

TÜRKİYE'DE ANONİM ORTAKLIKLARDA HALKA AÇILMA

Arş.Gör. Şaban UZAY*

GİRİŞ

Kapitalist ve karma ekonomilerin vazgeçilmez bir aracı olan anonim ortaklık (AO)'ların en önemli üstünlüğü halka açılmaya olanak sağlayabilmeleridir. Literatürde, genellikle küçük ortaklar grubunun (Ticaret Kanunumuza göre bu sayı en az 5 kişidir) veya bir aile işletmesinin kendi aralarında kurdukları AO'lara kapalı AO'lar, buna karşı, çok sayıda tasarruf sahiplerinin hisse senedi olarak katıldıkları AO'lara halka açık AO'lar adı verilmektedir. Elbette ortak sayısı tek başına halka açılma için yeterli kriter olmayıp halka açık bir AO'nun başka özelliklere de sahip olması gerekir.

Halka açık AO'lar etkin bir sermaye piyasasının vazgeçilmez unsurlarıdır. Türkiye'de AO'ların ilk halka açılma teşebbüsleri 1970'li yıllarda başlamış olup, günümüzde ise artan bir canlılıkla devam etmektedir. Halka açılma, genellikle özel kuruluşların hisselerini halka satması veya kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi yoluyla yapılmaktadır. Türkiye'de özel sektörde yer alan AO'ların halka açılmasında yaşanan gelişmeleri gerek uygulama yönüyle gerekse hukuki açıdan incelemek bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

1. ANONİM ORTAKLIĞIN TANIMI VE TÜRLERİ

Gelişmiş ülkelerde AO'lar başlangıçta fertler ve aileler tarafından kurulmuşsa da zaman içinde, ekonomik gelişmelere paralel olarak, hisselerin halka satılması ve yaygınlaşması neticesine varılmıştır. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarını düzenlemeleri de halka açılma sürecini hızlandırmıştır. ABD'de bir çok büyük şirkette çalışanların sayısı hissedarlardan daha azdır. Örneğin; H.Ford tarafından kurulmuş olan ve kendi adını taşıyan şirkette, birinci derece akrabaların hisse miktarı, üç nesil gibi kısa bir dönemden sonra %2'nin altına inmiştir¹. Günümüzde ise ABD şirketlerinde yönetim kurulu üyeleri işletmeye ya hissedar olmamakta ya da en fazla %1 hisseye sahip bulunmaktadır².

AO'lar, Türk hukukunda ilk olarak 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanunu'nun bir tercümesi olan 1850 tarihli Kanunname-i Ticaret ile kabul edilmiştir. Bu arada "anonim" terimi de Fransızcadan aynen alınarak hukuk dilimize girmiştir³. Ticaret Kanunu(TK) anonim ortaklığı şöyle tanımlamaktadır: "Anonim şirket, bir unvana sahip, esas sermayesi muay-

* Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Araştırma Görevlisi.

1. Hulusi ÇETİNOĞLU , "Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme", *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, 22 Mart 1991, Yıl: 26, Sayı:301, S.21.
2. Birol M., ÇAPANOĞLU "Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi İçin Gerekli Önlemler", *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Yıl:27, Sayı:313, Mart 1992, S.46.
3. Reha POROY, "Anonim Ortaklıkların Günümüzdeki Belli Başlı Sorunları ve Halka Açılma" *İktisat ve Maliye Dergisi*, C.17, No:1, Nisan 1970, S.21.

yen ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mamelekiyle mesul bulunan şirkettir"(M.269). Aynı maddenin 2. fıkrasında ayrıca ortakların sorumluluklarının, taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlı olduğu hükmü yer almaktadır.

Küçük ortaklar grubunun(TK'ya göre bu sayı en az 5 kişidir) veya bir aile işletmesinin kendi aralarında kurdukları AO'lara literatürde kışı (küçük, kapalı, aile) AO'ları denmektedir. Buna karşı, büyük sayıda tasarruf sahiplerinin(S.P.Kurulu'na göre bu sayı en az 250'dir) hisse senedi alarak katıldıkları AO'lara halka açık AO'lar adı verilmektedir. Halka açık AO tipi yeni bir buluş değildir. 17. YY. Avrupası kumpanyaları ile 19. YY.'ın ilk yarısında buharlı makinaların bulunması sonucu girişilen demir yolu yatırımlarını gerçekleştirmek için kurulan ortaklıklar halka açık AO'ların öncüleridir⁴.

AO'ların halka açık veya kapalı şeklindeki ayrımı sadece uygulamada olmayıp hukuken de sözkonusudur. Fransa, İngiltere ve ABD'de bu farka dayanan özel hükümler kabul edilmiştir⁵. Türkiye'de ise Sermaye Piyasası Kanunu(SPK) bu farka dayanmaktadır. SPK'ya göre halka açık AO, hisse senetleri halka arz olunan veya arz olunmuş sayılan anonim ortaklıklardır (SPK. m.3).

2. ANONİM ORTAKLIKLARDA HALKA AÇILMANIN GEREKLİLİĞİ

Halka açık AO'ların kurulmasında veya kapalı şirketlerin halka açılmasının gerekliliği konusunda varılan ortak nokta halka açılmanın ekonomik bir amaçla yapıldığıdır. Bu ekonomik amaç, genelde kalkınmanın gerektirdiği sermaye birikiminin sağlanması ve mülkiyetin adil dağılımının gerçekleştirilmesidir. Şirketler açısından halka açılmanın ekonomik amacı ise, yeni yatırımların veya çalışma sermayesi ihtiyacının karşılanmasında başvurulabilecek alternatif kaynaklardan birisi olmasıdır. Öz kaynak finansmanı, yabancı kaynakla finansmana göre firmalara önemli avantajlar sağlar. Öz kaynakla finansman işletmelerin hem finansman riskini azaltır hem de dış kaynak kullanma yani borçlanma kapasitelerini artırır⁶.

AO'ların halka açılmasının yukarıda belirtilen ekonomik amaçların yanı sıra kuruluşlara sağladığı başka yararlar da vardır ki bunları şöyle sıralayabiliriz⁷:

- Hisse senetlerine piyasa fiyatı oluşturması,
- Firma imajının güçlenmesi,
- Hisse senetlerinin likidite imkanı kazanması,
- Borsada işlem görme ile birlikte yeni pazarlara açılma ve yurt dışı kuruluşlarla ortak girişimlerde bulunma imkanının doğması,
- Firma denetiminin daha etkili hale gelmesi ve firma yönetiminde etkinliğin artması,
- İşletmeye ilişkin bilgilerin daha şeffaf ve doğru olmasının sağlanması,

4. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halk Sektörü**, Y.No: 116, Ankara 1975, S.17.

5. Reha POROY (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Güncelleştirilmiş 5. Bası, İstanbul 1993, S.207.

6. İstanbul Sanayi Odası, "Sanayinin Halka Açılması" Panel, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Yıl:25, Sayı: 293, 22 Temmuz 1990, S.35.

