halbuki şirketlerin çeşitli nedenlerle diğer şirketlerle birleşmeler, şirkete yeni ortaklar alma veya ortakların ayrılmalarda, şirketin kredi güvenilirliğini araştırma vb.- değerlerinin belirlenmesi gerekebilir. Bir şirket halk tarafından satın alınmış ve alım-satımına konu olmuş hisse senetleri çıkarmış ise, bu durumda, yeni bir hisse senedi ihracının fiyatını belirleyecek başlıca faktör, mevcut hisse senetlerinin piyasa değeri olacaktır (21). Halbuki kapalı bir şirket ilk defa halka hisse senedi ihraç ediyorsa fiyatlandırma sorunu büyük önem arz edecektir.

Kapalı şirketlerin halka açılarak hisse senetlerinin, diğer bir deyişle, şirketlerinin değerinin belirlenmesi, hem şirketleri halka açılmaya teşvik eden ham da halka açılmadan çekinmeye neden olan faktör olarak görülmektedir. Hisse senetlerinin ya da şirket değerinin belirlenmesi durumunun halka açılmadan çekinmeye neden olması, kapalı şirketin ilk defa halka hisse senedi arz ederken, genellikle, hisse senetlerinin düşük olarak değerlendirilmesidir. Kamuya ilk defa hisse senedi arz ederken hisse senetlerinin düşük değerlendirilmesinin nedenleri çoktur. Bunlardan en önemlileri şu şekilde özetlenebilir (22). a) Hisse senetlerinin değeri konusunda rehberlik edecek bir piyasa değerinin mevcut olmaması (daha önceden hisse senetleri pazarda alış verişe konu olmaması nedeniyle). b) Hisse senetlerinin satışını arttırmak amacıyla ilk hisse senedi arzında hisse senetlerinin düşük değerlendirilmesi. c) Halka arzda çıkarılacak hisse senetlerinin yüksek değerlendirilmesinin borsada fiyat düşme riskinin olması.

(20) VAN HORNE, s. 332.

(21) VAN HORNE, s. 332.

(22) S. DAWSON ve N. REINER, "Raising Capital with Initial Public Share Issues in Germany 1977-1985" Management International Review, V. 28 (Ocak 1988) s. 64-65.

HALKA AÇILMAYI ENGELLEYEN UNSURLAR

Yukarıda şirketleri halka açılmaya motive eden etmenler özetlenmeye çalışılmıştır. Şirketleri halka açılmaya iten nedenler yanında halka açılmaktan alıkoyan ya da halka açık iken halka kapanmayı gerektiren nedenler de bulunmaktadır. Bunlar:

— Şirket ortaklarının yönetim ya da denetim hakkının daralmasını istememeleri.

Halka kapalı şirketlerde az sayıda, genellikle aile bireyleriyle yönetim söz konusu iken, halka açılma durumunda, çok sayıda ortakla yönetim söz konusu olacaktır. Bu durum iş adamlarının, kontrol yetkisinin daralacağı düşüncesiyle, halka açılmaktan çekinmelerine neden olabilmektedir (23).

— İlk defa menkul değer ihraç edecek şirketlere yönelecek tasarrufların sürekli ve yeterli olmaması,

Küçük şirketlerin menkul değerlerine karşı yatırımcılar, genellikle çekingen davranmaktadırlar. Çünkü, halka ilk kez menkul değer ihraç eden şirketin riskini doğru olarak değerlendirmek zordur. Ayrıca, bu tür şirketlerin menkul değerlerini pazarlamada aracılık edecek kurum ya da kişilerin de istekli olmamaları halka açılmayı engelleyebilmektedir (24).

— Halka menkul değer ihraç etme maliyetlerinin büyük olması.

Şirketleri halka açılmaya engelleyen bir diğer konu da, menkul değer ihraç maliyetlerinin büyük boyutlarda olmasıdır.

Halka menkul değer ihraç etmenin, hem idari hem de yeni çıkarılacak hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması nedeniyle artan maliyetleri vardır. Halka menkul kıymet ihraç etmenin idari harcamalarının miktarı çıkarılacak menkul değerlerin miktarı ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Genellikle menkul kıymet ihraç maliyetlerinin, ihraçtan sağlanan fonların %10'u kadar olabileceği tahmin edilmektedir (25). Yapılan deneysel araştırmalar,

(23) D.R. MYDDELETON, *Financial Decisions*, (Essex: Longman Group Limited, 1983) s. 109.

(24) OGLE, s. 355 - 356.

