



**T.C. BAŐBAKANLIK**  
**SERMAYE PİYASASI KURULU**  
**DENETLEME DAİRESİ**

Rapor Sayısı: XIV-8/7-5

04.10.1999

**TÜRKİYE’NİN 500 BÜYÜK SANAYİ**  
**KURULUŞUNUN HALKA AÇILMA OLANAKLARI**  
HİSSE SENETLERİ İMKB’DE İŞLEM GÖRMEYEN ÖZEL ŞİRKETLER ÜZERİNDE  
YAPILAN BİR ANKET ÇALIŞMASI

**ARAŞTIRMA RAPORU**  
**(YETERLİLİK ETÜDÜ)**

**İbrahim Ethem SANCAK**  
Uzman Yardımcısı

**İÇİNDEKİLER**

<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>3</b>
<b>TABLolar</b> .....	<b>3</b>
<b>I. GİRİŞ</b> .....	<b>4</b>
<b>II. HALKA AÇILMA İLE İLGİLİ TEMEL BİLGİLER</b> .....	<b>5</b>
II.1. ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ İHRACI YOLUYLA HALKA AÇILMASI .....	5
II.2. HALKA AÇIK ŞİRKET .....	6
II.3. HALKA AÇILMADAN KAÇINMA VE HALKA AÇILMA NEDENLERİ .....	7
<b>III. ANKET GÖNDERİLEN ŞİRKETLER VE ANKETİN İÇERİĞİ HAKKINDA GENEL AÇIKLAMALAR</b> .....	<b>9</b>
III.1. ANKETİN KAPSAMI VE 500 BÜYÜK SANAYİ KURULUŞUNUN SEÇİLMESİNİN NEDENLERİ .....	9
III.2. 500 BÜYÜK SANAYİ KURULUŞU HAKKINDA TEMEL BİLGİLER .....	11
III.3. ANKETİN İÇERİĞİ VE ANKETİN HAZIRLANMASINDA DİKKAT EDİLEN HUSUSLAR .....	13
III.4. ANKETİN UYGULANMASI .....	13
<b>IV. ANKET CEVAPLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ</b> .....	<b>14</b>
IV. 1. ŞİRKETLERİN FİNANSMAN BÖLÜMÜ OLUP OLMADIĞI VE DANIŞMANLIK HİZMETİ ALMA DURUMLARI .....	14
IV. 2. ŞİRKETLERİN HALKA AÇILMA DURUMLARI .....	15
IV.3. FİNANSMAN KAYNAĞININ SEÇİMİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER VE HALKA AÇILMADA MALİYET UNSURLARI .....	21
IV.4. HALKA AÇILMA KONUSUNDA TEŞVİKLER VE SPKR DÜZENLEMELERİ HAKKINDAKİ GÖRÜŞLER .....	23
IV.5.ŞİRKETLERİN ORTAKLIK YAPILARI .....	25
<b>V. KURUL BÜNYESİNDE DAHA ÖNCE ŞİRKETLERİN FİNANSMAN EĞİLİMLERİ İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN ANKET ÇALIŞMASININ SONUÇLARI İLE KARŞILAŞTIRMA</b>	<b>26</b>
<b>VI. ÖNERİLER</b> .....	<b>27</b>
<b>VII. SONUÇ</b> .....	<b>34</b>
<b>KAYNAKÇA</b> .....	<b>37</b>

## KISALTMALAR

<b>Kurul, SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>Kanun, SPKn</b>	3794 sayılı Kanun'la Değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
<b>İSO</b>	İstanbul Sanayi Odası
<b>İMKB, Borsa</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>Md.</b>	Madde

## TABLOLAR

<b>TABLO 1: 500 BÜYÜK SANAYİ ŞİRKETİNİN ÖZEL, KAMU, HİSSE SENETLERİ BORSA'DA İŞLEM GÖREN VE İŞLEM GÖRMEYEN ŞİRKETLER OLARAK SINIFLANDIRILMASI</b>	12
<b>TABLO 2: ANKETİN UYGULANMASI</b>	13
<b>TABLO 3: UYGUN KAYNAK TEMİN ETME KONULARINDA ÇALIŞMALAR YAPAN FINANSMAN DEPARTMANI BULUNAN VE BULUNMAYAN ŞİRKETLER</b>	14
<b>TABLO 4: DANIŞMANLIK HİZMETİ ALAN VE ALMAYAN ŞİRKETLERİN SAYISI</b>	14
<b>TABLO 5: DANIŞMANLIK HİZMETİ ALINAN KURULUŞLARIN DAĞILIMI</b>	15
<b>TABLO 6: HALKA AÇILMA KONUSUNDA ŞİRKETLERİN ÇALIŞMA DURUMU</b>	15
<b>TABLO 7: HALKA AÇILMA KONUSUNDA ALINAN KARARLARIN İÇERİĞİ</b>	16
<b>TABLO 8: HALKA AÇILMA KONUSUNDA İLERİYE DÖNÜK KARARLAR</b>	18
<b>TABLO 9: HALKA AÇILMA DURUMUNDA ŞİRKET SERMAYESİNİN HALKA AÇILACAK KISMI</b>	19
<b>TABLO 10: FINANSMAN KAYNAĞININ SEÇİMINE ETKİ EDEN FAKTÖRLER (AĞIRLIKLARINA GÖRE)</b>	21
<b>TABLO 11: HALKA AÇILMA MALİYETİ OLARAK ÖN PLANA ÇIKAN UNSURLAR</b>	21
<b>TABLO 12: HALKA AÇILMA SONUCU ELDE EDİLECEK FONLAR İLE BORÇLANMA İLE ELDE EDİLECEK FONLARIN ŞİRKETLERE GÖRE MALİYETİNİN KARŞILAŞTIRMASI</b>	22
<b>TABLO 13: HALKA AÇILMAYI TEŞVİK EDECEĞİ DÜŞÜNÜLEN FAKTÖRLER</b>	23
<b>TABLO 14: SPKR'NUN HALKA AÇILMA KONUSUNDAKİ DÜZENLEMELERİNE İLİŞKİN ŞİRKETLERİN GÖRÜŞLERİ</b>	23
<b>TABLO 15: HİSSE SENETLERİNİN BORSADA İŞLEM GÖRMESİNİN ŞİRKETE ETKİSİ</b>	24
<b>TABLO 16: HALKA AÇILMANIN ŞİRKET BAŞARISINA ETKİSİ</b>	24
<b>TABLO 17: ŞİRKETLERİN SERMAYESİNİN GRUPLAR ARASINDA DAĞILIMI</b>	25
<b>TABLO 18: ORTAK SAYISI</b>	25

## I. GİRİŞ

Sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin gerçekleştiği mali piyasalardır. Sermaye piyasaları içerisinde şirketler, piyasanın sac ayaklarından birisidir. Bu nedenle şirketlerin halka açıklık ya da kapalılık durumu sermaye piyasasını doğrudan etkiler.

Türkiye’de 20.000 dolayında anonim şirket vardır<sup>1</sup>. Türk Sermaye Piyasası Mevzuatına göre hisse senedi ihracı yoluyla halka açılma sadece anonim şirketlerce yapılabilmektedir. Bu nedenle, belirli büyüklüğe sahip şirketlerin halka açılma eğilimleri ve olanakları üzerinde durmak gerekmektedir.

Türkiye’de şirketlerin hisse senetleri tek menkul kıymetler borsası olan İMKB’de işlem görmektedir. Çalışma tarihi itibarıyla, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirket sayısı 279’dur. Anonim şirket sayısına göre İMKB’de işlem gören şirket sayısı çok azdır. Bu nedenle, şirketlerin halka açılma ve borsada işlem görmeden kaçınma nedenleri üzerinde durulması gerekir.

Bu çalışmada, Türkiye’nin önde gelen sanayi şirketlerinin anket yöntemi ile bir açıdan fotoğrafları çekilerek sermaye piyasasından yararlanmalarını engelleyen sorunlar ve sorunları gidermeye yönelik öneriler ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Şirketlerin finansman eğilimleri konusunda Kurul bünyesinde biri 1991 yılında diğeri de 1996 yılında olmak üzere ankete dayalı iki ayrı çalışma yapılmıştır. Yapılan her iki çalışma da şirketlerin genel olarak finansman konusunda hangi statüde olduklarını tespit etmeye yönelik olup, hedef kitle

---

<sup>1</sup> ERKAN, Nurhan; TEMİR, Bahşayış. Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları-1996-, SPK Yayını, No: 126, 1998, Ankara, Sf.4 (1992 yılı itibarıyla).

anonim şirketlerdir. Bu etüt, Kurul'ca bir ekip halinde yapılan söz konusu çalışmalardan farklı olarak, Türkiye'nin 500 büyük sanayi şirketi içerisinde özel şirketleri halka açılma ve hisse senetleri borsada işlem görme açılarından ele alarak incelemeye çalışmaktadır.

## **II. HALKA AÇILMA İLE İLGİLİ TEMEL BİLGİLER**

### **II.1. Şirketlerin Hisse Senedi İhracı Yoluyla Halka Açılması**

En geniş tanımı ile halka açılma, bir şirketin yeni ortak edinmek üzere hisse senetlerini belirli bir aile, belirli bir grup veya kişinin elinden çıkararak halka satmasıdır. Böylece şirket, ortak sayısı itibarıyla geniş bir kesimin elinde olacaktır. Halka açılma sonucu, halka açılma oranına ve ülkenin şirketler hukuku ile ilgili kuralları ve şirket ana sözleşmesine göre yönetim yeni ortaklar ile paylaşılacaktır.