7. Atilla GÖNENLİ, "Halka Açılma", **İstanbul Üniv. İşletme Fak. Muhasebe Enst. Dergisi**, C.3, No: 8, Mayıs 1977, S.10. ve Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5. Bası, İstanbul Üniv. İşletme Fak. Muhasebe Enst. Y.No: 56, İstanbul, S.643. **IMKB, Halka arz ve Borsa'da İşlem Görme**, Şubat 1995, S.2.

- Vergi istisnalarından yararlanması,
- Profesyonel yönetim anlayışına kavuşmasıdır.

Halka açılma Türkiye'de kurumlaşmanın sağlanması açısından da önemlidir. Çünkü; Türkiye'de mevcut işletmelerin % 95'i küçük ölçekli girişimlerdir ve büyük ölçekli işletmeler ise henüz kendi özel kültürlerine ve kurumsal bir yapıya sahip değildirler. Kurumsallaşmada şirketlerin geçirecekleri aşamaların ilki halka açılma, daha sonra yönetimin profesyonelleşmesi ve güçlü bir örgüt yapısının oluşturulmasıdır⁸.

3. ANONİM ORTAKLIKLARDA HALKA AÇILMAYI ENGELLEYEN UNSURLAR

Yukarıda açıklandığı gibi halka açılmanın AO'lara bir çok yararları bulunmaktadır. Ancak bazı unsurlar vardır ki bunlar kapalı şirketlerin halka açılmasını engellemekte, halka açılma sürecini geciktirmektedir. Genel olarak bu unsurları şöyle sıralayabiliriz⁹:

- a) Şirket ortaklarının, yönetim ya da denetim hakkını yabancılara kaptırmak istememesi,
- b) Çok sayıda ortakla uğraşmanın kurucuların gözünde büyüyen bir sorun olması,
- c) İlk defa menkul değer ihraç edecek şirketlere yönelecek tasarrufların sürekli ve yeterli olmaması,
- d) Halka menkul değer ihraç etmenin maliyetinin büyük olması,
- e) İkame değerine varmamış hisse fiyatlarıyla halka açılmanın zararına satış gibi düşünülmesi,
- f) Örgütlenmemiş sermaye piyasasının yapısı,
- g) Şirketlerle ilgili bilgilerin kamuoyuna açıklanması.

Yukarıdaki unsurlar bütün ülkelerde genellikle kabul edilmiş olan ve halka açılmayı engelleyen unsurlardır. Türkiye'de ise elbette bu unsurlar etkili olmuştur. Ancak bunun yanı sıra başka faktörler de bulunmaktadır.

Türkiye'de AO'ların halka açılmasını engelleyen faktörlerden ilk akla geleni uygulanan ekonomik politikalardır. Türkiye'de uygulanan sanayileşme politikaları uzun yıllar halka açılmayı teşvik etmekten uzak kalmıştır. Türkiye'de 1950'lere kadar devletçi bir anlayış vardı. 1950'den sonra özel teşebbüsü destekleyici, koruyucu ve geliştirici politikalar uygulandı. Yalnız bu dönemde de sermaye piyasası geliştirilemedi¹⁰. Ayrıca ekonomik konjonktürün elverişli olması, dış rekabete kapalı sanayileşme ve negatif reel faiz politikasının sonucu olarak banka kredileri ağırlıklı borçlanmanın avantajlı olması şirketlerin yüksek karlara ve borçlanma ağırlıklı yatırım verimliliklerine ulaşmalarını sağlamış ve halka açılmayı engellemiştir¹¹.

8. Kurumsallaşma konusunda daha fazla bilgi için bakınız: İter AKAT, Turan ATILGAN, Sanayi İşletmelerinde Kurumsallaşma ve Şirket Kültürü, TOBB, Ekonomik ve Sosyal Sorunlar - Çözüm önerileri Dizisi : 4, Genel Yayın No: 226, Ankara 1992.

9. Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası - Borsa - Menkul Kıymetler, 2. Baskı, S.88. ve Nurhan AYDIN, "Şirketlerde Halka Açılma ve Halka Açılmanın Türkiye Açısından Önemi", Eskişehir Anadolu Üniv. İ.I.B.F. Dergisi, C.VII, Sayı:1, Haziran 1989, S.320.

10. Ekonomik Bülten, Rehber Kaynak Dergi, 20-26 Ağustos 1990, S.4.

11. Akın İLKİN, "Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye etkileri", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl:22, no: 259, Eylül 1987, S.11.

Uygulanan bu ekonomik politikaların sonucunda genel olarak AO'lar, ya aile şirketleri ya da küçük sermayeli AO'lar olarak kurulmuşlardır. 1980'den sonra ise ekonomide dışa açılma politikasının ağırlığı hissedilmiş, Ortak Pazar'a girmek, batı ekonomileri ile daha geniş anlamda entegre olmak hedef olarak belirlenmiştir. Nitekim bu hedefe ulaşmanın yollarından birisinin sermaye piyasası kanalıyla halka açılmak olduğu anlaşılmıştır.

Türkiye'de halka açılmayı geciktiren nedenlerden bir diğeri ise; halka açılmanın ilk örneklerinin başarısız ve "skandalla" sonuçlanmış olmasıdır. Bu anlamda ilk ve en önemli örnek ünlü HASTAŞ olayıdır. 1960'lardaki bu girişimin başarısız olması toplumda halka açılmaya karşı bir isteksizlik oluşturmuştur¹². Türkiye'de halka açılmanın gecikmesinde arz cephesiyle ilgili başlıca etkenler şöyledir¹³: Türk özel sektöründeki şirketlerin büyük bölümünün aile şirketleri olması; profesyonel yöneticilik anlayışının tam anlamıyla gelişmemiş olması; yasal prosedürün oluşmasındaki gecikmelerdir. Ayrıca mali etkenlerin de halk üzerinde caydırıcı etkisi olmuştur. Şöyleki; gerçek değerine ulaşmamış hisse fiyatlarıyla halka açılmanın zararına satış olarak düşünülmesi, sermaye artışı sebebiyle hisse senedi çıkarılmasının hisse başına geliri sulandırma etkisi, pay senedi ihraç giderleri, emisyon primlerinin gelir vergisi kesintisine tabi olması gibi¹⁴.

Halka açılmayı geciktirici talep yönlü etkenlerin başlıcaları ise¹⁵: Hisse senedi getirilerin enflasyonist koşulların da olumsuz etkisiyle düşük düzeyde gerçekleşmesi ve alternatif yatırım alanlarının görece avantajlı olması; Menkul Kıymetler Borsasının geç kurulması; borsa aracılarının hizmet arzındaki yetersizlikler; lot altı satışların kısa zaman öncesine kadar mümkün olmaması; hisse senetlerinin alınıp satılabildiği ikincil piyasanın eksikliklerinden doğan likidite sorunudur.

Türkiye'de halka açılmayı geciktiren bir diğer önemli faktör de kamuyu aydınlatma ve bağımsız dış denetimdir. Kamuyu aydınlatma, işletmeye ilişkin ticari sınırlar dışındaki her türlü bilginin eksiksiz ve doğru olarak halka sunulması, işletmenin sanki "camdan bir evde oturması" dir. Türkiye'de kamuyu aydınlatmaya yönelik hukuki düzenlemelerin ve en önemli finansal bilgi kaynağı olan mali tabloların güvenilirliğini pekiştiren bağımsız dış denetimin oluşumundaki gecikmeler de halka açılma üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Türk sermaye piyasasında bağımsız dış denetim, yasal olarak 1987 yılında S.P.Kurulu tarafından yayımlanan bir yönetmelik ile başlamıştır. Muhasebe ve denetim mesleği ile ilgili 3568 sayılı yasa ise Haziran 1989'da yayımlanabilmiştir.

