

DOĞU ANADOLU BÖLGESİNDE KOBİ'LERİN HALKA AÇILMAMA NEDENLERİ ÜZERİNE AMPRİK BİR ARAŞTIRMA

Turan ÖNDEŞ*
M.Faruk ÇATAL**

Özet: Halka açılma, bir anonim şirketin kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu “doğrudan finansman” yöntemidir. Ülkemizde 2007 itibariyle 1.890.000 işletme bulunmakta olup, bunların sadece 34.000'i Anonim Şirket statüsüne sahiptir. Bu AŞ'lerden de 604'ü halka açıktır. Ülkemizde halka açık firmalar sayısal olarak az olduğu gibi, halka açılma oranları da düşük düzeydedir. Bu çalışmada, KOBİ'lerin halka açılmama nedenleri incelenmiştir. Doğu Anadolu Bölgesi imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'lere uygulanan anket çalışması yapılmıştır. Bölgedeki firmaların Sermaye Piyasalarından yararlanma düzeyleri ve halka açılmaktan çekinme nedenlerinin tespiti amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: KOBİ, halka açılma, finansman.

I. Giriş

Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ), öz sermayeyle finansman ağırlıklı olmak üzere, Para ve Sermaye Piyasalarından da yararlanabilirler. Mevcut durumda ülkemiz KOBİ'leri, gerek kredi maliyetlerinin yüksekliği, bürokratik işlemler ve gerekse teminat zorunluluğu nedeniyle banka kredisi temininde güçlük çekmektedirler. KOBİ'lerin ülke ekonomisine katkılarına rağmen kredi hacminden aldıkları pay %5 dolayındadır. Bu nedenle, KOBİ'lerin finansman problemlerinin çözümüne yönelik olarak, Para Piyasası dışında en önemli finansman kaynağı olarak halka açılmaları ve böylece Sermaye Piyasalarından faydalanmaları gelmektedir.

Sermaye Piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin gerçekleştiği mali piyasalardır. Sermaye Piyasaları içerisinde şirketler, piyasanın sacayaklarından birisidir. Bu nedenle şirketlerin halka açıklık ya da kapalılık durumu sermaye piyasasını doğrudan etkiler (Sancak, 1999: 4).

Türk Sermaye Piyasası Mevzuatına göre hisse senedi ihracı yoluyla halka açılmayı sadece AŞ'ler yapabilmektedir. Bir AŞ'nin hisse senetleri halka arz edilmiş ise veya ortak sayısının 250'den fazla olduğu tespit edilmiş ise o şirket halka arz edilmiş sayılan halka açık şirkettir (Sancak, 1999: 4). Türkiye'de şu an yaklaşık 34.000 AŞ vardır (Ercan, 2005: 6) ve bunların sadece 604 tanesi halka açıktır.

* Doç.Dr., Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme ABD

** Dr. Okutman., Atatürk Üniversitesi, Erzurum MYO., İktisadi İdari Programlar ABD

Halka açılma, bir şirketin yeni ortak edinmek üzere hisse senetlerini belirli bir aile, belirli bir grup veya kişinin elinden çıkararak halka satmasıdır. Halka açık AŞ'ler, hisse senetleri küçük tasarrufluların ellerinde bulunan ve finansal varlıkları serbest ve organize piyasalarda alınıp satılan ortaklıklardır (Apak, 1995: 3). Hisse senetlerinin halka ilk olarak satışına "ilk halka açılma" denir. Firmaların ek nakit elde etmek için yeni hisse senetlerinin satıldığı bu ilk halka açılmaları "birincil açılma" diye adlandırılır. Şirket hissedarlarının hisse senetlerini satmak suretiyle kendi kazançlarının bir kısmını nakde çevirmelerine ise "ikincil halka açılma" denir (Brealey ve Myers, 1996: 353). Birincil halka arz, halka kapalı firmalar için tasarruf sahiplerinden finansman temininde çok önemli bir kanaldır. Bununla beraber, birincil halka arz sayısı ve toplam getirilerde zamanla dalgalanmalar görülebilmektedir (He, 2007: 983).

Şirketlerin halka açılması iki şekilde olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 18):

1. Doğrudan doğruya halka açık şirketlerin kurulup halka hisse senedi satılması,

2. Kapalı aile şirketlerinin halka açılmasıdır.

Halka açık AŞ'ler, menkul kıymetlerini, menkul kıymet borsalarına kota ettirme zorunluluğunda değillerdir. Ancak halka açık her şirket, Sermaye Piyasası Kanununa ve yönetmeliklerine uymak zorundadırlar (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 18).

Halka açılmanın temel amacı finansmandır. Halka açılan bir şirket, yeni ortaklardan uzun vadeli fon temin eder. Halka açılmada, şirketin hisse senetlerinin likiditesini artırmak ve şirketin geniş kitlelerce tanınmasını sağlamak gibi nedenler de olabilir (Sancak, 1999: 4).

Bir şirketin halka açılması üç yöntemle yapılabilir:

Birinci yöntem; Mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arz etmeleri suretiyle şirketi halka açık duruma getirebilirler.

İkinci yöntem; Sermaye artırımını yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını kısıtlayarak veya ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini yetkili organlarının kararı çerçevesinde borsada veya borsa dışında halka satması şeklinde olabilir. Buradaki fon şirkettir ve şirket işlerinde kullanılır (Sancak, 1999: 4).

Üçüncü yöntem; Sermaye artırımını yoluyla hisse senetlerinin halka arzı ile mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını halka arz etmesinin birlikte yapılması suretiyle firmalar halka açılabilir. SPK'nuna göre halka açıklığın asgari belirli oranlarda olması gerekmektedir. Sermayesi

12.209.760 YTL'ye kadar olan şirketler için %25, sermayesi 12.209.760 YTL ile 61.048.800 YTL arasında olan şirketler için %15, sermayesi 61.048.800 YTL üzerinde olan şirketler için %5 oranında halka açık olması gerekmektedir. Bu tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır (TSPAKB, 2006. 34).