Halka açılmada temel amaç finansmandır. Halka açılan bir şirket, yeni ortaklardan toplayacağı fonlarla ya yeni yatırımlara girer ya mevcut borçlarını itfa eder ya da bu ikisi birden gerçekleştirilir. Ancak halka açılmada finansman dışında başka nedenler de vardır. Örneğin şirket hisse senetlerinin likiditesini artırmak ve şirketin geniş kitlelerce tanınmasını sağlamak gibi nedenler de halka açılma için motive edici faktörlerdir. Ayrıca gelişmekte olan pek çok ülkede halka açık şirketlere vergi ve benzeri konularda avantaj sağlanmaktadır.

Bir şirketin halka açılmasının temelde iki yolu vardır. İlk yöntemde, şirketin mevcut ortakları ellerinde bulunan ortaklık haklarını temsil eden hisse senetlerini satmak suretiyle şirketi halka açık duruma getirebilirler. Ancak bu şekilde şirketin halka açılmasından değil, ortakların şirketteki paylarının temsil eden hisse senetlerini çok sayıda ve önceden bilinmeyen kişilere satması nedeniyle şirketi halka açık duruma getirmelerinden bahsedilebilir. Çünkü, bu şekilde şirket yetkili organlarının herhangi bir kararı aranmaz ve

ortada şirket iradesi yerine başka bir irade vardır. Diğer taraftan, bir ortağın elindeki hisse senetlerini halka satması şirkete değil o ortağa yeni kaynak sağlar. İkinci yöntemde şirketlerin halka açılması sermaye artırımını ile yetkili organlarının kararı çerçevesinde mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması ile olur. Bu yolla ortak sayısı artar, eski ortakların şirketteki pay oranları azalır ancak şirkete azalan payların satış fiyatı ile çarpımı kadar fon girer. Bu fon şirkettir ve şirket işlerinde kullanılır.

Şirketlerin halka açılması kavramını, yukarıdaki nedenle, daha çok şirket iradesini temsil eden şirket yetkili organlarının kararına binaen mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması şeklinde halka açılma olarak anlamak ve çalışmalarını bu halka açılma kavramı üzerine bina etmek uygun olacaktır. Diğer taraftan, şirketler hisse senetlerini borsa dışında halka arz edebilirler. Ancak borsaların organize piyasalar olması nedeni ile borsada satış yoluyla halka arz, halka açılan şirketlere borsa dışında halka arzdan daha fazla avantajlar sunar. Bu nedenle, bu çalışmada şirketler, halka açılma ve borsada işlem görme bakımından ele alınmaktadır.

## **II.2. Halka Açık Şirket**

Halka açık şirket kavramı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ancak, halka açık şirket olmanın temel kıstasları hemen her ülkede, kıstasın uygulanma farklılıkları bir yana, birbirine benzemektedir. Halka açıklık konusunda kullanılan kıstaslar temelde şunlardır: En az ortak sayısı, halkın elindeki asgari pay sayısı ve halka arz. Örneğin bir ülkede bir şirket, en az 200 ortağa sahip bulunması, 200 ortağın elindeki payların toplamı şirket sermayesinin % 45'ine tekabül etmesi, 200 ortak içerisinde her ortağın şirketin asgari bir pay sayısına sahip olması ve 200 ortağa ulaşılırken halka arz yapılmış olması şartları ile halka açık şirket statüsüne geçerken başka bir ülkede bu oranlar ve sayılar farklı olabilir.

Ülkemizdeki kanuni düzenlemelere göre (SPKn Md.4 ve Md.11), bir anonim şirketin hisse senetleri halka arzedilmiş ise veya ortak sayısının 100'den fazla olduğu tespit edilmişse o şirket halka açık şirkettir.

### II.3. Halka Açılmadan Kaçınma ve Halka Açılma Nedenleri

Halka açılma şirketler için temelde bir finansman yoludur. Bu yolla şirketler, yabancı kaynak maliyeti olmaksızın fon temin ederler. Ancak halka açılma sonucu şirkete yeni ortaklar katılacağı ve halka açılma yeni bir kamusal kurallar bütünü altına girmeyi gerektireceği için halka açılmanın kendine özgü maliyetleri vardır. Bu maliyetler parasal olabileceği gibi şirket sahipleri için psikolojik ve geleneksel yükler şeklinde parasal olmayan maliyetler de olabilir. Bu nedenle halka açılma kararı şirketler açısından, bir araştırma ve inceleme sonucu ortaya konacak bir fayda maliyet analizine bağlı olmakla birlikte, geleneksel ve psikolojik faktörler de halka açılmada önem taşır.

Şirketlerin halka açılmasının avantajlarından bazıları şunlardır<sup>2</sup>:

- 1) Halka açılma şirkete yeni fon girişine neden olacağı için yeni kaynak yaratır.
- 2) Halka açılma mali yapıyı güçlendireceği için sonraki kaynak talebinde, yeterli miktarda kaynak teminine ve uygun maliyetli yabancı kaynak sağlamaya yardımcı olur.
- 3) Şirketin hisse senetlerinin çeşitli kesimlere sunulması özellikle, çalışanların, şirketle bağı bulunan kesimlerin alımına sunulması şirketi daha cezbedici kılar.

---

<sup>2</sup> Halka açılma nedenleri ve halka açılmadan kaçınma nedenleri çeşitli kaynaklardan yararlanılarak özet halinde sıralanmıştır. Bu kaynaklardan ikisi şunlardır: 1) AKBULAK, Sevinç. Şirketlerin Halka Açılması, SPK Yeterlilik Etüdü, 1991, Ankara. 2) KANT, Robert S.; MANKO, Joseph M.; SCHNEIDER, Carl W., Going Public, 1991, U.S.A.

4) Şirketler bu yolla tanınırlıklarını ve prestijlerini artırmakta böylece, faaliyetlerini geliştirme imkanlarını artırmaktadırlar.

5) Yerli piyasada halka açılan bir şirketin, başarısına göre, uluslararası piyasalardan fon toplaması kolaylaşmaktadır.

6) Halka açılma çoğu zaman finansal başarının bir kanıtı olarak algılandığı için şirketlerin tanınmasına bu yolla katkıda bulunmaktadır.

7) Özkaynakla finansmanda temettü ödemenin ortakların kararına bağlı olması, buna karşın yabancı kaynaklı finansmanda faiz ödemelerinin bir zorunluluk olması, özkaynakla finansmanı cazip kılar.

8) Gelişmekte olan ülkelerde, bir ekonomi politikası olarak, halka açılan şirketlere vergi avantajı sağlanması önemli bir faktördür.

9) Halka açılmak, şirketlerin riski dağıtmalarını sağlar.

10) Şirketler, piyasada oluşan ederine göre yüksek fiyatlardan yararlanmak amacıyla da halka açılabilir.

Yukarıdaki maddeler genel faydalar olarak sıralanmıştır. Bunların dışında, her ülke uygulamasında farklılıklar, genel avantajlar dışında başka avantajlar da ortaya çıkabilmektedir. Örneğin ülkemizde, halka açık bir şirket sermaye artırımlarında kayıtlı sermaye sistemini kullanma avantajına sahip olabilmektedir.

Halka açılma konusunda maliyet ya da dezavantaj olarak ileri sürülen hususlar şunlardır:

1) Halka açılma devamlı olarak kamuya bilgi verme, periyodik bağımsız denetimler yaptırma ve ilan ettirme gibi şirkete bazı ek maliyetler getirmektedir. Ayrıca "bilgi verme" tek başına şirketler için istenilen ve kolay kabullenebilecek bir yükümlülük değildir.

2) Halka açılan şirketler bazı durumlarda yönetim esnekliklerini, özellikle hissedarlara karşı sorumluluk nedeni ile, kaybedebilmektedirler.



3) Alınan kararlar şirketin piyasa değeri açısından da dikkate alınacağı için, karar alma daha büyük sorumluluk gerektirecek, yanlış kararların maliyeti daha yüksek olacaktır.

4) Şirketin hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi sonucu yönetimin değişmesi riski artar.

5) İlk defa menkul kıymet ihraç edecek şirketlere yönelecek fonların kararsız olması nedeniyle talep istenilen düzeyde olmayabilir. Bu düşük fiyat sorununu ortaya çıkarır.

6) Örgütlenmemiş, sıkı kontrole tabi olmayan ve sığ piyasalarda halka açılma konusunda şirketler çekingen davranmaktadırlar.

7) Şirket yöneticilerinin görev ve sorumlulukları artacağından, yöneticiler halka açılma konusunda çekingen davranabilirler.

8) Yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altına girmek ve uyulması gereken kuralların artması şirketler için halka açılmadan kaçınma unsuru olmaktadır.

Yukarıdaki hususların pek çoğu günümüzde, halka açılma konusunda geliştirilen yeni uygulamalar ve kurumsallaşma yönündeki gelişmeler ile aşılabilmektedir.

### **III. ANKET GÖNDERİLEN ŞİRKETLER VE ANKETİN İÇERİĞİ HAKKINDA GENEL AÇIKLAMALAR**

#### **III.1. Anketin Kapsamı ve 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Seçilmesinin Nedenleri**

Türkiye'nin büyük sanayi kuruluşları yarattıkları katma değer bakımından Türkiye ekonomisinin lokomotifi olan kuruluşlarıdır. Bu kuruluşların yönetim, finansman, üretim, ihracat bakımından daha güçlü olmaları Türkiye ekonomisinin gücünü de doğrudan ve büyük oranda etkileyecektir. Bu kuruluşlar, üretimden satışlar bakımından ilk sıralarda yer almakla birlikte, söz konusu kuruluşların finansman açısından yeterli bilgi ve

donanımına sahip bulunup bulunmadıkları belirsizdir. Finansmanın bir türü olan doğrudan finansman ise, sermaye piyasası ile ilgilidir ve bu kuruluşların doğrudan finansmanı ne ölçüde kullanma eğiliminde oldukları ciddi bir araştırma konusudur.