4. TÜRKİYE'DE ANONİM ORTAKLIKLARIN HALKA AÇILMASI

Türkiye'de AO'ların halka açılması yönündeki gelişmeler üç farklı dönem halinde incelenebilir: İlki, 1970'li yıllarda yaşanan halka açılma deneyimleri; ikincisi 1981 yılında SPK kabul edildikten sonra yaşanan gelişmeler ve üçüncüsü de 1990'dan sonraki dönemdir.

4.1. 1970'li Yıllardaki Halka Açılma Deneyimleri

1970'li yıllarda sermaye piyasasının oluşup gelişebilmesi için gerekli koşulların kısmen var olması (Ekonomideki iç birikim düzeyinin yükselmesi, özel ve kamu işletmelerinin uzun süreli fon gereksinmelerinin artması gibi), Türkiye Sınai Kalkınma Bankasının

12. Bu konuda daha fazla bilgi için bakınız: **Kapital**, Yıl: 5, Sayı: 53, Nisan 1990, S. 12-13.

13. A.g.e., S.14.

14. AKGÜÇ, A.g.e., S. 602.

15. Adalet DEMİRÇELİK, "Halka açılma Deneyimleri", S.P.Kurulu Araştırma Raporu, Rapor No: AGD/8630, Ankara, Aralık 1986, S.16.

aracılık fonksiyonu yerine getirmeye yönelik faaliyetleri ve 1970'li yıllarda başlayan ve Türk ekonomisini de olumsuz yönde etkileyen ekonomik gelişmeler şirketlerin finansman gereksinmelerini halka hisse senetlerini satarak karşılamalarına yol açmıştır¹⁶. Özellikle 1970-1974 döneminde bu girişimler belli bir hız kazanmıştır. Bu dönemde halka açılma teşebbüslerinin bazıları başarılı sonuçlar yaratırken, bazı deneyimler de uzun süre kar payı vermeme ve sermayenin kaybı gibi başarısızlıklarla sonuçlanmıştır¹⁷.

1970'li yıllarda mevcut mevzuat ve vergi uygulamasının şirketlerin halka açılmayı zorlaştırıcı hükümlere sahip olması şirketlerin, normal hisse senedi satışı yerine holding veya benzeri ara kuruluşların halka açılması; farklı statüye sahip hisse senedi ihracı yolu ile halka açılma gibi ara yollara başvurmalarına yol açmıştır¹⁸. 1970'li yıllarda Türkiye'de 4.000'i aşkın AO'nun sadece bir kısmı halka açılmıştır¹⁹. Bu durumu aşağıdaki tabloda görmek mümkündür²⁰.

Tablo 1: 1972-77 Yılları Arası Hisse Senedi İhracı (Milyon TL)

1972 ----->	180
1973 ----->	800
1974 ----->	1.900
1975 ----->	700
1976 ----->	658
1977 ----->	418

Tablo 1'de görüleceği gibi 1974 yılından itibaren hisse senedi ihracında belirgin bir azalma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi ihracındaki bu azalmada, halka açılan şirketlerin enflasyon artışından olumsuz yönde etkilenmesi ve tahvil faizlerinin getirisinin daha yüksek olmasının önemli etkisi olmuştur. Ayrıca, 1970'li yılların sonunda ortaya çıkan bankerler de günün koşullarına uyarak tahvile ağırlık verince hisse senedi piyasasında bir durgunluk yaşanmıştır. 1980 yılına kadar (1975 yılı hariç) hisse senetlerinin gerçek getiri oranları negatif olmuştur²¹. Hisse senetlerinin gerçek getiri oranları ancak 1980'den sonra pozitif olup ayrıca önemli bir artış da göstermiştir.

4.2. 1982 Sonrasında Halka Açılmada Yaşanan Gelişmeler

1981 yılında kabul edilen ve 1982 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı SPK, AO'ların halka açılmasını düzenlemiştir. SPK'da halka açılma açısından iki ayrı şirket türü yer almaktadır. Bunlar: a) Menkul kıymetleri halka arz olunan anonim şirketler, b) Halka açık anonim şirketlerdir. Aslında genel anlamıyla baktığımızda menkul kıymetleri halka arz olunan AO'ların halka açık AO'ları da kapsadığını görürüz. Uygulamada halka açık şirketle, menkul kıymetleri halka arz olunan şirket arasında bir ayırım yapmak yerine, genellikle bu iki kavramın aynı anlamda kullanıldığı görülmektedir²². Halka açılma konusunda bizi asıl ilgilendiren husus, menkul kıymetlerin tamamı değil sadece hisse senetlerinin sözlü veya yazılı bir şekilde ve her çeşit yoldan halka arzedilmesidir.

16. İLKIN, A.g.m., S.11.

17. DEMİRÇELİK, A.g.e., S.2.

18. GÖNENLİ, A.g.m., S.2.

19. GÖNENLİ, A.g.m., S. 10.

20. DEMİRÇELİK, A.g.e., S.8.

21. Sermaye Piyasası Kurulu, Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler (OECD-SPK Konferansında Sunulan Tebliğler), 30 Haziran, 5 Temmuz 1985, Çeşme - İzmir, S.P.Kurulu Yayınları, Y.No:6, S.44.

22. AYDIN, A.g.m, S. 314.

1980'den sonra yaşanan ekonomik gelişmelerin zorlamasının sonucu halka açılmanın bir ihtiyaç olarak hissedilmesinin yanısıra sermaye piyasasının oluşturulmasına ve geliştirilmesine yönelik düzenlemeler AO'ların halka açılmasını teşvik etmiştir. Sermaye piyasasında yaşanan başlıca gelişmeler şöyle özetlenebilir: 1981 yılında SPK kabul edilmiştir; 1982 yılında S.P.Kurulu çalışmaya başlamıştır; 1986'da İMKB'nin açılması Türkiye'de sermaye piyasasının kurulmasında büyük etken olarak görülen ikincil piyasanın oluşturulmasına olanak sağlamıştır; 1989 yılı içerisinde yayınlanan ve yabancıların borsada yatırım yapmalarını kolaylaştıran 32 sayılı Kararın da borsanın gelişmesi üzerinde olumlu etkileri olmuştur²³. 1987 yılında ise vergiye ilişkin sorunlarının çözülmesiyle bankaların bünyesinde kurulan yatırım fonlarının sayısı hızlı bir artış göstermiştir. 1988 yılında sermaye piyasasında yaşanan diğer bir gelişme ise kamu kuruluşlarının ve özel kuruluşlardaki kamu iştiraklerinin halka satışlarıdır. İlk özelleştirme Teletaş'la başlamıştır. Daha sonra sekiz bağlı ortaklık ve altı iştirak özelleştirilmiştir²⁴.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişimi ile ilgili aşamalardan birisi de Yeniden Değerleme Yasasıdır. Türkiye'de ilk kez 1982 yılında yapılan ve 1984 yılından itibaren de süreklilik kazanan yeniden değerlemenin sermaye piyasası ile olan ilişkisi: yeniden değerlendirme sonunda elde edilcek kıymet artışının bir fonda toplanarak bilançoların pasifinde gösterilmesi ve istendiği anda bu fonun şirket sermayesine ilave edilmesi yöntemi ile yeni hisse senetleri çıkarılarak ortaklara bedelsiz arz edilebilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple 1983 yılında hisse senetlerinde yeniden değerlendirme yoluyla yüksek oranda artış olduğu gözlenmiştir.