II. Halka Açılmanın Avantajları ve Dezavantajları

AŞ niteliğindeki KOBİ'lerin halka açılmalarının ve hisse senetlerinin borsada işlem görmesinin birçok faydaları bulunmakta olup, bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

1.Hisse senetlerinin satılmak üzere halka arz edilmesi ile birlikte şirketler geçici değil, kalıcı nitelikte bir fon sağlayacaklardır (Zaimoğlu, 2001: 112).

2.Halka açılma, mali yapıyı güçlendireceği için sonraki kaynak arayışlarında yeterli miktarda ve uygun maliyetli kaynak sağlamaya yardımcı olur.

3.Vergi kanunları şirketlerin halka açılıp açılmama kararlarında önemli etkilere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde, bir ekonomi politikası olarak, halka açılan şirketlere vergi avantajı sağlanmaktadır.

Türkiye'de halka açık AŞ'lere vergi avantajları ise şu şekilde sıralanabilir;

1.Menkul Sermaye İradı, vergiden muaftır.

2.Dağıtılan kar payları üzerinden hesaplanan stopaj %10'a düşürülmüştür.

3. Hisse senedi çıkarımlarındaki "Emisyon Primi", kar payı olarak dağıtılmamak ve hisse senedi borsaya kota ettirilmiş olmak koşulu ile vergiden muaftır.

4.Halka açılmak suretiyle borsada işlem gören şirketler, ortaklarına ve yatırımcılara kendi hisse senetleri için bir piyasa oluşturmuştur (<http://www.spk.gov.tr/kobi/#>).

5.Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi, gerek şirkete gerekse şirket ürünlerine yaygın tanınma ve prestij avantajı sağlamaktadır (<http://www.spk.gov.tr/kobi/#>).

6.Halka açılmak, şirketlerin riski dağıtmalarına yardımcı olur.

7.Borsada işlem görme ile birlikte şirket tanınmış olacağından, şirketin ürünlerine yeni pazarlar açılarak ihracatında artış sağlanabilecektir (TSPAKB, 2006: 32).

8.Ülkemizde halka açık bir şirket, sermaye artırımlarında Kayıtlı Sermaye Sistemini kullanma avantajına sahip olmaktadır.

9.Halka açılan aile şirketlerinde kurumsallaşma süreci hızlanmakta ve modern yönetim tekniklerine kavuşabilmektedirler (TSPAKB, 2006: 32)

10. Halka açılmanın avantajlarından biri de tahvil ihracında hem limiti daha geniş hem de daha az formaliteye tabi bulunmasıdır (Aydın, 2001: 50).

11. Şirketin hisse senetlerinin çeşitli kesimlere, özellikle çalışanların,

şirketle bağı bulunan kesimlerin alımına sunulması, şirketi daha cazip hale getirir.

12. Şirketin uluslararası piyasalardan fon toplamasını kolaylaştırır.

13. Özkaynakla finansmanda temettü ödeme, ortakların kararına bağlı, buna karşın faiz ödemelerinin ise bir zorunluluk olması, özkaynakla finansmanı cazip kılar.

14. Halka açık şirket olmakla kamuyu aydınlatma yükümlülüğü daha şeffaf hale gelir. Yatırımcılar ve müşteriler nezdinde halka açık şirketler, halka kapalı şirketlere göre daha yaygın olarak tanınırlar (<http://www.spk.gov.tr/kobi/#>).

15. Şirket hisse senetleri likidite imkânı kazandığından, hisse senetlerinin organize pazarlarda arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan alınıp satılabilmesi fırsatı doğar.

16. Hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ile birlikte şirketlerin hisse senetleri, bankalarca teminat olarak kabul edilmekte bu durum da para piyasasından daha kolay yabancı kaynak teminine fırsat verir.

III. Halka Açılmanın Dezavantajları ve Şirketlerin Halka Açılmaktan Çekinmelerinin Nedenleri

Halka açık firma olmanın en önemli sonucu Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmak ve bu nedenle Sermaye Piyasası Kurul kaydına girmektir. Kurul kaydına girilmesiyle birlikte halka açık anonim şirketler, Sermaye Piyasası-Mevzuatına ve Kurul kararlarına uymakla yükümlüdürler.

Halka açılma konusunda katlanılan maliyetler ya da ileri sürülen dezavantajlar şu şekilde sıralanabilir (Sancak, 1999: 8);

1.Halka açılma, devamlı olarak kamuya bilgi verme, periyodik bağımsız denetim ve ilanı şirkete ek maliyet getirmektedir.

2.Halka açılmada hissedarlara karşı sorumluluk nedeni ile yönetim esnekliklerini kaybedebilirler.

3.Halka açık firmalarda alınan yanlış kararların maliyeti daha etkin hissedilebilir.

4.Hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi riski vardır.

5.İlk defa menkul kıymet ihraç edecek şirketlere yönecek fonların kararsız olması nedeniyle düşük talep ve fiyat sorununu ortaya çıkarabilir.

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

7.Yeni bir otoritenin denetim ve gözetimi altına girmek ve uyulması gereken kuralların artması şirketler için halka açılmadan kaçınma unsuru olabilir.

8.Halka açılmada katlanılması zorunlu olan SPK kayıt ücreti, finansal faaliyet harcı, kota alma ücreti, bağımsız dış denetim şirketi ücreti, yeni hisse

senedi basımı ile ilgili giderler, tanıtım ve basım giderleri, satış komisyonu gibi SPK, borsa ve TCMB'ye ödenen ücretler halka arzdan elde edilen gelirin yaklaşık %8-10'unu oluşturmakta ve aile şirketi KOBİ'lerde görece caydırıcı olabilmektedir.

KOBİ'lerde kimse bize karışmasın, hesap sormasın, şirketin yönetim hakimiyeti yalnızca bizde olsun düşüncesi KOBİ'lerin düzenli olarak denetimden geçmiş mali bilgilerini Sermaye Piyasası Kurulu'na ve borsaya vererek kamuya açıklayacak olmaları KOBİ'leri halka açılmaktan uzaklaştırmaktadır.