Diğer taraftan, sermaye piyasası güçlü ve büyük şirketlerle daha hızlı büyüyecektir. Bu nedenle, büyük sanayi şirketlerinin sermaye piyasasını kullanma ya da kullanmamada hangi özelliklere ve bakış açlarına sahip oldukları belirlenmelidir.

Bu kuruluşların seçilmesinde önemli bir faktör de, kurumsallaşma ve organizasyon bakımından büyük sanayi şirketlerinin sermaye piyasasına girme ve sermaye piyasasından yararlanma olanağının daha yüksek olduğu varsayımdır.

### III.2. 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Hakkında Temel Bilgiler

İSO tarafından yapılan 500 büyük sanayi kuruluşunun belirlenmesine yönelik çalışmada, kuruluşlar için büyüklük kriteri sınai faaliyetlerdir<sup>3</sup>. Bu nedenle, İSO tarafından kuruluşların sınai üretimden satışları derlenmiş ve bu sonuçlara göre 500 büyük kuruluş sıralaması yapılmıştır.

İSO tarafından 1998 yılı verileri esas alınarak yapılan sıralamaya göre, 500 büyük kuruluşun 41'i kamu, 459'u özel kesime ait şirkettir. Sıralamada ilk dört sırayı, kamu kuruluşları almıştır ( Tüpraş, TEAŞ, TEKEL, Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.). Sıralamanın beşinci ve altıncı sırasında iki özel şirket vardır (Philsa P.M.A.Ş., Arçelik A.Ş.). Yaratılan katma değer bakımından ilk ve ikinci sırada kamu kuruluşları, üçüncü sırada özel bir kuruluş vardır (Kamu kuruluşları: Tüpraş, Tekel. Özel şirket: Philsa P.M.A.Ş.). En fazla kar eden ilk üç kuruluş kamu kuruluşudur (Türkiye Kömür İşletmeleri A.Ş., POAŞ, Tüpraş). En fazla ihracat yapan kuruluşlardan ilk üçü özel kuruluştur (Vestel Elektronik San. ve Tic. A.Ş., Çolakoğlu Metalürji A.Ş., Habaş Sın. Ve Tıb. Gaz. İstih. End. A.Ş.).

Üretimden satışlar, yaratılan katma değer, karlılık ve ihracat bakımından ilk üç sırada yer alan kuruluşlardan TEAŞ, TEKEL, Philsa P.M.A.Ş., Türkiye Kömür İşletmeleri A.Ş., Çolakoğlu Metalürji A.Ş., Habaş Sın. Ve Tıb. Gaz. İstih. End. A.Ş.'nin hisse senetleri borsada işlem görmemektedir.

Sınai üretim bakımından sıralamada ilk 100'de yer alan kuruluşlardan 13'ü kamu kuruluşu olup bu 100 şirketten sadece 37'sinin hisse senetleri borsada işlem görmektedir (3 şirket ünvanını saklı tutmuştur).

---

<sup>3</sup> İSO Dergisi, Sayı: 401

Sıralamada yer alan şirketlere bütün olarak bakıldığında, bu şirketlerin cari oranı 1.29, toplam borçların toplam aktiflere oranı % 57, kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı % 44, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı % 75'tir<sup>4</sup>.

Sıralamada yer alan şirketlerden 407'si 1998 mali yılını karla kapatmıştır. 500 kuruluşun karlılık oranı ortalama % 7.78'dir. Kar eden özel kuruluşlarda karlılık ortalama % 7.96'dır. Kar eden kamu kurumlarında ise karlılık oranı ortalama % 7.32'dir.

Sıralamada yer alan ve kar eden kuruluşlarda karın özkaynaklara oranı % 37.44, kamu kurumu olanlarda % 41.20, özel sektör kuruluşlarda % 36.27'dir.

**TABLO 1: 500 BÜYÜK SANAYİ ŞİRKETİNİN ÖZEL, KAMU, HİSSE SENETLERİ BORSA'DA İŞLEM GÖREN VE İŞLEM GÖRMEYEN ŞİRKETLER OLARAK SINIFLANDIRILMASI**

Kamu Kuruluşları	41
Özel Kuruluşlar	459
Ünvanı Açıklanmayanlar	15
500'de Özel Şirketler Arasında Yer Alan ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketler	122
500'de Kamu Kuruluşları Arasında Yer Alan ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Görenler	4
Anket Kapsamına Giren Şirket	322

Kamu kuruluşları anket kapsamına alınmamıştır. Bu kuruluşların bir kısmının Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na devredilerek özelleştirme programına alınmış, diğer kısmının da, halka açılma konusunda kendi iradeleri dışında başka faktörlerin etkisi altında olması nedeniyle tüm kamu kuruluşları anket kapsamı dışında tutulmuştur. Esas itibarıyla, kamu kuruluşlarının halka açılması ayrı bir araştırma konusudur.

<sup>4</sup> İSO Dergisi, Sayı: 401

### **III.3. Anketin İçeriği ve Anketin Hazırlanmasında Dikkat Edilen Hususlar**

Hedef kitle olarak seçilen şirketlere gönderilen anket 22 sorudan oluşmaktadır. Ankette, şirketlerin halka açılma konusunda herhangi bir çalışma yapıp yapmadıkları, yapılmışsa çalışma sonuçları, şirket yönetiminin halka açılma konusundaki eğilimleri, görüşleri ve şirketlerin ortaklık yapılarına ilişkin sorular yer almıştır (Ek).

Anketin hazırlanması sırasında, Türk sermaye piyasasına ilişkin olarak daha önce yapılan çalışmalar incelenmiş, anketin hedef kitleden elde edilebilecek tüm bilgileri içerecek şekilde hazırlanmasına dikkat edilmiştir. Ayrıca ankette sorular dışında açıklama yapma imkanı tanınmıştır. Böylece anket soruları ile öngörülemeyen konularda da hedef kitleden bilgi almak mümkün hale gelmiştir. Ancak, anket cevaplarının incelenmesi sonucunda, soruların açıklama yapmaya gerek bırakmadığı belirlenmiştir.

Diğer taraftan, anket cevaplarının şirket iradesini temsil eden yetkililerce cevaplanması konusu, anket üst yazısında önemle vurgulanmış ve bu konuya ankete cevap veren şirketlerce dikkat edildiği anket cevaplarından belirlenmiştir.

### **III.4. Anketin Uygulanması**

Anket gönderilen 322 şirketten 159'u (% 49) ankete cevap vermiştir. Ancak, ankete katılan her şirket, ankette yer alan tüm soruları cevaplamamıştır. Bu nedenle cevap sayısı, ankete katılım sayısına eşit değildir ve sorular aralarında farklılaşmaktadır.

	Sayı
Anket Kapsamına Giren Şirketler	322
Özel Durumları Nedeni İle Anket Gönderilmeyenler*	8
Adres Değişikliği, Ulaşılamayan Şirketler	2
Ankete Cevap Veren Şirket Sayısı	159
Anket Cevaplama Oranı	% 49

\*17 Ağustos 1999 tarihinde İzmit, Yalova ve Sakarya'da ağırlıklı olarak hissedilen deprem felaketi nedeni ile merkezi bu şehirlerde olan şirketlere anket gönderilmemiştir.

#### IV. ANKET CEVAPLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

##### IV. 1. Şirketlerin Finansman Bölümü Olup Olmadığı ve Danışmanlık Hizmeti Alma Durumları

**TABLO 3:** UYGUN KAYNAK TEMİN ETME KONULARINDA ÇALIŞMALAR YAPAN FINANSMAN DEPARTMANI BULUNAN VE BULUNMAYAN ŞİRKETLER

	Sayı*	159'da Yüzde**
Finansman Departmanı Bulunanlar	136	85
Finansman Departmanı Bulunmayanlar	17	11
Toplam	153	96

\*Ankette bu tablonun oluşumuna esas teşkil eden soruya cevap verenlerin sayısıdır.

\*\*Bu tabloda ve bundan sonraki tablolarda, belirli bir standart rakam olan ankete cevap verenlerin sayısı esas alınmak üzere yüzdeler verilmiştir.

Ankete cevap veren şirketlerden % 85'inin finansman departmanı bulunmakta buna karşın, % 11'inin finansman departmanı bulunmamaktadır. Şirketlerde finansman için ayrı bir departman bulunması şirketin finansmana önem verdiğini gösterir. Finans departmanı bulundurmeyen şirketlerin, finansman konularında planlama yapma ve strateji geliştirme amacıyla hangi şekilde karar aldığı ayrı bir inceleme konusudur.

**TABLO 4:** DANIŞMANLIK HİZMETİ ALAN VE ALMAYAN ŞİRKETLERİN SAYISI

	Sayı	159'da Yüzde
Danışmanlık Hizmeti Alan Şirketler	123	77
Danışmanlık Hizmeti Almayan Şirketler	26	16
Toplam	149	93

Ankete cevap veren şirketlerden % 77'si şirket dışından danışmanlık hizmeti almaktadır.

**TABLO 5: DANIŞMANLIK HİZMETİ ALINAN KURULUŞLARIN DAĞILIMI**

	Sayı	159'da Yüzde
Aracı Kurum	2	1
Mali Danışmanlık Şirketi	15	9
Banka	37	23
Bağlı Olunan Holding/Grup/Ana Şirket	74	47
Yabancı Banka	8	5
Bağımsız Denetim Şirketi	27	17
Diğer	4	3
Birden Fazla Kurumdan Hizmet Alanlar	27	17
Toplam	140	88

Danışmanlık hizmeti alınan kuruluş ağırlıklı olarak bağlı bulunulan holdingtir. İkinci sırada bankalar, üçüncü sırada bağımsız denetim şirketlerinden danışmanlık hizmeti alınmaktadır.