1982 yılından sonra verilen hisse senedi ihraç izinleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: 2 Hisse Senedi İhraç İzinleri (Milyar TL)

YILLAR	NAKİT ARTIRIM	DEĞER ARTIRIM*	TOPLAM
1982	9,0	-	9,0
1983	34,7	20,0	54,7
1984	63,8	62,5	126,3
1985	96,4	57,4	153,8
1986	102,0	81,2	183,2
1987	187,2	118,8	306,0
1988	364,5	372,9	737,4
1989	966,7	666,7	1.633,4
1990	1.807,0	1.498,4	3.305,4
1991	3.606,9	2.617,7	6.224,6

(*) Yeniden değerlendirme fonu, ihtiyari ve fevkalade yedek akçelerin, gayri menkul satış karlarının ve iştirakler değer artış fonlarının sermayeye ilavesinden oluşmaktadır.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Yıllık Rapor, 1989, S.66.
Sermaye Piyasası Kurulu, Yıllık Rapor, 1991, S.67.
HDTM, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Mayıs -Haziran 1993, S.161.

Bu tabloda yer alan rakamlar özel sektöre ait hisse senedi ihraç izinleri olup bu hisselerin çok az bir kısmı halka arz edilmek üzere ihraç edilmiştir. Tablo 2'de görülebileceği gibi hisse senedi ihraçları 1982 yılından itibaren bir trend halinde artış göstermiştir.

23. ISO, A.g.e., S. 37.

24. A.g.e., S. 26.

4.3. 1990 Sonrasında Halka Açılmada Yaşanan Gelişmeler

AO'ların halka açılması açısından 1990 yılı, 1973 yılından sonraki ikinci önemli canlanmanın yaşandığı yıldır. 1990 yılından itibaren sermaye piyasasının arz cephesinde büyük bir artış görülmüştür.

Bu dönemde, hisse senedi ihraç ettikleri için S.P.Kurulu kaydına giren AO sayısı şöyledir²⁵:

1988 -----	673
1989 -----	698
1990 -----	739
1991 -----	758
1992 -----	779
1993-----	815
1994-----	845

Ancak bu şirketlerin bir kısmı hisse senetlerini halka arz etmiştir. 1990 yılından sonra hisse senetlerini halka arzeden şirketlere ilişkin bilgileri aşağıdaki tablodan görmek mümkündür.

Tablo: 3 Yıllar İtibariyle Verilen Halka Açılma İzinleri (Milyon TL)

	Şirket Sayısı	İzin alınan Nominal Değer	Satışın Gerçekleştiği Nominal Değer
1990	33	757.661,1	312.285,8
1991	21	164.257,8	63.428,6
1992	9	75.285,5	51.221,6
1993	14	145.980,0	125.760,3
1994	20	627.305,0	430.419,0

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, Yıllık Rapor, 1991, S.28.
Capital Markets Board, Annual Report, 1994, S.16.

Tablo 3'ü değerlendirirken bu rakamların özel kesim ve kamu kesimi halka açılmalarının toplamı olduğunu dikkate almak gerekir. Örneğin; 1990 yılında halka açılan şirketlerin %82,9'u kamu tarafından özelleştirilen şirketler oluşturmaktadır. Bu oran 1991 yılında % 46'ya düşmüştür.

1991 yılında, halka açılan AO'ların yaklaşık % 50'si sermayesi 500 Milyon TL.den az olan şirketlere ait olmasını, şirketlerin yeterli olmayan sermayelerini artırmak için halka arz yolunu tercih ettikleri şeklinde yorumlayabiliriz²⁶. Mayıs 1993 itibariyle halka açılan 825 AO'nun sektörel dağılımı ise şöyledir²⁷: Ticaret Şirketleri 330, Gıda 112, Tekstil 107, Yatırım Şirketleri 101, Makine Montaj 95, Maden 80 adettir.

Sektörler ile ilgili rakamlar bize sanayi şirketlerinden daha ziyade ticaret şirketlerinin halka açılmaya daha çabuk ısındıklarını göstermektedir. Ancak özellikle daha yoğun öz sermaye gerektiren sanayi kuruluşlarının halka açılması daha önemlidir. 1991 yılında, Tür-

25. Capital Markets Board Annual Report, 1994, S.23.

26. S.P.Kurulu, Yıllık Rapor, 1991, S.75.

27. Hürriyet, 12 Mayıs 1993, S.8.

kiye'deki 500 büyük sanayi kuruluşu üzerinde halka açılmaya ilişkin yapılan bir araştırmada²⁸: Özel kuruluşların önemli bir oranının halka açılma tecrübesi yaşadığı saptanmıştır. Bu oran sayıca düşükse de (1990'da 409 şirket'den 60'ı halka açıktır) öz sermaye açısından % 50'nin üzerindedir. Öncelikle büyük kuruluşlar halka açılmıştır.

Aşağıdaki 4 ve 5 no'lu tablolar da ise 1990-1995 (İlk 6 ay) döneminde halka açılıp İMKB'de işlem gören AO'larla ilgili veriler yer almaktadır. Söz konusu tabloları değerlendirirken, bir şirketin halka açık AO sayılabilmesi için İMKB'de işlem görmesinin şart olmadığını dikkate almak gerekir.

Tablo: 4 Yıllar İtibariyle Halka Açılan Şirket Sayısı (İMKB'de İşlem Gören)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (İlk 6 Ay)
Halka Açılan Şirket Sayısı	35	24	13	16	25	22
Ortağın Hisse Satışı Yoluyla	33	20	9	12	17	5
Özelleştirme Yoluyla	(5)	(10)	-	(2)	-	-
Sermaye Artırımı Yoluyla	2	4	4	4	8	17

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü²⁹.

Tablo: 5 Yıllar İtibariyle Halka Açılma Yoluyla Toplanan Fonlar(Milyar TL)

Yıllar	1990*	1991*	1992*	1993	1994	1995 (İlk 6 Ay)
Ortağın Hisse Satışı Yoluyla	2.315	828	555	1.363	5.393	4.202
Sermaye Artırımı Yoluyla	215	623	88	351	2.291	4.473
Toplam	2.530	1.451	643	1.714	7.684	8.675

(*): 1990-1992 arası değerler, satışa arz edilen hisse senetlerinin toplam satış değerleridir (Milyar TL.).

Kaynak: İMKB Kotasyon Müdürlüğü.