IV. Doğu Anadolu Bölgesi ve Sermaye Piyasası

2006 yılı itibari ile ülkemizde tasarrufların dağılımı şu şekildedir; Mevduat 276 milyar YTL, Altın Stoku -tahmini- 170 milyar YTL, Sabit Getirili Menkul Kıymetler 103 milyar YTL, Hisse Senedi 72 milyar YTL'dir (http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm). Türkiye'de yine yaklaşık bir milyon civarında aktif yatırımcı vardır.

Türkiye'de bulunan yaklaşık 1.890.000 işletmeden sadece 604 tanesinin halka açık ve bunlarında yalnızca 323'ünün borsada işlem görmektedir. Ülkemizde halka açık firmaların, halka açıklık oranı ise yaklaşık olarak %30 civarındadır. Doğu Anadolu Bölgesinde halka açık ancak borsada işlem görmeyen sadece 15 firma bulunmaktadır. Doğu Anadolu Bölgesinde, halka açık ve borsada işlem gören firma sayısı ise 1'dir. Bu firmaların unvan ve faaliyet gösterdikleri iller şu şekilde sıralanabilir (<http://www.spk.gov.tr/ofd/index.html?tur=iletisimbilgileri>);

A. Halka Açık Ancak Borsada İşlem Görmeyen Doğu Anadolu Bölgesindeki Firmalar

1. Ardağan Et ve Et Ürünleri Sanayi ve Ticaret AŞ. (ARDAHAN)
2. Birlik Un ve Gıda Sanayi Ticaret AŞ. (ERZURUM)
3. Doğu Holding AŞ. (ERZURUM)
4. Doyasan Doğu Yağ Sanayii ve Ticaret AŞ. (ERZURUM)
5. ER-ÇİM-SAN Holding AŞ. (ERZURUM)
6. Ergaz Sanayi ve Ticaret AŞ. (ERZURUM)
7. Doğu Halk Holding AŞ. (ERZİNCAN)
8. Elazığ Altınova Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ. (ELAZIĞ)
9. Elbeton Elazığ Beton Sanayii AŞ. (ELAZIĞ)
10. Hisaş Hakkâri Kilim ve İplik Sanayi AŞ. (HAKKÂRİ)
11. İğdır Ababey Tuğla Sanayi Ticaret AŞ. (İĞDIR)
12. Kars Yem Fabrikası AŞ. (KARS)

13. Maksan Malatya Makina Sanayii AŞ. (MALATYA)
14. Mormaş Malatya Orman Ürünleri ve Mobilya Tesisleri AŞ. (MALATYA)
15. Yifaş Yeşilyurt Tekstil Sanayi ve Ticaret AŞ. (MALATYA)

B. Halka Açık ve Borsada İşlem Gören Doğu Anadolu Bölgesindeki Firmalar

1. Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret AŞ. (ERZİNCAN)

2005 yılında İstanbul Sanayi Odası tarafından yayınlanan Türkiye'nin ilk 500 ve ikinci 500 büyük sanayi kuruluşları incelendiğinde ise, Doğu Anadolu Bölgesinde ilk 500'de iki firma yer almaktadır. Bunlar (http://www1.iso.org.tr/500buyuk_Default.asp);

- Aşkale Çimento Sanayi T.AŞ - Erzurum (417. sırada)
- Elazığ Altınova Çimento Sanayi Ticaret AŞ - Elazığ

(476.sırada)

İkinci 500'de ise, 3 firma yer almaktadır.

- Darsateks Tekstil Ürünleri San. ve T.AŞ - Kars (411. sırada)
- Betaş Mensucat San. ve T.AŞ - Kars (412. sırada)
- Gündüz Kürk San. ve Tic. Ltd. Şti - Malatya (476. sırada)

V. Metodoloji

A. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın temel amacı; Doğu Anadolu Bölgesinde imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'lerin sermaye piyasalarını ne kadar yakından tanıdıklarını, fon sağlamada bu piyasadaki ne ölçüde yararlandıklarını ve halka açılmaktan çekinme nedenlerinin tespit etmektir.

B. Veri Toplama Yöntemi, Kullanılan Analiz Teknikleri ve Örnek Büyüklüğünün Belirlenmesi

Çalışmamızda veri toplama yöntemi olarak anket metodu seçilmiştir. Hazırlanan anket formunda 63 soru bulunmaktadır. Anketteki sorular şu şekilde tasnif edilebilir;

- Firmaların hukuki statüleri, ortak sayıları gibi genel özelliklerinin tespitine yönelik sorular.
- Finansal ihtiyaç ve sorunlarının tespitine yönelik sorular.
- Finansal yapı ve finansal karar/tercihlerinin tespitine yönelik sorular.
- Sermaye piyasası ve sermaye piyasası araçlarına yönelimlerinin tespitine yönelik sorular.
- Halka açılma düşüncelerinin tespitine yönelik sorular.

Anketin uygulanmasında üniversite öğrencilerinden anketör olarak yararlanılmıştır. Anket, Haziran 2005’de uygulanmaya başlanmış, Ağustos 2006’da tamamlanmıştır. Anket, şirket merkezlerinde, şirketin varsa genel müdür, mali işler müdürü gibi en üst düzey yöneticileri ile yüz yüze görüşülmek suretiyle yapılmıştır.

Anketin kapsamı, Doğu Anadolu Bölgesinde imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ’lerdir. KOBİ tanımına esas olarak işçi sayısı baz alınmış ve işçi sayısı 250’ye kadar olan işletmeler KOBİ olarak değerlendirilmiştir. Anket yapılacak şirketlerin belirlenmesinde Doğu Anadolu Bölgesindeki sanayi ve ticaret odaları tarafından bize verilen imalat sanayi işletmeleri şirket bilgileri veri alınmıştır. Buna göre 2005 yılı itibari ile Doğu Anadolu bölgesinde imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlerin sayısı yaklaşık 899 civarındadır. Anket yapılmak amacı ile bu firmalar içerisinde KOBİ tanımımıza uyan 286 firma seçilmiştir. Seçilen bu firmaların illere göre dağılımı Tablo 1’deki gibidir.