#### **IV. 2. Şirketlerin Halka Açılma Durumları**

**TABLO 6: HALKA AÇILMA KONUSUNDA ŞİRKETLERİN ÇALIŞMA DURUMU**

	Sayı	159'da Yüzde
Çalışma Yapan/Yaptıran Şirketler	55	35
Çalışma Yapmamış/Yaptırmamış Şirketler	83	52
Toplam	138	87

Halka açılma konusunda çalışma yapan ya da yaptıran şirketlerin ankete cevap veren şirketlere oranı % 35, yaptırmayanların oranı ise %

52'dir. Ankette sadece bu soruya cevap verenler arasında ise, oranlar % 40 ve % 60 olmaktadır. Bir firma, halka açılma konusunda, herhangi bir zamanda yeni fonlara ihtiyaç duymasa bile, potansiyel fon temin etme yolları hakkında bilgi sahibi olmak zorundadır. Çünkü, gelişen piyasalar ve değişen ekonomik konjonktür firmaların her zamana ve her koşula uyum sağlamalarını gerektirmektedir. Bu nedenlerle, halka açılmanın avantajlı olup olmadığı ortaya konması gereken bir konudur. Bu konuda Türkiye'nin büyük sanayi kuruluşlarının çoğunluğunun yeterli olmadığı anlaşılmaktadır.

**TABLO 7: HALKA AÇILMA KONUSUNDA ALINAN KARARLARIN İÇERİĞİ**

	Sayı	159'da Yüzde
Uygun Zamanı Bekleyenler	54	34



Finansman Açısından Yararlı Görmeyerek Olumsuz Karşılایانlar	17	11
Piyasadan İstenilen Tutarda Fon Toplanamayacağı Düşünerek Olumsuz Karşılایانlar	25	16
Halka Açılma Giderlerinin Büyüklüğü Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	15	9
Yeni Bir Denetim Otoritesi Altına Girmeyi Uygun Görmeyerek Olumsuz Karşılایانlar	9	6
Şirket Yönetimine Müdahale Olacağı Düşüncesi İle Olumsuz Karşılایانlar	15	9
Menkul Kıymet Çıkarmak İçin Formalitenin Çok Olması Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	14	9
Bankadan Rahat Kredi Temin Edilmesi ve Bankanın Bir Bütün Olarak Hizmet Sunması Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	9	6
Menkul Kıymet İhraç Talebi İle Fon Temin Edilmesi Arasında Uzun Zaman Geçmesi Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	9	6
Menkul Kıymet İhracını Sağlayacak Yeterli Teşvikin Olmaması Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	14	9
Karar Almanın Güçleşeceği Düşüncesi İle Olumsuz Karşılایانlar	10	6
Borsada Belirlenecek Fiyatların Şirketin Gerçek Değerini Yansıtmayacağı Düşüncesi Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	16	10
Yeni Düzenleme ve Kurallara Tabi Olmanın Maliyet Unsuru Oluşturacağı Düşüncesi İle Olumsuz Karşılایانlar	15	9
Şirket Sahipliğinin Kısmen de Olsa Kaybedilebileceği Düşüncesi Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	2	1
Şirket Hakkında Düzenli Bilgi Verme Zorunluluğunun Bulunması Nedeni İle Olumsuz Karşılایانlar	8	5
Toplam	71*	45

\*Ankette bu tablonun oluşumuna kaynak olan soruya cevap şirketlerin toplam sayısı ile her bir halka açılmama nedenini işaretleyen şirketlerin toplam sayısı farklı olup bunun nedeni, şirketlere birden fazla işaretleme imkanının verilmiş olmasıdır.

Halka açılma konusunda şirketlerin aldıkları kararların içeriği, şirketlerin % 34'ü için uygun zamanın beklenmesi yönündedir. Bu sayı tek başına daha büyük görünse de halka açılmayı çeşitli nedenler ileri sürerek olumsuz karşılayanların toplam sayısı daha yüksektir. Gerekçeler arasında birinci derecede ağırlık taşıyan husus piyasadan yeteri derecede fon toplanamayacağı düşüncesi, ikinci derecede ağırlıklı husus, borsada belirlenen fiyatların şirketin gerçek değerini yansıtmayacağı yönündeki düşünce olarak belirlemektedir. Ancak, anket formunda ayrı birer seçenek olan karar almanın güçleşeceği, şirket yönetimine müdahale olacağı ve şirket sahipliğinin kısmen de olsa kaybedilebileceği, hatta yeni bir denetim otoritesi altına girmekten kaçınma düşünceleri tek bir çatı altında, şirket yönetiminde

ve denetiminde herhangi bir şekilde başkalarına yer vermeme düşüncesinin hakimiyeti olarak değerlendirilebilir. Bu düşüncenin ağırlığı, ankete cevap verenler içerisinde diğer tüm düşüncelerin önündedir. Anketteki cevapların yakınlık bakımından birlikte değerlendirilmesi yoluyla, ikinci sırada önemli nedenin menkul kıymet çıkarmanın formalitesinin çok olması, üçüncü sırada ön plana çıkan sorunun halka açılma ve halka açılma sonrası giderlerin büyüklüğü, diğer sorunların ise, piyasadan yeteri kadar fon toplanamayacağı düşüncesi, finansman açısından yararlı görülmemesi ve borsada belirlenen fiyatın gerçekçi olmamasıdır.

Yukarıdaki tabloda şirketlerce halka açılmama nedenleri arasında verilen gerekçelerin bir kısmını günümüz şartlarında kabullenmek mümkün değildir. Örneğin, yeni bir denetim otoritesi altına girmek kurumsallaşmayı artırır, büyük bir şirkette, şirket yönetiminin şirkete olan hakimiyetinde daha dikkatli olmasını sağlar. Çalışanlar daha disiplinli ve kurallara bağlı çalışırlar. Diğer taraftan, menkul kıymet ihracı için başvurusu ile başvurunun sonuçlandırılması süresinin Türkiye’de SPKn’na göre 30 gün (SPKn Md.5), uygulamada ise kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların sermaye artırımlarında yaklaşık dört ay olduğu<sup>5</sup>, buna karşın Amerika’da bu işlemlere ilişkin sürenin iki yıla kadar uzayabildiği bilinmektedir<sup>6</sup>. Bu durumda başvuru ile sonuçlanma arasındaki sürenin Türkiye’de uzun olduğunu iddia etmek gerçekçi değildir.

**TABLO 8: HALKA AÇILMA KONUSUNDA İLERİYE DÖNÜK KARARLAR**

	Sayı	159’da Yüzde
Belirli Bir Yıl İçerisinde Halka Açılmaya Karar Verenler	24	15

<sup>5</sup> KURTAY, Selma; Raf Kayıt ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, SPK Araştırma Raporu, 1992, Ankara, Sf.38.

<sup>6</sup> A.g.e.Sf.3

İlerideki Ekonomik ve Finansal Koşullara Göre Halka Açılabilir Şirketler	79	50
İki Yıl İçerisinde Halka Açılmamayacak Şirketler	28	18
Hiçbir Zaman Halka Açılmayacak Şirketler*	19	12
Toplam**	146	92

\* Bu seçeneği işaretleyen şirketler Tablo 7'deki sorulara cevap vermemiştir. Ayrıca bu şirketlerin (19 şirketin tümü) halka açılma konusunda herhangi bir araştırma yapmadıkları anket cevaplarından tespit edilmiştir.

\*\*4 şirket, iki yıldan daha uzun bir sürede halka açılmayı planlamaktadır. Bu nedenle toplam sayı 150 yerine 146'dır.

İleriye dönük kararlar arasında, şirketlerin % 50'si, ilerideki ekonomik ve finansal koşullara göre halka açılabilirliğini belirtmiştir. Halka açılma konusunda belirli bir süre öngören şirketlerin oranı % 15'tir. Şirketlerin %12'si, hiçbir zaman halka açılmayacağını belirtmiştir. Şirketler arasında halka açılmayacağını belirtenlerin halka açılmama konusunda hangi düşüncelere sahip olduklarını bizzat bu şirketlerle yapılacak görüşmelerle anlamak mümkündür. Ancak bu şirketlerin, halka açılma konusunda herhangi bir araştırma yapmadan böyle bir yaklaşıma sahip olmaları, borsa ve sermaye piyasasına yönelik çeşitli haber alma kanallarından el edilen ve büyük olasılıkla olumsuz kanılar doğuran haberler sonucu herhangi bir araştırma yapma gereği duymamış olabilecekleri ve bu sonuca varmış olabilecekleri görüşünü akla getirmektedir.

**TABLO 9: HALKA AÇILMA DURUMUNDA ŞİRKET SERMAYESİNİN HALKA AÇILACAK KISMI**

Yüzde (%)	Sayı	159'da Yüzde
5-10	14	9
11-20	67	42

21-30	18	11
31-40	2	1
41-50	4	3
Daha Yüksek Oranda	-	-
Toplam	105	66

Şirketler halka açılma durumunda ağırlıklı olarak sermayelerinin % 11 ile % 20'sini halka açmayı düşündüklerini belirtmişlerdir. İkinci sırada yer alan aralık % 21 ile % 30 aralığıdır. Daha yüksek oranlarda halka açılmayı planlayan şirketler olmakla birlikte, bu şirketlerin sayısı azdır. % 50'nin üzerinde bir oranla halka açılmayı planlayan şirket çıkmamıştır. Halka açılma oranının % 11-20 olarak belirlenmiş olması önemlidir. Çünkü, Türk Sermaye Piyasası Mevzuatına göre halka arzedilecek hisse senetlerinin sermaye artırımını sonrası ulaşılabilecek nominal sermayeye oranının en az % 15 olması gerekmektedir<sup>7</sup>. Şirketler ancak bu durumda halka açık olabileceklerdir. Bu da vergi teşviklerinden yararlanabilmek demektir.