Tablo 4 ve 5 incelendiğinde, 1990'dan sonra Borsanın hızlı çıkışı sırasında artan, Körfez savaşı sırasında yavaşlayan halka açılmalar 1993 yılında patlama yapmıştır. Hatta talep o kadar yoğun olmuştur ki, noter huzurunda kur'a çekimi gibi ilginç olaylar yaşanmıştır.

28. Özer ERTUNA , "500 Büyük Sanayi Kuruluşunda Halka Açılma", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl: 26, Sayı: 307, 22 Eylül 1991, Ss. 37-41.

29. _____, "Halka Açılma - Borsa'da İşlem Görme ve 1995 Yılı İlk 6 Ayında Borsa'da Yaşanan Gelişmeler", (İMKB Kotasyon Müdürlüğünce Hazırlanmıştır), İşletme ve Finans, Sayı: 113, Ağustos 1995, S.15.

tır³⁰. 1993 yılı sonuna kadar şirketlerin genellikle mevcut ortakları halka arz yoluyla fon toplamıştır. 1994 yılından itibaren esermaye artırımı yoluyla doğrudan şirketler fon temin etmişlerdir.

Halka açılmada yaşanan bu olumlu gelişmede, 1993 yılı sonuna kadar geçerli olan Kurumlar Vergisi Kanunu'ndaki "İştirak Hissesi Satış Kârı İstisnası" ile hisse senedi yatırımlarının hem arz hem de talep yönlü teşviki amacıyla getirilen düzenlemelerin önemli rolü vardır³¹. Söz konusu düzenlemelerin başlıcaları: A Tipi Yatırım Fonları ve A Tipi Yatırım Ortaklıkları gibi yeni araçlar ve bunlara getirilen vergi teşvikleri, halka arzda satış yöntemlerine ilişkin düzenlemeler, kamunun aydınlatılması ve yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemelerdir.

1994 yılında ise ekonomik kriz yaşanmasına rağmen, hisse senetleri ihracındaki artış daha hızlı olmuştur. Bu gelişme de alternatif finansman kaynaklarının daha pahalı olmasının önemli etkisi vardır. 1995 yılında ise devlet borçlarının özel sektör borçlanmasını sınırlaması ve özel sektörün sabit getirili menkul kıymet ihraç etmesindeki güçlükler, kredi faizlerinin yüksekliği, özel sektörü halka açılmaya teşvik etmiştir³². Ayrıca Mayıs 1995'de yürürlüğe giren yeni düzenlemeler ile "emiyon primlerinin" kurumlar vergisinden muaf tutulması da sermaye artırımı yoluyla halka açılma yöntemine ilave katkı sağlamıştır. Yine son düzenlemeler ile "iştirak hisselerinin satışından "elde edilecek kârların vergi dışı bırakılması, halka açılmada mevcut ortakların hisse satışını gündeme getirmektedir³³.

Türkiye'de AO'ların halka açılmasında yaşanan diğer bir gelişme ise; AO'ların halka açılma oranlarında nispi bir artış gözlenmesidir. Şöyleki; 1990'lı yıllarda düşünülen oran sermayenin yaklaşık % 15'i iken³⁴, 1995 yılında ortalama % 30 (İMKB'de hisse senetleri işlem gören 183 şirketin halka açıklık oranı aritmetik ortalaması) olmuştur³⁵.

Türkiye'deki AO'larda halka açılmanın uygulama yönünü böylece özetledikten sonra, halka açılmada hukuki düzenlemeler açısından yaşanan gelişmeler ana hatlarıyla aşağıda incelenecektir.

5. TÜRKİYE'DE ANONİM ORTAKLIKLARIN HALKA AÇILMASININ HUKUKİ YÖNÜ

Türk hukuk sistemimizde hisse senetleri ve bunların halka arz edilmesi ile ilgili düzenlemeler başlıca iki kanunda yer almaktadır. Bunlar: TK ve SPK'dır. Ancak, SPK özel kanun niteliğinde olduğu için aynı konuda bir hükmün varlığı halinde SPK'daki hüküm öncelik kazanmaktadır³⁶.

30. Milliyet, 24.8.1994, S.10.

31. Mehmet SAMİ, "Halka Arz Kültürünün Oluşumu", Finans Dünyası, Haziran 1995, S. 82.

32. A.g.m., S.83.

33. _____, "Halka Açılma- Borsa'da...", A.g.m., S.16.

34. A.g.m., S.39.

35. Capital Guide 17, Borsa Şirketleri Yıllığı' 95, Haziran 1995 den yararlanarak hesaplanmıştır.

36. Ünal TEKİNALP, "Sermaye Piyasası Kanununa Göre 'Menkul Kıymetleri Halka Arz Eden Anonim Ortaklık' İle 'Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklık' Farklılığı ve Sonuçları", İktisat ve Maliye Dergisi, Cilt: 28, Sayı: 7, Ekim 1981, S.305.

5.1. Türk Ticaret Kanunu'nda Halka Açılma

1957 yılında yürürlüğe giren TK, İsviçre Borçlar Kanunu'nu kaynak olarak almış olup ticaret hukuku düzenlemeleri kapalı şirket yönetimi ve sermaye yapısı anlayışına dayalı olduğu için halka açılmayı kolaylaştırıcı hükümlere rastlanmamaktadır³⁷. SPK'ya tabi olmayan AO'ların hisse senedi ihracı TK hükümlerine göre olup, bir AO'nun hisse senedi çıkarması için gerekli şartlar şunlardır³⁸:

- Hisse senetleri AO'larca çıkartılabilir.
- Hisse senetleri ancak ortaklığın tescilinden sonra yani şirketin tüzel kişilik kazanmasından sonra çıkarılabilir.
- Hisse senetleri, itibari kıymetleri en az 500 TL. olmak üzere çıkarılabilir. Ancak, hisse senetlerinin 500 TL'den daha yüksek bir itibari kıymete sahip olması isteniyorsa bu kıymet ancak yüzer lira olarak artırılabilir.
- İtibari kıymetlerden aşağı bir bedel ile hisse senedi çıkarılamaz.
- Bir hisse senedinin birden fazla sahibi bulunabilir.
- Hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak çıkarılabilir. Hamiline hisse senedi çıkarılabilmesi için bu tür hisse senetlerinin çıkarılacağına dair şirket esas sözleşmesinde açık bir hüküm bulunması ve bu pay bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekir.
- Hisse senetlerinde şirketin unvanını, esas sermaye miktarını ve tescil tarihini, senedin nevi ve itibari kıymetini içermesi ve şirketin namına imza etmeye yetkili olanlardan en az iki kişi tarafından imza edilmiş olması şarttır. Nama yazılı hisse senetlerinde ise ayrıca, sahiplerinin ad ve soyadlarının, ikametgahlarının ve senet karşılığında ödemiş oldukları miktarında gösterilmesi gerekir.
- Çıkarılan bütün hisse senetlerinin aynı değerinde olması gerekmez. Bir AO için bir kaç itibari kıymette hisse senedi çıkarılabilir.