Tablo 1. Anket Yapılan Şirketlerin İller İtibari İle Dağılımı

İller	İmalat Sanayi Şirket Sayısı	Toplam Şirket Sayısına Göre Dağılım (%)	Ankete Katılan Şirket Sayısı
Ağrı	12	1,3	4
Ardahan	6	0,7	2
Bingöl	31	3,4	10
Bitlis	1	0,1	0
Elazığ	272	30,3	87
Erzincan	71	7,9	23
Erzurum	61	6,8	19
Hakkâri	12	1,3	4
İğdır	4	0,4	1
Kars	44	4,9	14
Malatya	294	32,7	94
Muş	17	1,9	5
Şırnak	26	2,9	8
Tunceli	8	0,9	3
Van	40	4,4	13
Toplam	899	100	286

Çalışmada muhtemel yanlış cevaplar dikkate alınarak 350 firmaya anket uygulanmıştır. Ancak firma cevaplarındaki tutarsızlıklar ve hatalar nedeniyle elimine edilmiş ve çalışmada 286 anket formu dikkate alınmıştır.

Elde edilen veriler SPSS 11,5 programı ile güvenilirlik, frekans dağılımı ve ki-kare testlerine tabi tutularak değerlendirilmiştir.

Anket soruları Cronbach Alfa yöntemine göre güvenilirlik analizine tabi tutulmuş ve Alfa (α) katsayısı 0,5929 olarak hesaplanmıştır.

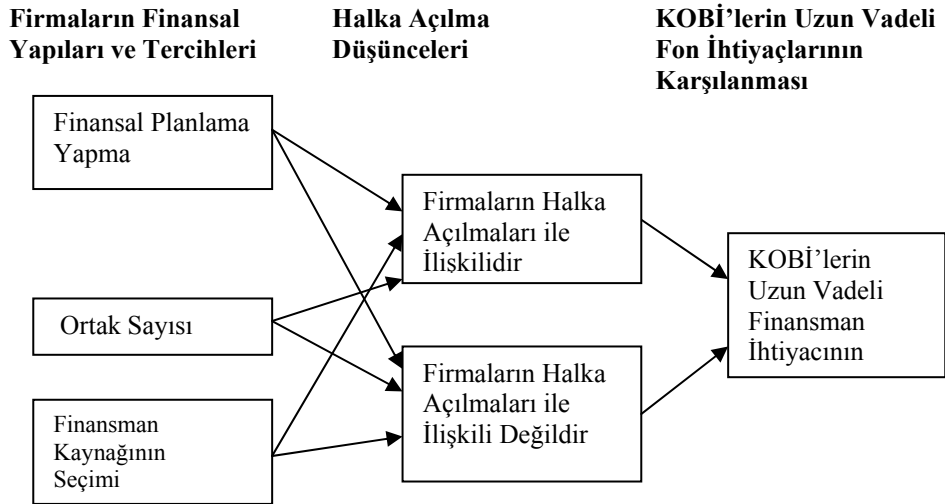
Araştırmamızda, çeşitli değişkenler arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı incelenecektir. İki değişken arasındaki ilişkilerin varlığını ortaya koymak üzere Ki- Kare Bağımsızlık Testi uygulanmıştır.

Araştırmamızda sadece istatistiksel açıdan aralarında anlamlı ilişki olan değişkenler gösterilmiştir.

Anket uygulanacak örnek kütleinin büyüklüğünün belirlenmesi için Taro Yamane tarafından hazırlanan tablo kullanılmıştır. %5 önem düzeyinde %5 hata payı ile ilgili tablodan ana kütle (899 firmayı) temsil edecek minimum örnek büyüklüğü yaklaşık 286 firmadır (İdil, 1989).

C. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Bu araştırmada, kullanılan model ve hipotezler Şekil 1’de verilmiştir.



Şekil 1. Araştırma Modeli

H₁: Firmaların *finansal planlama yapıları ile halka açılma tercihleri arasında* ilişki vardır.

H₂: Firmaların *ortak sayısı ile halka açılma arasında* ilişki vardır.

H₃: Firmaların *finansman kaynağının seçiminde rol oynayan faktörler ile halka açılma planı arasında* ilişki vardır.

D. Verilerin Analizi ve Değerlendirilmesi

Doğu Anadolu Bölgesinde imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'lere uygulanan anket çalışması ile firmaların çeşitli özellikleri ve finansal yapıları tespit edilerek, halka açılmama nedenlerine ilişkin bilgiler aşağıda sunulmuştur.

1. Firmaların Hukuki, Yönetim ve Ortaklık Yapılarına Göre Dağılımı

Anket kapsamına dahil edilen şirketlerin hukuki yapılarının dağılımına bakıldığında, firmaların %31,1'i AŞ, %30,4'ü Ltd ve %7,3'ü Kollektif Şirket, %31,1'i ise Adi Şirket statüsündedir.

Şirketlerin ortak sayısı ve ortaklık yapısını inceleyerek, gelişmişlik ve kurumsallaşma düzeyleri hakkında fikir sahibi olmak mümkündür. Şirketlerden %80'nin ortak sayısı 6'dan az olup, 6 ile 9 arasında ortağa sahip olan şirketlerin oranı %13'dür. Bu durumda, anket kapsamındaki KOBİ'lerin %93'ünün ortak sayısı 10'nun altındadır. Halka açık olan firmaların oranı ise %7'dir.

Tablo 2'den anlaşılacağı gibi firmaların %61,9'u aile üyeleri ve ortaklar tarafından yönetilirken, sadece %13,3'ü profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir. Dolayısıyla, anket kapsamındaki firmaların kurumsallaşmadıkları ve klasik bir aile şirketi hüviyeti gösterdikleri ifade edilebilir.