Şirketlerin halka açılma oranlarını % 11-20 arasında öngörmeleri, halka açılmada ölçek ekonomisinden yeterince yararlanamama sonucunu doğurmaktadır. Bu durumda, halka açılma maliyetleri ve halka açılma sonrası giderlerin ağırlığı göreceli olarak artmaktadır. Halka açılma maliyetlerini ve halka açılma sonrası maliyetleri göreceli olarak düşürmek için halka açılmada sermayenin halka açılacak oranını da artırmak gerekmektedir.

Yukarıdaki tablo bir başka sonucu daha ortaya çıkarmıştır. Halka açılma konusunda ankete cevap veren şirketlerin sadece % 35'i (55 şirket) halka açılma konusunda araştırma yapmış ya da yaptırmış olmasına karşın halka açıklık oranını % 11-20 olarak belirleyen şirketlerin oranı % 42'dir (67 şirket). Bu da halka açılma ile ilgili bazı kararların herhangi bir çalışma

<sup>7</sup> Seri: I, No: 26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", Md.6. Söz konusu oran, sermayeleri 750 Milyar TL'den yüksek olan şirketler için % 10 ve 1,5 Trilyon TL ve daha yüksek olan şirketler için % 5 olabilmektedir. Ancak bu oranın halka açılma tarihini izleyen üç yıl içerisinde % 15'e tamamlamak zorunluluğu vardır.

olmaksızın alınabildiğini ya da bu konuda çeşitli kaynaklardan gelebilecek haberlerin etkili olduğunu göstermektedir.

### IV.3. Finansman Kaynağının Seçiminde Etkili Olan Faktörler ve Halka Açılmada Maliyet Unsurları

**TABLO 10: FINANSMAN KAYNAĞININ SEÇİMINE ETKİ EDEN FAKTÖRLER (AĞIRLIKLARINA GÖRE)**

	I.DERECE	159'da Yüzde	II.DERECE	159'da Yüzde
Finansman Kaynağının Maliyeti	63	40	51	32
Kaynak İhtiyacının Vade Yapısı	11	7	41	26
Genel Ekonomik Durum	7	4	8	5
Bağlı Bulunan Holdingin veya Grubun Finansman Politikası	23	14	12	8
Bankanın Tavsiyesi	1	1	1	1
Şirketin Mevcut Mali Yapısı	44	28	24	15
Toplam	149*	94	137*	86

\*İki toplamın farklı olması, bazı şirketlerce ağırlıklandırma sorusunda tek seçeneğin işaretlenmesinden kaynaklanmaktadır.

Şirketler, ağırlıklı olarak maliyetleri dikkate alarak finansman kaynağını seçmektedirler. İkinci sırada şirketin mevcut mali yapısı yer almaktadır. İkinci derece faktörler arasında, ağırlıklı olarak yine finansman kaynağının maliyeti yer almakta, bu faktörden sonra ise, kaynak ihtiyacının vade yapısı önem taşımaktadır.

**TABLO 11: HALKA AÇILMA MALİYETİ OLARAK ÖN PLANA ÇIKAN UNSURLAR**

	Sayı	159'da Yüzde
Danışmanlık Giderleri	15	9
Aracılık Giderleri	32	20

SPKr Hesabına Yapılan Ödemeler	11	7
SPKr Düzenlemelerinin Getireceği Maliyetler	22	14
Toplam	80	50

Anket kapsamına giren şirketler arasında ankete cevap veren şirketler için halka açılma maliyeti, ağırlıklı olarak aracılık giderleri ve Kurul düzenlemelerine tabi olmanın getireceği maliyetler olarak ön plana çıkmaktadır.

**TABLO 12:** HALKA AÇILMA SONUCU ELDE EDİLECEK FONLAR İLE BORÇLANMA İLE ELDE EDİLECEK FONLARIN ŞİRKETLERE GÖRE MALİYETİNİN KARŞILAŞTIRMASI

	Sayı	159'da Yüzde
Halka Açılarak Elde Edilen Fonların Maliyetinin Borçlanma Maliyetine Göre Daha Yüksek Olduğunu Düşünenler	7	4
Halka Açılarak Elde Edilen Fonların Maliyetinin Borçlanma Maliyetine Göre Daha Düşük Olduğunu Düşünenler	67	42
Kaynak Maliyetinden Daha Çok Diğer Faktörlerin Önemli Olduğunu İleri Sürenler	46	29
Toplam	120	75

Halka açılma ile elde edilecek fonların maliyetinin borçlanma maliyetine göre daha düşük olduğunu düşünenlerin oranı % 42 olup bu düşünce hakimdir. Yukarıda, Tablo 10'dan çıkarılan sonuçlar arasında kaynak seçiminde maliyet birinci önemli faktör olarak belirlenmiştir. Burada da halka açılma yoluyla elde edilecek kaynağın maliyetinin daha düşük olduğu düşüncesi ağırlıktadır. Öyleyse şirketlerdeki hakim düşünce, bu konuda yapılmış bilimsel araştırma sonuçları bir yana, halka açılmanın finansman açısından daha avantajlı olduğudur. Ancak, halka açılmaya engel nedenler arasında halka açılma ve halka açılma sonrası maliyetlerin yüksekliği önemli bir neden olarak ortaya çıktığı düşünülürse, bu avantajın cazibesini kaybettiği sonucu çıkarılacaktır.

#### IV.4. Halka Açılma Konusunda Teşvikler ve SPK'r Düzenlemeleri Hakkındaki Görüşler

**TABLO 13:** HALKA AÇILMAYI TEŞVİK EDECEĞİ DÜŞÜNÜLEN FAKTÖRLER

	Sayı	159'da Yüzde
Yatırım Teşviklerinin Halka Açılma Şartına Bağlanması	17	11
Vergi Teşvikleri	31	19
Net Bir Halka Açık Şirket Tanımı Yapılarak Avantaj Sağlanması	41	26
Toplam	89	56

Halka açılmayı teşvik edeceği düşünülen faktörlerden net bir halka açık şirket tanımı yapılarak avantaj sağlanması seçeneği en çok işaretlenen faktördür. Vergi teşviklerinin bundan sonra ikinci faktör olarak işaretlenmesi, vergi teşviklerinin yeterli olmadığını göstermektedir. Yatırım teşviklerinin halka açılma şartına bağlanması seçeneği ise üçüncü sırada yer almaktadır. Halka açılmaya karşı kayıtsız olan ve halka açılma maliyetlerini yüksek bulan, yönetim ve denetim hakkını kısmen de olsa elden çıkarmak istemeyen şirketlerin halka kapalı bir durumda iken yatırım teşviklerinin halka açıklık şartına bağlanmasını istemeyeceği açıktır.

**TABLO 14:** SPKR'NUN HALKA AÇILMA KONUSUNDAKİ DÜZENLEMELERİNE İLİŞKİN ŞİRKETLERİN GÖRÜŞLERİ

	Sayı	159'da Yüzde
Düzenlemelere İlişkin Herhangi Bir Bilgisi Olmayanlar	31	19
Konu Hakkında Herhangi Bir Görüşü Olmayanlar	28	18
Halka Açılma Konusundaki Düzenlemelerin Yeterli Olduğunu Düşünenler	54	34

Toplam	113	71
--------	-----	----

SPKr'nun halka açılma konusundaki düzenlemelerinin yeterli olduğunu düşünenlerin sayısı ağırlıktadır. Ancak konu ile ilgili bilgisi ve görüşü olmayanlar birlikte dikkate alındığında ağırlık Kurul düzenlemeleri hakkında şirketlerce yeterli bilgiye sahip bulunulmadığı yönüne kaymaktadır.

#### IV.5. Halka Açılmanın Şirkete Olan Etkileri Hakkında Düşünceler

**TABLO 15:** HISSE SENETLERİNİN BORSADA İŞLEM GÖRMESİNİN ŞİRKETE ETKİSİ

	Sayı	159'da Yüzde
Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi Şirkete Katkı Sağlar	83	52
Hisse Senetlerinin Borsada İşlem Görmesi Şirkete Herhangi Bir Katkı Sağlamaz	37	23
Toplam	120	75

Şirket hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin şirketlere katkı sağlayacağını ileri sürenler ağırlıktadır.

**TABLO 16:** HALKA AÇILMANIN ŞİRKET BAŞARISINA ETKİSİ

	Sayı	159'da Yüzde
Halka açılmanın şirket başarısına olumsuz etkisinin olmayacağını düşünenler	107	67
Halka açılmanın şirket başarısına olumsuz etkisi olacağını düşünenler	21	13
Toplam	128	80

Halka açılmanın şirket başarısı üzerinde olumsuz etkisi olmayacağına ilişkin görüş ağırlıktadır. Yukarıda halka açılma ve halka açılma sonrası maliyetler hariç uygun bir finansman yolu olarak görülen halka açılmanın, şirketin genel başarısı açısından olumsuz bir etkisi olmayacağı görüşü de hakimdir.