TK'ya göre bir AO kuruluşta veya sonradan sermayesini artırmak yoluyla halka açılabilir: a) Kuruluşta Halka Açılma: Kuruluşta tedrici kuruluş yönteminden yararlanılıyor. Tedrici yöntem ise belirli şekil şartlarına uymayı gerektirmektedir. Ani kuruluş yöntemine göre de bir AO kurulabilir ve daha sonra pay senetlerini halka arz edebilir. b) Sermaye Artırımında Halka Açılma: Ya doğrudan doğruya artırılan sermaye halka sunulur ya da sermaye artırımını sırasında bir kişi payları alır sonra halka satar ki bu suretle aracılık vazifesini görür³⁹.

Genellikle, TK sistemi içerisinde sermaye artırımını yoluyla halka açılma tercih edilen bir yoldur. Çünkü yeni kurulan bir şirketten ziyade kurulmuş olan bir şirketin güncel durumu ve geleceği hakkında yatırımcıların değerlendirme yapması daha kolaydır. Ayrıca formalitelerin daha az olması da sermaye artırımında halka açılmayı teşvik etmektedir. Ayrıca TK, azınlık haklarını güvence altına alarak küçük tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine yönelmelerini de sağlamaya çalışmıştır.

37. GÖNENLİ, A.g.m., S.4.

38. Efdal ERTETİK , "Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Menkul Kıymetlerin İhracı (1)", Vergi Dünyası, Sayı: 75, Kasım 1987, S.58.

39 . A.g.e., S.30.

Haziran 1995'de yürürlüğe giren ve TK ile ilgili yeni düzenlemeler getiren 559 sayılı Kanun Hükmünde Kararname⁴⁰ özellikle kapalı ve hisseleri nama yazılı olan AO'lar için uygulama alanı bulabilecek niteliktedir. TK'nın dışında, vergi kanunlarında yer alan halka açılmaya ilişkin düzenlemeler de hem halka açılmayı düşünen şirketler hem de yatırımcılar açısından önemlidir.

5.2. Vergi Kanunlarında Halka Açılma

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 25. maddesi 3946 sayılı Kanunla değiştirilmeden önce halka açık AO'lar için belirli ölçüler (ortak sayısı, sermaye payı gibi) getirmişti. Bu maddeye dayanarak Bakanlar Kurulu Kararı ile halka açık AO' larda kurum kazancı üzerinden alınan vergi oranı % 46'dan, % 30'lara kadar indirilmekte idi. Böylece halka açılma teşvik edilmek istenmekteydi.

3946 sayılı Kanunla halka açık AO tanımı yeniden yapılmıştır. Buna göre; SPK'ya göre S.P.Kurulu'nca halka açık sayılan anonim şirket olduğu kabul edilen şirketler, halka açık AO sayılmıştır. Ancak bu şirketlerin halka arzedilen hisse senetlerinin, nominal sermayesine oranının en az % 15 olması şarttır. Bakanlar Kurulu bu oranı 6 ay önce ilân etmek şartıyla % 40'a kadar yükseltebilecektir. Ayrıca bu % 15 şartı hesap döneminin tamamı süresince aranacaktır⁴¹. 50 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Tebliği ile de %15'ini elinde bulunduran pay sahiplerinin gerçek kişi olma şartı getirilmiştir. Ancak uygulamada hisse senetleri ister hamiline yazılı olsun ister nama yazılı olsun %15 gerçek kişi şartının sağlıklı bir şekilde tesbit etmek kolay değildir⁴².

Vergi Kanunlarındaki yeni düzenlemeler ile şirketlerin halka açık AO sayılması, G.V. Kanunu'nun 94. maddesinin 6/b bendi uyarınca yapılan tevkifat açısından önemlidir. Söz konusu tevkifat 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile halka açık AO sayılan kurumlar için %10, diğer kurumlar için ise %20 olarak belirlenmiştir.

5.3. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Halka Açılma

Sermaye piyasasında hisse senetlerinin halka arzı ile ilgili düzenlemeler SPK'da ve S.P.Kurulu'nun Seri I ile başlayan tebliğlerinde yer almaktadır. Ayrıca sermaye piyasasında duyulan ihtiyaç üzerine çıkarılan 3794 sayılı yeni sermaye piyasası kanununda da⁴³ halka açılmaya ilişkin düzenlemeler yer almaktadır.

5.3.1. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Tanımı

SPK, halka açık AO'lar için esas kıstas olarak ortak sayısını esas almıştır. Herhangi bir şekilde ortak sayısı 100 den fazla olan AO'ların hisse senetleri halka arz olunmuş AO sayarak halka açık AO'ları tanımlamıştır (SPK M.11). Ancak kanunda öngörülen ortak sayısı daha sonra artırılmış olup halka açık AO'ların en son tanımı şöyle yapılmaktadır (IV/11 Tebliğ Md.1-2)⁴⁴: "*Hisse senetleri halka arzedilmiş olan veya pay sahibi sayısının*

40. 7 Haziran 1995 Tarih ve 22326 sayılı R. Gazete.

41. Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Mevzuatı**, Üçüncü Baskı (1.7.1994 Tarihi İtibariyle), Ankara 1994, S.839.

42. Mehmet TAN, "Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunları Uygulamasında Halka açık Anonim Şirketlerin Tesbitindeki Sorun", **Yaklaşım**, Sayı:28, Nisan 1995, S.71.

43. 13 Mayıs 1992 Tarih ve 17643 Sayılı R.Gazetede Yayımlanan "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun".

44. 20 Temmuz 1995 Tarih ve 22349 Sayılı R. Gazete.

250' den fazla olduğu; yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, halka açık anonim ortaklıklar ve özel emeklilik ve tasarruf kuruluşları ile fonlarının sermayesine doğrudan veya dolaylı olarak tek başına ya da birlikte % 50 oranından fazla ortak olduğu, herhangi bir şekilde tesbit olunan anonim ortaklıkları”.

3794 sayılı Kanun ise halka arzı; sermaye piyasası araçlarının yani menkul kıymetlerin satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir AO'ya katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini, halka açık AO'ların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmek olarak tanımlamıştır. Ayrıca 3794 sayılı Kanun halka açık AO'ları sermaye yönünden ikiye ayırmaktadır. Bunlar: Kayıtlı sermaye sistemine tabi AO'lar ve esas sermaye sistemine tabi AO'lardır.

S.P.Kurulunun, ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerini halka arzetmelerine ilişkin esasları düzenleyen Seri I No: 14 Tebliği ise halka açık AO'lar için; “Halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın en az %15 ve fazlası veya tutar olarak en az 100 milyon TL ve fazlası olması” (Md. 4) şartını getirmektedir.

5.3.2. Halka Açılma Yöntemleri ve Halka Açılma Esasları

Türkiye’de AO’ların başlıca halka açılma yolları litedatürde şöyle sıralanmaktadır⁴⁵:

- a) Doğrudan doğruya halka açık şirketlerin kurulması,
- b) Kapalı şirketlerin halka açılması,
- c) Holdingleşme yoluyla halka açılma,
- d) Halka açık şirketlerin sermaye artırımlarıdır.

Uygulamada ise esas olarak kullanılan iki yöntem bulunmaktadır: Birincisi, mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arzetmeleri (Seri I, No: 14 Tebliği ile düzenlenmiştir); ikincisi ise, sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzıdır (Seri I, No: 13 Tebliği ile düzenlenmiştir)⁴⁶.