Tablo 2. Firmaların Hukuki Yapıları, Ortak Sayısı, Halka Açılık ve Yönetim Yapılarına Göre Dağılımı

Özellik	Sayı	%	Özellik	Sayı	%
Hukuki Yapı			Halka Açıklık		
AŞ	89	31,1	Evet	21	7
Ltd Şirket	87	30,4	Hayır	265	93
Kollektif Şirket	21	7,3	Toplam	286	100,0
Diğer	89	31,1	Yönetim Yapısı		
Toplam	286	100,0	Aile Üyeleri	107	37,4
Ortak Sayısı			Ortaklar	70	24,5
1-5 arası	229	80	Profesyonel Yöneticiler	38	13,3
6-9 arası	36	13	Aile Üyeleri-Profesyonel Yöneticiler	71	24,8
10-24 arası	18	6	Toplam	286	100,0
25-51 arası	3	1			
Toplam	286	100,0			

2. Finansman Sorunu Yaşanma Yoğunluğu

Anket kapsamındaki firmalardan %83,6'sı değişik yoğunluklarda finansman sorunu yaşadığını ifade etmişlerdir. Finansman sorunu yaşamadığını

söyleyen firma sayısı sadece %16,4'dür. Finansman sorunu yaşayan firmaların %25,2 si yoğun olarak yaşandığını ifade etmişlerdir.

Tablo 3. Finansman Sorunu Yaşanma Yoğunluğu

Finansman sorunu	Sayı	%
Yaşanmıyor	47	16,4
Yoğun olarak yaşanıyor	72	25,2
Kısmi yaşanmakta	65	22,7
Ara sıra yaşanmakta	102	35,7
Toplam	286	100,0

Tablo 4 incelendiğinde, firmalar alternatif finansman kaynağı olarak farklı tercihlere yöneldikleri görülmektedir. Ayrıca anket kapsamındaki firmaların sermaye piyasası araçlarından yeterince yararlanmadıkları görülmektedir. Ankete katılan firmalardan %40,2'si Leasing'den yararlanırken, %19,9'u satıcı kredilerinden yararlanmaktadır. Halka Açılma ve Borsaya Kote Olmayı tercih eden firma ise sadece %10,8'dir.

Tablo 4. Firmaların Tercih Ettikleri Alternatif Finansman Yöntemleri

Alternatif Finansman Yöntemi	Sayı	%
Leasing	115	40,2
Halka Açılma ve Borsaya Kote Olma	31	10,8
Risk Sermayesi	23	8,0
Factoring	29	10,1
Satıcı Kredisi	57	19,9
Diğer	31	10,8
Toplam	286	100,0

3. Sermaye Piyasasından Yararlanma Durumu

Tablo 5'de görüldüğü gibi, anket kapsamındaki 286 şirketten 66 adedi SPK'ya tabi olmuştur. Bunlardan 13'ünün tabiiyeti, anketin yapıldığı tarih itibari ile devam etmektedir. Şirketlerin 220 adedi hiçbir şekilde sermaye piyasasından yararlanmamıştır.

SPK'ya tabi olan şirketlerin %4,5'i hisse senedi ihraç ettiği için, %8,4'ü hem hisse senedi hem de borçlanma senetleri ihraç ettiği, %7'si tahvil ve finansman bonusu ihraç ettiği ve %3,1'i ise ortak sayısı nedeni ile SPK'ya tabi olduğu görülmektedir.

Değerlendirmeye alınan şirketlerin % 5'i halen SPK'ya tabi iken %4,5'i ise eskiden tabi olmuşlardır. Buradan, ankete katılan şirketlerin %24'ünün sermaye piyasasını yakından tanıdığı sonucu çıkarılmaktadır. Ankete katılan firmalardan hiçbirinin hisse senetleri İMKB'de işlem görmemektedir.

Tablo 5. SPK'ya Tabi Olma Durumları ve Nedenleri

SPK'ya Tabi Olma	Sayı	%
Evet, (hala tabi)	13	4,5
Hayır, Ama Eskiden Tabi İdi	53	18,5
Hayır, Hiç Tabi Olmadık	220	76,9
Toplam	286	100,0
SPK'ya Tabi Oluş Nedeni	Sayı	%
Hisse Senedi İhracı	13	4,5
Tahvil ve Finansman Bonosu İhracı	20	7,0
Hem Hisse Senedi Hem de Borçlanma Senetleri	24	8,4
250'den Fazla Ortağın Olması Nedeni İle	9	3,1
Toplam	66	23,1

4. Şirketlerin Halka Açılma İle İlgili Düşünceleri

Şirketlere, halka açılma konusundaki düşüncelerini ortaya koymaya yönelik olarak Tablo 5'de görüldüğü gibi firmaların %63,6 sı halka açılmayı hiç düşünmezken, %36,4 halka açılmayı düşünmektedir. Halka açılmayı düşünenlerin %7,7 si kısa zamanda, %9,1'i orta vadede, % 19,6 sı ise uzun vadede halka açılmayı planlamaktadır.

Tablo 6. Halka Açılma İle İlgili Düşünceleri

Halka Açılma	Sayı	%
En Kısa Zamanda Planlıyorum	22	7,7
Simdi Değil Ama Orta Vadede	26	9,1
Uzun Vadede	56	19,6
Hiç Düşünmüyorum	182	63,6
Toplam	286	100,0

5. Halka Açılma Oranları

Tablo 7 incelendiğinde, halka açılacak olan şirketlerin %11,9'u sermayelerinin %5-10'unu halka açmayı düşünmektedir. Sermayelerinin %16-30 unu halka açılacak olanlar %17,8 oranındadır. Şirketlerin ancak %14,3, sermayelerinin %31-50'sini halka açılmayı düşündüklerini belirtmişlerdir. Sermayesinin %51'den fazlasını halka açabileceklerini ifade eden firmalar ise sadece % 6,3'dür. Halka açılmayı düşünen firmalar hemen hemen tamamı %50'den

daha az bir oranda halka açılmayı düşünmektedir. Dolayısıyla, firmaların halka açılma oranlarının düşük olduğu ifade edilebilir.

Tablo 7. Halka Açılma Oranları

Halka Açılmada Düşünülen Maksimum Oran	Sayı	%
%5 - 15 arası	34	11,9
%16 - 30 arası	51	17,8
%31 - 50 arası	41	14,3
%51 ve fazlası	18	6,3
Toplam	144	50,3

6. Halka Açılmama Nedenleri

Tablo 8 incelendiğinde, anket kapsamındaki firmalardan halka açılmama nedenlerini önem sıralarına göre belirtmeleri istenmiş, birinci sırada önem arz eden neden olarak %33 oranında şirket kontrolünü kaybetme endişesi nedeni ile, %28'i ihtiyaç duyulmaması nedeni ile, %16,7'si ise maliyetli olması nedeni ile halka açılmadıkları görülmüştür.