#### IV.5.Şirketlerin Ortaklık Yapıları

**TABLO 17: ŞİRKETLERİN SERMAYESİNİN GRUPLAR ARASINDA DAĞILIMI**

	Sermayenin Yüzde Aralıkları					
	% 100-95	%94-75	%74-50	%49-25	%24-5	%5'ten az
Aile veya Aile Grubu	43	7	9	8	12	12
Şirket veya Şirketler Grubu	21	14	18	20	9	5
Aile Grubu Haricinde En Büyük Paya Sahip Şahıs	1	-	1	3	8	10
Banka	-	-	1	3	8	9
Sigorta Şirketleri	-	1	-	-	1	3
Vakıflar	-	-	-	-	1	3
Yabancı Sermaye	10	3	12	11	5	4
Kamu	-	-	--	2	4	4
Diğer	2	1	2	3	6	14

Ankete cevap veren şirketlerin ortaklık dağılımına bakıldığında, aile şirketlerinin çoğunlukta ve sermayenin % 95-100'ünün aile ve aile grubuna ait olduğunu görmekteyiz.

**TABLO 18: ORTAK SAYISI**

Ortak Sayısı	Sayı	159'da Yüzde
5 Ortaklı	34	21
6-10	62	39
11-25	20	13
26-99	10	6
100 ve daha fazla ortaklı*	11	7
Toplam	137	86

\*SPKn'na göre 100 ve daha yüksek sayıda ortağa sahip şirketler, halka açık sayılırlar. Ancak anket kapsamı İMKB'de işlem görmeyen şirket üzerine oluşturulmuştur.

Ortak sayısı bakımından şirketler sıralandığında, ortak sayısı 10 ve daha az olan şirketlerin ağırlıklı olduğu ortaya çıkmaktadır. Ortak sayısı 100 ve daha fazla olan şirket sayısı ise sadece 10'dur. Tablo 17 tek başına ortak sayısı az olan şirketlerin ağırlıkta olacağı kanısını ortaya koymaktadır. Bu kanı, az ortaklı şirketlerin ağırlığını gösteren yukarıdaki tablo ile kanıtlanmış olmaktadır. Bu sonuçları, Tablo 7'den çıkan ve hakim sonuç olan, şirket

yönetim ve denetimine başka kişilerin karıştırılmaması düşüncesine ilişkin sonucu da tamamıyla desteklemektedir.

## **V. KURUL BÜNYESİNDE DAHA ÖNCE ŞİRKETLERİN FİNANSMAN EĞİMLERİ İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN ANKET ÇALIŞMASININ SONUÇLARI İLE KARŞILAŞTIRMA**

Kurul bünyesinde 1996 yılında yapılmış olan 2,146 anonim şirkete uygulanan anket sonuçları arasında, anket kapsamındaki şirketlerin %73'ünün ihtiyaç olmadığı, % 40'ünün formalitenin çok olması ve % 33 oranındaki kısmının menkul kıymet satışının zor ve maliyetli olması nedeni ile sermaye piyasasından yararlanmadıkları tespitleri bulunmaktadır (ERKAN;TEMİR 1998).

Aynı anket çalışması sonucunda, hisse senedi ihraç etmemiş olan şirketlerin % 72'sinin ihtiyaç olmadığı için halka açılmayı düşünmediği, halka açılmayı düşünenlerin ise ağırlıklı olarak şirket sermayelerinin % 5-15'ini ve daha az oranda şirketin sermayelerinin % 16-30'unu halka açmayı düşündükleri ortaya çıkmıştır (ERKAN;TEMİR 1998).

Türkiye'nin büyük sanayi şirketleri ile 2,146 anonim şirket üzerine yapılan çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlar, hedef kitleler ve hedef kitlelere yöneltilen soruların farklı olmasına karşın, bazı noktalarda paralellik taşımaktadır. Daha önce yapılan anket çalışmasında, ihtiyaç duyulmaması nedeniyle halka açılmayı düşünmeyenlerin çoğunlukta olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bu sonucun şirketlerin kendi düşünceleri dışında ayrıca incelenmesi gerektiği düşüncesindeyiz. Şirketin kontrolünün kaybedileceği ve karar almanın güçleşeceği düşüncesi, borsada belirlenecek fiyatın şirketin gerçek değerini yansıtmaması ve halka açılmanın maliyetli bir yol olması bu çalışmada da benzer bulgular olarak yer almıştır. Ayrıca daha önceki çalışmada halka açılma oranının daha çok % 5-15 arasında ve yaklaşık ağırlıkta da % 16-30 arasında olabileceği sonucu ortaya çıkmıştır. Bu

çalışmada kullanılan anket sorularında yer alan seçeneklerin farklı olması bir yana, Türkiye'nin büyük sanayi şirketleri, ağırlıklı olarak % 11-20 oranında halka açılacaklarını belirtmiştir.

## VI. ÖNERİLER

Anket çalışması üç temel sonuç ortaya koymuştur:

1) Türkiye'nin önde gelen sanayi şirketleri olmalarına karşın, şirketlerin büyük bir kısmı halka açılma ve sermaye piyasalarına karşı kayıtsızdırlar.

2) Türkiye'nin önde gelen şirketlerinin ancak az bir kısmı kısmı, halka açılma konusunda çalışma yapmıştır. Şirketlerce yapılan çalışmalar sonucunda şirketlerin ağırlıklı olarak, Türkiye ekonomisi ve mevcut düzenlemeler ile ilgili sorunlar nedeni ile halka açılmaktan kaçındıkları görüşü hakim görüş olarak ortaya çıkmaktadır. Türkiye ekonomisi ve mevcut düzenlemeler dışında da ön plana çıkan halka açılmama nedenleri vardır. Ancak çalışma yapan şirketlerce ortaya konulan halka açılmama gerekçelerinin tamamı gerçekçi ve günümüz koşullarında kabul edilebilir değildir. Örneğin belli büyüklüğe ulaşmış bir şirketin yeni bir denetim otoritesi altına girmesi, şirket açısından iyileştirici bir faktör olabilir. Bu nedenle, aile şirketi yapısı ağırlıklı olan bu şirketlerin, Türkiye ekonomisinden ve mevcut düzenlemelerden kaynaklanan eksiklikler ve yetersizlikler yanında stratejik olmadığı düşüncesini akla getiren ve aile hakimiyetine dayanan yönetim yaklaşımları nedeni ile halka açılmaktan kaçındıkları anlaşılmaktadır.

3) Şirketlerin halka açılmasını teşvik etmek amacıyla yapılan mevcut düzenlemeler şirketlerin halka açılmasını teşvik edecek bir etkiye sahip bulunmamakta, halka açılma sürecinde ve sonrasında şirketler piyasa koşullarından ve Sermaye Piyasası Mevzuatından kaynaklanan bazı yüklerden kaçınmaktadırlar.

Yukarıdaki tespitlerde yer alan sorunların çözülmesinde her bir sorunun ayrı bir çalışma gerektirdiği açıktır. Sorunların çözümünün bir kısmı halka açılma mevzuatının geliştirilmesine, bir kısmı şirketlerle ilgili diğer kamu kurumları ile ortak çalışmaya ve yeni düzenlemelerin yapılmasına, bir kısmı da şirketlerin yönetim ve organizasyonun geliştirilmesine ve halka açılma konusunda bilgilendirilmelerine bağlıdır. Yukarıda tespit edilen sorunların çözümünde spesifik bazı öneriler şunlardır:

1) Mevcut düzenlemeler çerçevesinde şirketleri halka açılmaya teşvik edecek vergi avantajları bulunmaktadır. Ancak bu avantajların sermaye piyasasının arz yönüne ilişkin olarak şirketlerin halka açılmalarını sağlamada yeterli olmadığı açıktır. Bunun kanıtı 500 büyük sanayi şirketinden sadece 122'sinin (kamu şirketleri hariç) hisse senetlerinin İMKB'de işlem görmekte ve halka açık olmasıdır. Vergi teşviklerinin yeterli olmadığı konusunda daha önce yapılan çalışmalarda da görüş birliği vardır. Vergi teşviklerinin etkili ve yeterli olmamasının temel nedenlerinden biri, diğer yatırım teşviklerinin sermaye piyasası için getirilen teşviklerin etkisini yok etmesidir<sup>8</sup>.

Şirketlerin halka açılmasını sağlamada, en etkili yollardan birisi, devlet tarafından şirketlere sağlanan ve Türkiye'nin büyük sanayi şirketlerince sıklıkla yararlanılan teşviklerin halka açılma şartına ve halka açıklık oranına bağlanmasıdır. Böyle bir sistemin uygulanması, hem halka açılmayı sağlar ve halka açıklık oranını artırır hem de devlet tarafından uygulanacak teşvik politikasını rasyonelleştirir. Ancak, teşvik politikasında, belli sektörlerde ve bölgelerde kalkınma amaç edinilmiş olacağından, halka açılma şartına bağlanacak teşviklerin seçilerek kalkınma politikasına olumsuz etkisi olmayacak bir yönde bu uygulamayı yönlendirmek gerekir. Diğer taraftan, çeşitli nedenlerle halka açılmama konusunda kararlı olan şirketlerin teşviklerden tamamıyla mahrum bırakılmaması için de teşvik miktarı, oranı ya

---

<sup>8</sup> KADRİZADE, Rüya; Türkiye'de Sermaye Piyasasının Arz Yönünün Geliştirilmesinde Vergiler, AGD, Temmuz, 1989, Ankara.

da teşvikten yararlanma sıklığı gibi farklılıklarla halka açık şirketlere avantaj sağlanmalıdır.