Halka açılmanın gerek şirket açısından gerekse ekonomi açısından en fazla yararlı olan şekli şirketlerin ikinci yolla halka açılmalarıdır. Çünkü birinci yöntemde hisse senetlerinin nominal bedelinin üzerinde satış nedeniyle oluşacak primler hisse senetlerini ihraç eden şirkete değil, hisse senetlerini halka arzetmiş olan gerçek ve tüzel kişi ortağa ait olmaktadır. Gerçi ortağın tüzel kişi olması veya holding yoluyla halka açılma işleminin yapılması bu sakıncayı kısmen hafifletmektedir⁴⁷. Türkiye’de 1990-1994 (Haziran) döneminde gerçekleştirilen 94 halka açılma işleminden 79’u portföyden satış yöntemine göre, 15’i ise sermaye artırımı yoluyla gerçekleşmiştir. Şirketlerin birinci yöntemi tercih etmelerinde sağlanan vergi avantajlarının ve toplanan fonun serbest olarak kullanılabilmesinin de önemli rolü vardır⁴⁸.

Hisse senetlerini halka arzetmek isteyen bir AO’nun S.P.Kuru’lunun tebliğlerle düzenlemiş olduğu birtakım formaliteleri yerine getirmesi gerekmektedir. Halka açılmanın esasları diyebileceğimiz bu aşamaları şöyle sıralayabiliriz⁴⁹:

45. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim Yayınları No: 1, Ocak 1995, S.58.

46. İMKB, Halka Arz ..., A.g.e., S.3.

47. Yavuz AKBULAK, “Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma”, Bankacılar, Sayı: 15, Haziran 1995, S. 55.

48. AKBULAK, A.g.m., Ss.56-58.

49. İMKB, Sermaye Piyasası..., A.g.e., Ss.58-59 ; İMKB, Halka Arz..., A.g.e., S.4.

- Halka arzedilecek hisse senetleri Seri I, No: 4 Tebliği'ne uygun olarak düzenlendikten sonra ilgili ortaklığın yönetim kurulunca bu konuda karar alınmalıdır.

- Yetkili aracı kuruluşlar ile ortak veya ortaklar arasında aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanması gereklidir.

- Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına dair başvuru ilgili aracı kuruluş tarafından yapılır. Başvuru dilekçesi ve ekindeki belgeler yetkili kişilerce imzalanmış olmalıdır.

- Kurul başvuruları en çok otuz gün içinde sonuçlandırır. Kurul başvuruyu inceler ve halka arz yoluyla satılacak hisse senetlerini kayda alır.

- Kurulca onaylanmış izahname ve kayıt belgesi 15 gün içerisinde ortaklık merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicili'ne tescil ve Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir. İzahnamenin tescilini takiben(Kurul kaydına ilk kez alınıyorsa bir hafta içinde) günlük gazetelerde ilan edilir.

- Sirkülerin ilk ilan edildiği tarihten itibaren bir haftayı geçmemek üzere, izahnamede belirtilen satış yöntemine uygun olarak hisse senedi satış işlemine başlanır.

- Satış işlemleri yetkili aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Bu kuruluşlar tüm halka arz işlemleri boyunca ve sonrasında yapılacak olan mevzuat uyarınca belirlenen hizmetleri yerine getirirler. Satış işlemi tamamlanınca tescil ve ilan için gerekli işlemler yapılır.

5.3.3. Anonim Ortaklıkların Halka Açılmasına İlişkin Özellikler

SPK ve bu Kanunda değişiklikler yapan 3794 sayılı Kanun ve S.P.Kurulu tarafından çıkarılan tebliğlere göre halka açık AO'larla ilgili bilinmesi gereken başlıca temel özellikler özet olarak aşağıda açıklanmıştır. Bunlar:

a) Menkul kıymetlerin halka arzı için S.P.Kurulundan izin alınmalıdır(SPK M.4). Ancak 3794 sayılı Kanun ile ihraç ve halka arzda S.P.Kurulu izni kaldırılmış yerine "kayda alma" getirilmiştir(3794 S.K. M.4)⁵⁰. Bu durum şekil açısından yaklaşım farkını bizlere göstermektedir. Buna göre; S.P.Kurulu, yapılan başvuruları izahname ve sirkülerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetleriyle ilgili mevzuatın öngördüğü ve gerekli görülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satılacak hisse senetlerini kayda alır(I/13 Teb. M.4). Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C.Merkez Bankasınca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurul'a bilgi verilir.

b) Halka açık AO'ların Kurul kaydından çıkarılması: Halka açık AO'lardan, başvuru tarihinden itibaren geçmiş iki yıl içerisinde veya geçmiş iki olağan genel kurulda devamlı olarak ortak sayısının 175'in altında olduğunu; tespit ettirenler başvuru halinde Kurul kaydından çıkarılabilirler. Ayrıca başvuru tarihinden itibaren geçmiş iki yıllık mali tablolarında aktif toplamı 2 milyar TL.'nin altında kaldığını Yeminli Mali Müşavir Raporu ile tespit ettiren AO'lar da Kurul kaydından çıkarılabilirler. Bu ortaklıklar, ortak sayısının 250 veya aktif toplamının 2 milyar TL.'yi aşması hallerinde bu durumun öğrenildiği tarihten

50. Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına yönelik ayrıntılar Kurulun I/13 Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu Tebliğ; 14 Temmuz 1992 Tarih ve 21284 sayılı R.Gazetede yayımlanmıştır.

itibaren 30 gün içerisinde Kurul'a bildirimde bulunmak zorundadırlar(IV/9 ve IV/12 Tebliğler).

c) S.P.Kurulu tarafından tesbit olunan miktardan aşağı olmamak üzere belirlenen birinci temettü oranı, esas sözleşmede belirtilmelidir(SPK M.15). Halka açık AO'ların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net kârından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir karın yarısından az olamaz. Hisse senetleri Borsada işlem gören anonim ortaklıklar, yukarıdaki esaslara göre hesaplanan birinci temettüü nakden ve /veya hisse senedi biçiminde dağıtma konusunda serbesttirler. Kurul, bu ortaklıklardan gerekli gördüklerine birinci temettüü nakden dağıtılması zorunluluğu getirebilir. Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyenler; birinci temettüü nakden dağıtmak zorundadırlar. Temettü dağıtımı ortaklıklarca, hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır (Seri IV/15 Teb. Md.1-2)⁵¹. Ancak, aktif toplamı 50 milyar TL.'yi aşmayan halka açık AO'larda birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan ; 50 milyar TL.'yi aşanlarda ise %5'den daha düşük olması halinde Kurul'un da uygun görmesi kaydıyla birinci temettü dağıtmayabilirler(IV/9 Teb.)⁵².

d) Halka açık AO'ların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurul'a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez(3794 S.K. M.13).

e) Hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil çıkarabilirler. Tahvillerin halka arzı için Kuruldan izin alındıktan sonra, mahkeme tasdiki, izahname ve sirkülerin yayımlanması işlemleri tamamlanmalıdır(SPK M.14).