Tablo 8. Halka Açılmama Nedenleri

Önem Sırası	Halka Açılmama Nedenleri							
	İhtiyaç Duyulmaması		Kar Dağıtım Zorluğu		Karar Almanın Güçleşmesi		SPK'na Tabi Olma	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
1.sırada	79	28	25	8,9	11	3,9	14	5
2.sırada	28	9,9	48	17	39	13,8	54	19,1
3.sırada	43	15	33	11,5	31	10,8	65	22,7
4.sırada	80	28,8	46	16,5	22	7,9	44	15,8
5.sırada	17	6,3	47	17,3	61	22,5	46	17
Toplam	247	88	199	71,3	164	59	223	79,6
Önem Sırası	Halka Açılmama Nedenleri							
	Maliyetli Olması		Şirket Kontrolünün Kaybolması		Belirlenecek HS Fiyatının Gerçek Değeri Yansıtılmaması Korkusu		Diğer	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
1.sırada	47	16,7	94	33,3	12	4,3	0	0
2.sırada	54	19,1	50	17,7	6	2,1	4	1,4
3.sırada	84	29,4	22	7,7	7	2,4	1	0,3
4.sırada	26	9,4	38	13,7	22	7,9	0	0
5.sırada	24	8,9	20	7,4	30	11,1	26	9,6
Toplam	235	83,3	224	79,7	77	27,8	31	11,4

7. Finansal Planlama ve Halka Açılma

Tablo 9’da, anket yapılan şirketlerin %43,1’i finansal planlama yapmaktadır. Ayrı bir finansman bölümü olan şirketlerin sayısı 68 iken, finansal planlama yapan şirket sayısı 152’dir. Bu durum finansman bölümü olmayan şirketlerin de finansal planlama yaptıklarını göstermektedir.

Firmaların finansal planlama yapmaları ile halka açılma tercihleri arasında doğrusal bir ilişki olduğu söylenebilir. Zira ankete katılan firmalardan finansal planlama yapmayanların %80,6’sı halka açılmayı asla düşünmediklerini ifade ederken, finansal planlama yapan firmaların ise ortalama %50’si halka açılmayı düşünmediklerini belirtmişlerdir.

Tablo 9. Firmaların Finansal Planlama Yapma Durumları İle Halka Açılma Tercihleri Arasındaki Karşılıklı İlişki

Finansal Planlama		Halka Açılma				Toplam
		En Kısa Zamanda Planlıyorum	Şimdi Değil Ama Orta Vadede	Uzun Vadede	Hiç Düşünmüyorum	
Yapılıyor	Sayı	7	5	16	24	52
	%	13,5	9,6	30,8	46,2	100,0
Yapılıyor	Sayı	13	11	4	29	57
	%	22,8	19,3	7,0	50,9	100,0
Yapılıyor	Sayı	0	6	16	21	43
	%	0,0	14,0	37,2	48,8	100,0
Yapılmıyor	Sayı	2	4	20	108	134
	%	1,5	3,0	14,9	80,6	100,0
Toplam	Sayı	22	26	56	182	286
	%	7,7	9,1	19,6	63,6	100,0

Hesaplanan Ki-Kare test istatistiği 70,064 olup, 9 serbestlik derecesine göre Anlamlılık (P) değeri $P=0,000$ ’dir. $P<0,05$ olduğundan, H_0 hipotezi reddedilip, H_1 :Firmaların *finansal planlama yapmaları ile halka açılma tercihleri arasında* ilişki vardır (H_1) hipotezi kabul edilir.

8. Ortak Sayısı İle Halka Açılma Arasındaki Karşılıklı İlişki

Tablo 10 incelendiğinde, ortak sayısı 1-5 arasında olan şirketlerin sadece %0,9’ halka açık iken, ortak sayısı 6-9 arasında olan firmaların ise %14 ‘ü halka açıktır. Ortak sayısı 10-24 arasında olan firmaların %90,9’u halka açık iken,

ortak sayısı 25-51 arasında olan firmaların ise tamamı halka açıktır. Dolayısıyla, halka açılmayı hiç düşünmeyen şirketler az ortak sayılarında yoğunlaşırken, ortak sayısı arttıkça halka açılma niyeti de belirginleşmiştir.

Tablo 10. Firmaların Ortak Sayısı İle Halka Açılma Arasındaki Karşılıklı İlişki

Ortak Sayısı		Halka Açıklık		Toplam
		Evet	Hayır	
1-5 Arası	Sayı	2	218	220
	%	0,9	99,1	100,0
6-9 Arası	Sayı	6	37	43
	%	14,0	86,0	100,0
10-24 Arası	Sayı	10	1	11
	%	90,9	9,1	100,0
25-51 Arası	Sayı	3	0	3
	%	100,0	0,0	100,0
Toplam	Sayı	21	256	277
	%	7,6	92,4	100,0

Hesaplanan Ki-Kare test istatistiği 162,054 olup, 3 serbestlik derecesine göre Anlamlılık (P) değeri $P=0,000$ 'dir. $P<0,05$ olduğundan, H_0 hipotezi reddedilip, H_1 :Firmaların *ortak sayısı ile halka açılma arasında* ilişki vardır hipotezi (H_2) kabul edilir.

9. Şirketlerin Sermaye Piyasası Araç ve Kurumları Hakkındaki Bilgi Düzeyleri

Şirketlerin sermaye piyasası araç ve kurumlarını ne ölçüde tanıdıklarını tespit etmek için çeşitli sorular sorulmuştur.

Şirketlerin en yakından tanıdıkları kavram %55,9 ile "SPK" kavramıdır. Bunu %45,5 ile Sermaye Piyasası Kurulu, %43,4 ile KZOB, %33,2 ile Finansman Bonusu ve İmtiyazlı Hisse Senedi, %32,2 ile "Halka Açık Şirket" kavramları izlemektedir.