(25) OGLE, s. 356.

belirli bir hacmin altında yapılan menkul değer ihracının ihrac maliyetlerini çok yükselteceğini, ihrac miktarı arttıkça ihrac maliyetlerinin düşeceğini göstermektedir (26).

Halka açılma, ortaklarla yıllık raporların hazırlanması, basımı, dağıtımı, kurullarının yapılması için gerekli yerlerin kiralanması, dividant dağıtım masrafları gibi menkul kıymetler borsasıyla, kamuoyuyla ve yasal yükümlülüklerin yerine getirilmesiyle ilgili olarak yapılması gereken ilave harcamaları içerir. Ayrıca, üst yönetiminin ayırdığı zaman da maliyetlerin hesaplanmasında düşünülmesi gereken önemli bir unsurdur (27).

— Örgütlenmemiş sermaye piyasasının yapısı

Bir şirketin hisse senetleri örgütlenmiş bir piyasada alınıp satılmamakla birlikte alım satıma konu olabilmektedir. Genellikle yeni bir şirketin hisse senetleri borsa dışında işlem görmektedir. Bu pazarlarda bir ya da daha çok menkul kıymet simsarları stoklarında bir miktar menkul kıymet tutar ve bunları pazarlık usulüyle kendi koydukları fiyatlardan alıp satarlar. Bir şirket ancak finansal yapısı, hissedarların sayısı ve işlem hacmi itibariyle belirli bir büyüklüğe ulaşması durumunda menkul kıymet borsalarına kote olma niteliğini kazanabilmektedir (28).

ABD'de borsa dışı pazarın örgütlenmiş pazarlardan daha çok rekabetçi bir yapıda olduğu ve bu pazarlarda maliyetlerin daha düşük olduğu görülmektedir. Bu tür pazarlarda ya büyük ulusal şirketlerin menkul değerleri ya da yerel veya bölgesel, ve özellikle de, halka kapalı şirketlerin menkul değerleri işlem görmektedir. Örgütlenmemiş pazarların etkin çalıştığı ortamlarda şirketlerin halka açılmaları daha zor olmaktadır (29).

— Şirketle ilgili bilgilerin kamuoyuna açıklanması.

Şirketler halka açılınca, kamuoyunu aydınlatmak için, şirketle ilgili mali tablolarını yayımlamak zorundadırlar. Bu, masraf ve zaman tüketiminin yanı sıra üretim durumu, kâr marjları gibi şirketle ilgili ticari bilgileri de açıklamayı gerektirmektedir (30).

(26) Julian R. FRANKS ve Harry H. SCHOLEFIELD, *Corporate Financial Management* (Westmead: Gower Press, Teakfiel Limited, 1979) s. 183.

(27) Jake TAYLOR, «Going Private» *Financial Executive* (Nisan 1978), s. 31-32.

(28) VAN HORNE, s. 381-382

(29) Etanley B. BLOCK ve Geoffrey A. HIRT, *Foundations of Financial Management* (Illinois: Richard D. Irwin, Inc. Homewood, 1978), s. 309.

(30) BLOCK ve HIRT, s. 328.

Özellikle ülkemizde şirketler mali konularda bilgi vermek istememektedirler. Mali tabloların yayınlama zorunluluğu ve mali tabloların bağımsız denetçiler tarafından denetlenmesi, şirketlerin halka açılmaktan çekinmelerinde, önemli bir role sahiptir.

SONUÇ

Ortak Pazar'la entegrasyona girme sürecinde olan ülkemizde şirketlerimizin, ekonomik boyutlarda, dünya kalitesinde ve fiyatında üretime olanak sağlayabilecek yeni kapasiteleri yaratmaları gerekmektedir.

Borç/Öz Sermaye dengesini kuramamış, kaynaklarla bu kaynakların yatırıldığı varlıkların süreleri arasında uyumu sağlayamamış, ekonomik büyüklüğe ulaşamadığı için arzulanan verimliliğe ulaşamamış şirketlerimizin, gelişmiş ülkelerin şirketleriyle rekabet etmesi oldukça güçtür. Bu güçlüğün aşılmasında, şirketlerimizin, artık halka açılıp öz sermaye tabanlarını genişletmeleri, sağlam bir finansal yapıya kavuşmaları gerekmektedir.

Hem kalkınma için gerekli sermaye birikiminin sağlanmasında, hem de mülkiyetin geniş kesime yaygınlaştırılmasında, önemli bir araç olarak, birçok ülkenin faydalandığı halka açılmadan, daha fazla zaman kaybetmeden şirketlerimizin de faydalanmaları gerekmektedir.