2) Anket sonuçları arasında en çok işaretlenen net bir halka açık şirket tanımı yapılarak avantaj sağlanması konusu, halen halka açık şirket tanımının yeterince açıklık taşıması nedeniyle üzerinde durulabilecek bir başka konudur. Halka açık şirket tanımı olarak, 1973 yılından itibaren 8 ayrı kurum 15 farklı tanım yapmıştır<sup>9</sup>. Bu tanım farklılıklarını azaltarak ve çeşitli düzenlemeler için kullanılabilir bir tanım yaparak, sağlanacak avantajları bu tanıma bağlamak uygun olacaktır. 1989 yılında Kurul bünyesinde yapılan bir araştırmaya göre, hisse senetlerinin halka arzı ya da arz etmiş sayılması nedeniyle Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketlerin % 54'ünün sermayesi 500 milyon TL'nin altında olup bu grupta mevcut 380 şirketten 231'i sermaye piyasasını hiç kullanmamaktadır<sup>10</sup>. Aynı araştırma sonucunda ortaya konan ve bizim de katıldığımız görüşe göre, sermaye piyasasını kullanmayan bu şirketlerin yerini kanun değişiklikleri ve teşviklerin rasyonel kullanılmasını sağlayacak düzenlemelerle, belirli bir dönem için, büyük firmaların alması sağlanmalıdır. Yapılacak düzenlemeler arasında halka açık şirket tanımının yeniden ele alınması yararlı olacaktır<sup>11</sup>.

3) Halka açılacak ve sermaye artırımını yapacak şirketlerin, ekonomik koşulların değişken olması nedeniyle ortaya çıkacak konjonktür

---

<sup>9</sup> SOYDEMİR, Selim; Hukuki Düzenlemelerde Halka Açık Şirket Tanımları, SPK Araştırma Raporu, 1986, Ankara.

<sup>10</sup> KADRİZE, Rüya; Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik Teşvik Tedbirleri, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989, sf.19.

<sup>11</sup> Halka açık şirket tanımları konusunda Kurul araştırmaları arasında aşağıdaki raporlar ve etüt bulunmaktadır: SOYDEMİR, Selim; Hukuki Düzenlemelerde Halka Açık Şirket Tanımları; KADRİZE, Rüya; Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik Teşvik Tedbirleri; AKBULAK, Sevinç; Şirketlerin Halka Açılması, 1991. Ancak söz konusu araştırma ve etütte yer alan halka açık şirket tanımları konusundaki önerilerin, hem 3794 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikler arasında hem de halen TBMM'de yasalaşma sürecinde olan Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı'nda dikkate alınmadığı anlaşılmıştır (Bakınız 23.07.1999 tarihli SPKn Değişiklik Tasarısı).

değişikliklerine karşı, şirketlerin Kurul'a başvuru zamanı ile halka açılma ya da halka arz yoluyla sermaye artırımının sonuçlanma zamanı arasında geçen sürede meydana gelecek konjonktür farklılıklarından korunabilmeleri için, önceden Kurul'a başvurarak, kayda alınmak üzere menkul kıymetlerin halka arzını bekletme imkanına kavuşturulmalıdırlar. Şirketlerin mevcut SPK düzenlemelerine göre böyle bir imkanları olmakla birlikte, bu imkan belirli kurallara bağlanmalıdır. Bu konuda Amerika'da "Shelf Registration" tanımlaması ile uygulamaların olduğu bilinmektedir<sup>12 13</sup>. Bu yöntemde, Amerika'da Securities and Exchange Commission tarafından Rule 415 çerçevesinde, bir ihraççıya ileride belli bir süre için menkul kıymetlerinin belirli türleri için belirli miktarlarda ihracı konusunda izin verilebilmektedir. Söz konusu yöntem, Amerika'da 1983 yılından sonra uygulanmaya başlanmıştır. "Shelf Registration" yönteminin, SPKn açısından uygulanmasına engel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu nedenle yöntem, tebliğlerin bu yönetime göre yeniden ele alınması ile uygulamaya konmalıdır<sup>14</sup>. Kurul bünyesinde yapılan bir araştırmada da, hem menkul kıymet ihraçlarında zamanlama, hem miktar büyüklüğünden kaynaklanan düşük fiyat oluşumunu engelleme hem ihraç prosedürünü belirli bir döneme sıkıştırma hem de ihraç maliyetlerini düşürme açısından "Shelf Registration" yönteminin Türk sermaye piyasasında uygulanmasının gerektiği ileri sürülmektedir (KURTAY 1992). Diğer taraftan, tahvil ve finansman bonusu ihraçlarında bir yıllık bir süre için söz konusu yöntemin uygulanmasına Sermaye Piyasası Mevzuatında imkan

---

<sup>12</sup> STEINBERG, Marc I., Understanding Securities Law, Second Edition, 1996, Matthew Bender&Company Incorporated, U.S.A.

<sup>13</sup> JENNINGS, W. Richard; MARSH, Harold, Jr.; COFFEE, John C., Jr., Securities Regulation, Seventh Edition, The Foundation Press, Inc., N.Y., U.S.A., Sf. 106, Rule 415.

<sup>14</sup> KURTAY, 1992 tarihli çalışmasında, halka açılmak amacıyla ihraç edilen hisse senetleri için yöntemin Türkiye'de uygulanmasının, firmaların piyasa koşullarından yararlanması, finansman ihtiyacına göre satış işlemlerinin zamanının ayarlanabilmesi açısından teşvik edici bir mahiyet taşıdığını ileri sürmüştür. Ancak bizim de uygulanmasını gerekli gördüğümüz yöntemin henüz mevzuatta yer almadığı bilinmektedir.

tanınmıştır<sup>15</sup>. Tahvil ve finansman bonosu için geçerli olan bu yöntemin halka açılmak isteyen şirketlerden üretim ve bilanço bakımından belirli büyüklüğe sahip şirketlere ve hisse senetleri borsada işlem görecektir şirketlere hasredilmesi daha uygun olacaktır. Bunun üç temel gerekçesi olabilir: Birincisi, hisse senetleri borsada işlem gören bir şirket bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatma bakımından Sermaye Piyasası Mevzuatına tabi olduğundan bu tür şirketler hakkında yatırımcılar daha fazla bilgi sahibidirler. Bu durum güvenirliliği artırır. İkincisi, bu yöntem şirketler için bir avantajdır. Bu avantajdan öncelikle, Sermaye Piyasası Mevzuatında yer alan yükümlülöklere uyan şirketlerce yararlanılması piyasanın gelişmesine katkıda bulunur. Üçüncüsü de, piyasanın hızla gelişmesi için büyük şirketler özendirilmiş olur. Bahsedilen farklılığın süre veya diğer şartlar yönünden yumuşatılarak uygulanması da ayrıca üzerinde durulması gereken bir konudur.

4) Anket sonuçlarından anlaşılabilceği üzere, şirketler kesiminde halka açılma ve sermaye piyasası ile ilgili bilgi yetersizliği vardır. Anket sonuçları içerisinde, bazı şirketlerin herhangi bir çalışmaya dayalı olmadan, kaynağı belirli olmamakla birlikte belirli bir fikir sahibi olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, gerçek ve doğru bilgilendirme çalışmasının, yanlış ve yanıltıcı bilgilendirmenin önüne geçilmesi amacıyla ilgili kurum ve kuruluşlarca yapılması uygun olacaktır. Bu konuda genel bir tanıtım ve bilgilendirme çalışmasından daha çok belirli gruplar hedef alınmalıdır.

Bu çalışmada, Türkiyenin 500 büyük sanayi kuruluşu belli bir ölçüde ele alınmıştır. İSO, ikinci 500 büyük şirketlerini de sıralayabilmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesini sağlayacak ve sanayide ilk 1000 şirket listesine giren

---

<sup>15</sup> Kurul'un Seri: III, No: 13 "Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 12'nci ve Seri: II, No: 13 "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 5'nci maddesinde finansman bonosu ve tahvil ihraçlarının bir yıl içerisinde yapılabileceği hükme bağlanmıştır.

bu şirketlerin daha ayrıntılı ve gerekirse birebir görüşmelerle bilgiler verilerek sermaye piyasasına çekilmesi gerekmektedir. Bu yöntemin uygulanması, en radikal önlem olan büyük şirketlerce sıklıkla yararlanılan belirli teşviklerin halka açılma şartına ve halka açıklık oranına bağlanmasına kadar sürdürülmelidir.

5) Şirketlerce halka açılmada öngörülen oranın ağırlıklı olarak %11-20 olması, şirketlerin halka açılma durumunda ölçek ekonomilerinden yararlanamamasına, bu durumda da, halka açılma ve halka açılma sonrası giderlerin göreceli olarak yüksekliği ile sorun yaşamalarına neden olmaktadır. Belirtilen aralıktaki oranla halka açılmanın mevcut Türk Sermaye Piyasası Mevzuatına göre, vergi avantajı sağlayacak statüye geçildiği, vergi avantajı sağlayacak oranı aşmak için de şirketlerin istekli olmadıkları anket sonuçları arasında ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle şirketlerin, bu oranın üzerindeki oranlarla halka açılmalarını sağlamakla, şirketlerin en önemli sorun olarak gördükleri, halka açılma ve halka açılma sonrası maliyetleri ölçek ekonomisi yolu ile düşürmeleri sağlanmış olacaktır. Ancak halka açıklık oranının alt sınırının yükseltilmesi beraberinde başka sorunları getirebilir. Bu nedenle alt sınırdaki değişiklik yapmak yerine, yukarıda verilen halka açılmayı özendirilecek etkili tedbirleri uygulamaya koymak piyasa işleyişi açısından daha uygun olacaktır.

6) Ekonomi politikaları içerisinde, mali piyasaların güçlendirilmesi, derinliğin artırılması ve sermaye piyasalarında, sermayenin tabana yayılması ve piyasanın etkinliğinin artırılması bilinen politikalardır. 1996 –2000 dönemi için oluşturulan VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi'nde<sup>16</sup> 'Mülkiyetin Tabana Yayılması' başlıklar ve hedefler arasında yer almakla birlikte, uygulamanın son yılına yaklaşmış olmamıza karşın sermayenin tabana yayılması konusunda, yeterli sürükleyici güçlere sahip bulunmamaktayız.