Şirketlerin bir kısmı ise kavramların bazılarını hiç bilmediklerini ifade etmişlerdir. Örneğin, %45'8'i Kayıtlı Sermaye Sistemini, %45,1'i Gayrimenkul Sermaye İradını, %44,1'i Katılma İntifa Senedini bilmemektedirler.

Tablo 11. Şirketlerin Sermaye Piyasası Araç ve Kurumları Hakkındaki Bilgi Düzeyleri

	SP Kanunu		SP Kurulu		Halka Açık Şirket	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Biliyorum	160	55,9	130	45,5	92	32,2
Duydum hiç bilgim yok	99	34,6	117	40,9	94	32,9
Bilmiyorum	27	9,4	39	13,6	100	35,0
Toplam	286	100,0	286	100	286	100
	İmtiyazlı Hisse Senedi		Finansman Bonosu		KZOB	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Biliyorum	95	33,2	95	33,2	124	43,4
Duydum hiç bilgim yok	91	31,8	83	29,0	83	29,0
Bilmiyorum	100	35,0	108	37,8	79	27,6
Toplam	286	100	286	100	286	100
	Kayıtlı Sermaye Sistemi		Katılma İntifa Senedi		Gayrimenkul Sermaye İradı	
	Sayı	%	Sayı	%	Sayı	%
Biliyorum	86	30,1	73	25,5	87	30,4
Duydum hiç bilgim yok	69	24,1	87	30,4	70	24,5
Bilmiyorum	131	45,8	126	44,1	129	45,1
Toplam	286	100	286	100	286	100

10. Firmaların Halka Açılmayı Teşvik İçin Talep Ettikleri Düzenlemeler

Tablo 12 incelendiğinde, halka açılmak için ankete katılan firmaların %32,2'si şirket avantajı talep etmektedirler. Ayrıca, firmaların % 29,4'ü vergi avantajı, %24,4'ü ise yatırım teşviki talep etmektedirler.

Tablo 12. Firmaların Halka Açılmayı Teşvik İçin Talep Ettikleri Düzenlemeler

Talep Edilen Düzenlemeler	Sayı	%
Yatırım teşviki	67	23,4
Vergi teşviki	84	29,4
Şirket avantajları	92	32,2
Diğer	43	15,0
Toplam	286	100,0

11. Finansman Kaynağının Seçiminde Rol Oynayan Faktörler

Tablo 13'de, firmaların %25,2'sinde kaynak maliyeti finansman kaynağının seçiminde önem arz ederken, %24,8'inde şirketin mali yapısı, %23,4'ünde şirketin finansal politikası, %12,2 'sinde banka tavsiyesi, %11,5'inde ise vade yapısı önem arz etmektedir.

Tablo 13. Finansman Kaynağının Seçiminde Rol Oynayan Faktörler İle Halka Açılma Planı Arasındaki Karşılıklı İlişki

Finansman Kaynağının Seçiminde Rol Oynayan Faktörler	Halka Açılma Planı				Toplam	
	En kısa zamanda planlıyorum	Şimdi değil ama orta vadede	Uzun vadede	Hiç düşünmüyorum		
Finansman Kaynağının Maliyeti	Sayı	1	6	7	58	72
	%	1,4	8,3	9,7	80,6	100,0
Kaynak İhtiyacının Vade Yapısı	Sayı	4	4	8	17	33
	%	12,1	12,1	24,2	51,5	100,0
Şirketin Finansal Politikası	Sayı	9	7	13	38	67
	%	13,4	10,4	19,4	56,7	100,0
Bankanın Tavsiyesi	Sayı	8	1	8	18	35
	%	22,9	2,9	22,9	51,4	100,0
Şirketin Mali Yapısı	Sayı	0	8	18	45	71
	%	0,0	11,3	25,4	63,4	100,0
Diğer	Sayı	0	0	2	6	8
	%	0,0	0,0	25,0	75,0	100,0
Toplam	Sayı	22	26	56	182	286
	%	7,7%	9,1%	19,6%	63,6%	100,0%

Hesaplanan Ki-Kare test istatistiği 38,028 olup, 15 serbestlik derecesine göre Anlamlılık (P) değeri $P=0,001$ 'dir. $P<0,05$ olduğundan, H_0 hipotezi reddedilip, H_1 : *Finansman kaynağının seçiminde rol oynayan faktörler ile halka açılma planı arasında* ilişki vardır hipotezi (H_3) kabul edilir.

Tablo 13'de görüldüğü gibi, finansman kaynağının seçiminde maliyetin önemli olduğunu ifade eden firmaların %80,6'sı halka açılmayı düşünmezken, şirketin mali yapısı önemli diyen firmaların %63,4'ü, finansman politikası önemli diyenlerin %56,7'si, vade yapısı önemli diyenlerin %51,5'i, banka tavsiyesi önemli diyenlerin ise %51,4'ü halka açılmayı asla düşünmemektedir. Dolayısıyla, firmaların halka açılmalarını etkileyen faktörlerin başında maliyet ve firmaların mali yapılarının önem arz ettiğini ifade edebiliriz.

VI. Sonuç

Bu konuda yapılan pek çok çalışmada da belirtildiği ve çalışmamızda da tespit edildiği üzere KOBİ'lerde finansman sıkıntısı, yaşanan önemli bir sorundur.

Firmalar, finansman temini konusunda şu alternatifleri kullanabilmektedirler.

- Sermayelerini kendi kaynakları ile güçlendirme,
- Kredi temin etme,
- Ortak bulma,
- Sermaye piyasası araçlarını kullanmadır.

Bunlardan ilk üçü, KOBİ'lerin kendi kaynakları ile sermayelerini güçlendirmeleri, uygun maliyetlerle fon temin etmeleri ve uygun koşullarda ve doğru bir ortak bulmaları konularında fırsatları değerlendirdiklerini –genel olarak-

söyleyemeyiz. Bu nedenle, sermaye piyasalarına yönelmeleri seçeneği KOBİ'ler için bir fırsattır.

Anket çalışmasından elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

- Anket kapsamındaki firmaların ortak sayıları genel olarak düşüktür. Şirketlerden %80'ninin ortak sayısı 6'dan azdır. Halka açık olan firmaların oranı ise % 7'dir.

- Anket kapsamındaki firmalar kurumsallaşmamış ve klasik bir aile şirketi hüviyetindedirler. Firmaların %61,9'u aile üyeleri ve ortaklar tarafından yönetilirken, sadece %13,3'ü profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir.

- Finansal planlama yapan firmaların, yapmayanlara oranla halka açılma tercihi sergilediği belirlenmiştir.

- Anket kapsamındaki firmalardan %83,6'sı değişik yoğunluklarda finansman sorunu yaşadığını ifade etmişlerdir.

- Finansman kaynağının seçiminde dikkate alınan faktörlerin başında “finansman maliyeti” ve “firmanın mali yapısı”nın önem arz ettiği tespit edilmiştir.

- İşletme sermayesinin finansmanında, çoğunluğu birinci derecede başvurulan kaynağın kısa vadeli banka kredisi, eş-dosttan borç ve leasing izlediği belirlenmiştir.

- Anket kapsamındaki 286 şirketten 66 adedi bir süre için de olsa SPK'ya tabi olmuştur. Bunlardan 13'ünün başka bir ifade ile %4,5'inin tabiiyeti anketin yapıldığı tarih itibari ile devam etmektedir. Şirketlerin 220 adedi hiçbir şekilde sermaye piyasasından yararlanmamıştır.

- Anket kapsamındaki firmaların büyük bölümü halka açılmayı düşünmemekte, bunun nedeni ise; şirket kontrolünü kaybetme endişesi, ihtiyaç duyulmaması ve maliyetli olması olarak tespit edilmiştir.

- Anket kapsamındaki firmaların %36,4'ünün halka açılmayı düşünmesini önemli bir gösterge olarak değerlendirilebilir. Bu firmaların da %16,8'i kısa ve orta vadede açılmayı düşünmektedir. En kısa zamanda halka açılmayı düşünen şirketlerin %40,9'u sermaye artırımı yoluyla halka açılmayı düşünürken, %59,1'i ise mevcut hisselerin satışı yoluyla halka açılmayı tercih etmektedirler.

- Halka açılmak için ankete katılan firmaların %32,2'si şirket avantajı talep etmektedirler. Firmaların % 29,4'ü vergi avantajı, %24,4'ü ise yatırım teşviki talep etmektedirler.

KOBİ'lerin halka açılıp finansman temininin önünü açmak için, halka arzda bürokratik engeller azaltılmalı, halka açılmayı cazip hale getirmek için halka açılan şirketlere vergi avantajı sağlanmalıdır.

Bu çerçevede;

- Halka açık olan firmalara vergi avantajı sağlanıp, halka açık şirketlere vergi teşvikleri getirilmesi,

- Yönetimi kaybetme endişesi olan KOBİ'ler için uygun bir araç olan Oydan Yoksun Hisse Senedinin yaygınlaştırılması,

- Özel sektör kuruluşlarınca çıkarılan tahviller için uygulanan %12'lik stopaj oranı, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu'nda olduğu gibi %0'a indirilmesi gerekir,

Ülkemizdeki vergi sistemi ve politikasının getirdiği koşullar nedeniyle birçok işletme kayıt altına girmek istememektedir. Bu durumda da kayıtlı, vergisini ödeyen bir ekonomi ve diğer yanda kayıtsız vergi ödemeyen bir ekonominin oluşması sonucu olarak haksız rekabet ortaya çıkmaktadır (Kavi, 1999).

Halka açık ve borsada işlem gören firma sayıları dikkate alındığında ülkemizde halka açılacak önemli bir potansiyel vardır. Ancak firmalarımızın halka açılma ve borsada kote olmaktan uzaklaştıran faktörlerin olduğunu söyleyebiliriz. Bu engellerin aşılması halinde, firmaların sayısal olarak çoğunluğunu oluşturan KOBİ'lerin Sermaye Piyasasına ve borsaya katılımı hızlanacaktır.

Abstract: Going public is a direct financing method for a joint stock company. There are 1.890.000 businesses in Turkey, but only 34.000 are joint stock companies. Also 604 joint stock companies are general cash offered from 34.000 joint stock companies. General cash offered firms are both little as numerically and little level for the going public rates.

In this paper, it's studied the reasons about not to going public for Small and Medium Sized Enterprises (SMSE). An inquiry had done to the manufacturer SMSEs which run at the Eastern of Turkey. It's aimed to get from the inquiry of the level of using the capital market, and the reasons about not to going public at the regional manufacturer SMSEs.

Key Words: SMSE, going public, finance.

Kaynakça

- Apak, Sudi, (1995) **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Aydın, Nurhan, (2001) **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No 19.
- Brealey, Richard. A. ve Myers Stewart. C. (1996) **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill Companies Inc., USA.
- Ceylan, Ali. ve Korkmaz, Turhan. (2004). **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: EkinYayınevi.
- Ercan, M.K.amil, (2005) "Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde KOBİ'ler: Türkiye ve Benzer Ülke Deneyimleri" Sempozyumu Poster Sunumu, Bandırma. Fakültesi Yayın No:207.
- He, Ping (2007) "A Theory of IPO Waves", The Review of Financial Studies, v 20, n 4.
- İdil, Orhan. (1989) **İşletmeciler İçin Genel İstatistik**, Cilt 1, İstanbul: İşletme
- Kavi, Hüsamet, (1999) "1. KOBİ Zirvesi", Ankara.
- Sancak, İ.Ethem, (1999) **Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları**, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü.
- TSPAKB, (2006) **Hisse Senetleri Piyasaları**, İstanbul: TSPAKB Eğitim Yayınları.
- Zaimoğlu, Tülay, (2001) **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No:19.
- <http://www.spk.gov.tr/kobi/#> (Güncelleme 07.02.2007)
- http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm (Güncelleme 07.02.2007)
- <http://www.spk.gov.tr/ofd/index.html?tur=iletisimbilgileri> (Güncelleme 07.02.2007)
- http://www.iso.org.tr/500buyuk_Default.asp (Güncelleme 07.02.2007)