---

<sup>16</sup> Yüksek Planlama Kurulu'nun VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi'ne ilişkin 25.04.1995 tarihli kararı, Bakanlar Kurulunun 27.04.1995 tarih ve 95/6782 sayılı kararı ile kabul edilmiştir.



Anket sonuçları bu durumu ortaya koymaktadır. Bu nedenle, mali piyasalardan sermaye piyasalarının daha hızlı gelişimini sağlayacak etkili önlemlerin zaman geçirilmeden uygulamaya konulması gerektiğini düşünmekteyiz.

## VII. SONUÇ

İstanbul Sanayi Odası tarafından 1998 yılı üretimden satışlar verileri dikkate alınarak belirlenen Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşundan hisse senetleri borsada işlem görmeyen özel şirketlerin halka açılma olanakları üzerine yapılan anket ağırlıklı çalışmada aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır:

1) Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu içerisinde 41 kamu kuruluşu, 459 özel şirket yer almaktadır. Özel şirketlerden sadece 122'sinin hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir.

2) Ankete cevap veren şirketlerin, halka açılma konusuna genel olarak kayıtsız oldukları ve halka açılmama konusunda çeşitli gerekçeleri sürdükleri, bu gerekçelerin bir kısmının şirket ile ilgili olduğu, bir kısmının da piyasa ve mevcut hukuki düzenlemelerden kaynaklandığı belirlenmiştir.

3) Hisse senetleri İMKB'de işlem görmeyen şirketlerin halka açılmadan kaçınma nedenleri ağırlık sırasına göre şöyledir:

- i) Şirket yönetim ve denetiminin kısmen de olsa başka kişilere bırakılmaması düşüncesi,
- ii) Menkul kıymet çıkarmanın ve sonraki düzenlemelere uymanın formalitesinin çok ve prosedürünün uzun olması,
- iii) Halka açılma işlemlerinin maliyetinin yüksek olması ve halka açılma sonrası giderlerin büyüklüğü,
- iv) Piyasadan yeteri kadar fon toplanamayacağı düşüncesi,
- v) Finansman açısından uygun görülmemesi,
- vi) Borsada belirlenecek fiyatın gerçekçi olmayacağı düşüncesi.

4) Mevcut düzenlemeler çerçevesinde şirketlere vergi teşvikleri olarak sağlanan avantajların halka açılmayı yeterince teşvik etmediği, halka açılma oranını belirli bir aralığa (% 15-20) sıkıştırdığı ve bu aralığın üstüne geçme

eğiliminin hedef kitlede yer alan şirketlerde bulunmadığı, aynı konuda daha önce geniş bir hedef kitle belirlenerek yapılan bir araştırmada da halka açılmada planlanan oranın ağırlıklı olarak % 20'nin altında olduğu belirlenmiştir.

5) Şirketlerin genel olarak, halka açılmaya şirket başarısını olumsuz etkileyecek bir yol olarak bakmadıkları, halka açılmanın ve borsada işlem görmenin şirkete katkı sağlayacağı yönünde bir düşünceye sahip oldukları anlaşılmıştır.

6) Şirketlerin büyük çoğunluğunun az ortaklı ve sermayenin % 95-100'ü aile bireylerine ait şirketler olduğu belirlenmiştir.

Türkiye'nin önde gelen sanayi şirketlerinde belirlenen bu sonuçların üzerinde hassasiyetle durulması faydalı olacaktır. Çünkü ortaya çıkan tablo, düzenlemelerde ve bir ölçüde düzenlemelere bağlı olarak şirketlerde halka açılma konusunda önemli boşlukların olduğunu göstermektedir. Bu haliyle, Türk sermaye piyasasının yeterince hızla gelişemeyeceğini ve sağlıklı büyüyemeyeceğini düşünmekteyiz.

Anket çalışması sonucu ortaya çıkan bu tablonun değişmesi için alınması gereken bazı önlemler şunlardır:

1) Şirketlerin halka açılmasını sağlamak için, sıklıkla büyük sanayi şirketlerince kullanılan teşviklerden yararlanma şartı belirli ölçülerde halka açılma şartına ve halka açıklık oranına bağlanmalıdır. Ancak, bu konudaki teşviklerin kalkınma politikalarını olumsuz etkilemeyecek şekilde ayarlanmasına dikkat edilmelidir.

2) 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan halka açık anonim ortaklık tanımı, Kurul bünyesinde konu hakkında yapılan araştırmalardaki sonuçlar dikkate alınarak yeniden ve

kapsamlı bir şekilde yapılmalı ve bundan sonra halka açık şirketlere yeterli avantaj sağlanmalıdır. Tanımın kapsamlı olması, yukarıda 1 nolu önerinin uygulanmasını daha etkili kılacaktır.

3) Şirketlerin halka açılma öncesi ve halka açılma sonrası çeşitli nedenlerle Kurul'a başvurularında prosedürü kısaltmak ve formaliteyi azaltmak için, halen Amerika'da uygulanan "Shelf Registration" yöntemi uygulamaya konmalıdır. Bu yöntem, formalite yanında, düşük fiyatlandırma sorununu azaltmakta, ekonomik konjonktür değişimlerinde halka açılmadaki zamanlama sorununu ortadan kaldırmakta, aracı kuruluşlar arasında rekabeti artırmak suretiyle şirketler için en önemli maliyet unsuru olarak ön plana çıkan aracılık maliyetlerini düşürmektedir.

4) Şirketlerin halka açılma konusunda yeterli bilgiye sahip olmaması ve halka açılma yoluyla finansmana kayıtsız olmaları nedeni ile, Türkiye'nin sanayide ilk 1000 sıralamasında yer alan şirketler hedef seçilerek bilgi eksikliklerini ayrıntılı olarak tespit etme, bilgilendirme ve yönlendirme çalışmaları yapılmalıdır. Şirketlerin halka açılmasında uygulanması zor ama o kadar da etkili olan sık ve büyük sanayi kuruluşlarınca kullanılan teşviklerin belirli ölçüde halka açılma şartına ve halka açıklık oranına bağlanacağı aşamaya kadar, sıradan bir yöntem olan bilgilendirme çalışmaları ön plana çıkarılmalıdır.

## KAYNAKÇA

### I-KİTAPLAR

- 1) ANDERSON, Seth C.; BEARD, T. Randolph; BORN, Jeffery A.  
1997 Initial Public Offering: Finding and Theories,  
Kluwer Academic Publishers, U.S.A.
- 2) ERKAN, Nurhan; TEMİR, Bahşayış.  
1998 Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi  
Sonuçları –1996-, SPK Yayını, No: 126, Ankara.
- 3) ESER KADRİZE, Rüya.  
1990 İşletmelerin Finansman Kararlarının Ekonometrik  
Modeli ve Bir Anket Çalışması, SPK Yayını, No: 26,  
Ankara.
- 4) GÜNAL, Vural  
1997 Hukuki Açidan Sermaye Piyasası (Araçlar-  
Kurumlar), İMKB Yayınları, İstanbul.
- 5) JENNINGS, W. Richard; MARSH, Harold, Jr.; COFFEE, John C., Jr.  
1992 Securities Regulation, Seventh Edition, The  
Foundation Press, Inc., N.Y., U.S.A.
- 6) JENNINGS, W. Richard ve Başk.  
1997 Federal Securities Laws, The Foundation Press,  
Inc., N.Y., U.S.A.
- 7) KANT, Robert S.; MANKO, Joseph M.; SCHNEIDER, Carl W.,  
1995 Going Public, U.S.A.,
- 8) KOÇ, İ.Özlem.  
1998 Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK  
Yayını, No: 118, Ankara.
- 9) ÖZER, Bengi  
1999 Price Performance of Initial Public Offerings in  
Turkey, Capital Market Board Of Turkey.  
Publication No: 128. Ankara.

- 10) POROY, Reha; TEKİNALP, Ünal; ÇAMOĞLU, Ersin.  
1997 Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Yayınları,  
Yedinci Bası, İstanbul.
- 11) SOYDEMİR, Selim.  
1998 Türkiye'de Finansal Fon Akımları (1982-1993), SPK  
Yayınları, No: 122, Ankara.
- 12) STEINBERG, Marc I.  
1996 Understanding Securities Law, Second Edition,  
Matthew Bender&Company Incorporated, U.S.A.

## II-ETÜTLER VE ARAŞTIRMA RAPORLARI

- 1) AKBULAK, Sevinç.  
1991 Şirketlerin Halka Açılması, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- 2) BAYRAK, Okan  
1999 Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyat İstikrarı ve  
Pasif Piyasa Yapıcılık, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- 3) DEMİRÇELİK, Adalet  
1986 Halka Açılma Deneyimleri, SPK Araştırma Raporu,  
Ankara.
- 4) KADRİZADE, Rüya.  
1989 Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik  
Teşvik Tedbirleri, SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- 5) KURTAY, Selma  
1992 Raf Kayıt ve Türk Sermaye Piyasasında  
Uygulanabilirliği, SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- 6) SOYDEMİR, Selim.  
1986 Hukuki Düzenlemelerde Halka Açık Şirket Tanımları,  
SPK Araştırma Raporu, Ankara.
- 7) YAŞAR, Serpil

1997 Hisse Senetlerinin İlk Halka Arzında Fiyatlandırma, Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arz Sonrası Performansı, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

### **III-DERGİLER**

İSO Dergisi, ISO Yayınları, No: 401, Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu – 1998 Özel Sayı Eki, İstanbul, 1998

### **IV-YASA, TEBLİĞ VE KARARLAR**

- 1) Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurul'ca yayımlanan ilgili tebliğler.
- 2) Bakanlar Kurulunun 27.04.1995 tarih ve 95/6782 sayılı Kararı; VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Stratejisi.