f) Halka açık AO'lar Kuruldan izin almak şartıyla kayıtlı sermaye sistemine geçebilirler(SPK. M.12). Ancak Kuruldan izin alındıktan sonra esas sözleşmelerine bu konuda hüküm koymaları gerekmektedir(II/1 Teb. M.10). Bu sistemde AO, kayıtlı sermaye miktarı kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından TK'nın esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın sermaye artırabilir. Çıkarılan bu hisse senetleri satılarak bedelleri ödenmedikçe yenileri çıkarılamaz(3794 S.K. Değişik 4. fıkra). Kayıtlı sermayeli AO'ların başlangıç sermayesinin Kurul'ca belirlenecek miktardan az olmaması ve unvanlarında, kullandığı belgelerinde çıkarılmış sermaye miktarının gösterilmesi zorunludur(3794 S.K. M.12). Başlangıç sermayesini Kurul, 5 Milyar TL.olarak belirlemiştir(IV/7 Teb. M.3).

g) Halka açık bir AO'nun Borsaya kote olması: Halka açık AO'lar hisse senetlerinin İMKB'de işlem görebilmesi için Borsaya başvuruda bulunabilirler. İMKB Yönetmeliği'nin 9'uncu maddesi bir şirketin hisse senedinin borsa kotuna alınabilmesi için gerekli şartları düzenlemektedir. Ancak borsada hisse senetlerinin kote olması ile işlem görmesi farklıdır. Şöyleki; 27.12.1994 tarihi itibarıyla 1204 şirket hisse senedi İMKB'de kote iken sadece 169'u Ulusal Pazar'da aktif olarak işlem görmektedir⁵³. Ayrıca hisse senetlerinin Borsa'da işlem görebilmesi için Borsa Yönetim Kurulu'nun kararı gerekmektedir. Nitekim 1994 yılında S.P.Kurulu'nun izniyle hisse senetleri halka arz edilen bir inşaat şirketine ait hisse senetleri İMKB Yönetim Kurulu tarafından iki kez red edilmiştir⁵⁴.

51. 1 Kasım 1995 Tarih ve 22450 sayılı R. Gazete.

52. 20 Temmuz 1995 Tarih ve 22349 sayılı R. Gazete.

53. İMKB, Sermaye Piyasası..., A.g.e., S.110.

54. Milliyet 28 Temmuz 1994.

ğ) Vekaleten oy kullanma: Ortaklık genel kurullarında oy kullanma hakkına sahip olanlar, bu haklarını vekil tayin ettikleri pay sahipleri aracılığıyla veya ortaklık ana sözleşmesinde aksine hüküm bulunmadıkça pay sahibi olmayanlar aracılığıyla da kullanabilirler. Ancak hamiline yazılı hisse senetlerinin zilyetliğinin devri veya bunlara mutasarruf olduğunu gösteren belgelerin temlik yoluyla da genel hükümler çerçevesinde de oy kullanılabilir (IV/8 Teb. Md.4).

h) Oydan Yoksun Hisse Senedi (OYHS): Ortaklıkların sermaye artırımı ile ihraç edebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını sağlayan hisse senetleridir. OYHS'lerin nama yazılı olması ve itibari değerinin senette yer alması zorunludur (I/15 Teb. Md.4). OYHS, özellikle yönetimi kaybetmekten korktuğu için halka açılmaya soğuk bakan müteşebbisleri teşvik amacıyla çıkarılmış ancak uygulama alanı sınırlı kalmıştır.

i) Satış Yöntemleri: Kurul Seri VIII No: 22 "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" ile halk arasında "kapı aralığından halka açılma" olarak belirtilen uygulamaya son vermek istemiştir⁵⁵. Söz konusu Tebliğ ile üç ayrı çeşit hisse senedi satış yöntemi getirilmektedir. Bunlar:

- a) Talep toplama yöntemi,
- b) Talep toplamaksızın satış yöntemi,
- c) Borsada satış yöntemidir.

Borsada hisse senetleri işlem gören ortaklıklar (c) yöntemine göre; halka açılmak üzere hisse senedi satışı yapacak ortaklıklar ise (a) veya (c) yöntemlerinden birini seçecektir.

i) İştirak sınırı: Halka açık AO'ların başka ortaklık ve kuruluşlara iştirak şeklinde yatacakları kaynakların toplamı, öz sermayeleri tutarının % 50'sini aşamaz. Ayrıca halka açık AO'lar ile iştirakleri (%50'sinden fazlasına sahip oldukları); halka açık AO'nun sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan tüzel kişi ortakların, yönetim kurulu başkan ve üyelerin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı ayrı ya da birlikte % 25'inden fazlasına sahip oldukları ortaklıklara iştirak edemezler. Ayrıca karşılıklı iştirak yasağı da vardır (IV/ 13 Tebliğ)⁵⁶.

j) Halka açık AO'larda kamuyu aydınlatma ve bağımsız dış denetim: Yatırımcılar, tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirirken kararlarını bir çok faktöre bakarak verirler. Bu faktörlerden birisi de yatırım yapılacak şirketin mali bünyesi ve durumu hakkında yeterli ve doğru bilgi edinmektir. Bu tür bilgileri yatırımcılara şirketlerin sermaye piyasasına sundukları finansal tablolar ve bağımsız denetim raporları sağlar. Bağımsız dış denetim raporları, kamuyu aydınlatmanın araçlarından birisidir. Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların, yıllık mali tabloları sürekli denetlemeye tabidir. Ayrıca üçer aylık ara dönemler için ara bilanço ve gelir tablosu düzenleyecekler ve bunlardan altı aylık döneme ait olanlar bağımsız sınırlı denetlemeye tabidir (XIII/1 Teb. Md.5-7).

Hisse senetleri Borsada işlem görmeyen ve kayıtlı sermaye sistemi dışında hisse senetleri halka arzolan veya olunmuş sayılan ortaklıklardan, 5 milyar TL. ve daha fazla ödenmiş sermayeye sahip ortaklıkların düzenleyecekleri yıllık mali tablo ve raporları da sürekli denetlemeye tabidir. Sermaye artırımı veya mevcut payların ortaklarca halka satışı dolayısıyla hisse senetleri ilk kez halka arzolan ortaklıklar ise hesap dönemlerinin ilk üç ayı içindeki halka arzlar için yıllık mali tablolar, daha sonraki halka arzlar için ise ara bilanço ve gelir tablosu düzenlemek zorundadırlar. Söz konusu mali tabloların da bağımsız dış denetimi zorunludur. Ancak, Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış, son

55. Milliyet, 27 Ekim 1993.

56. 19 Temmuz 1995 Tarih ve 22348 sayılı R. Gazete.

yıllık mali tablolarına göre aktif toplamı 50 milyar TL.yi aşmayan halka açık AO'lar, mali tabloları için bağımsız denetim yükümlülüğünden, talep üzerine muaf tutulurlar(IV/9 tebliğ).

6. ÖNERİLER VE SONUÇ

Türkiye'de AO'ların halka açılmasında özellikle 1990'lardan itibaren gerek yasal yönden gerekse uygulama olarak önemli mesafeler alınmıştır. Ancak halka açılma henüz istenilen seviyede değildir. Halka açılmanın Türkiye'de daha etkin olarak yapılabilmesi için tesbit ettiğimiz bazı öneriler ana başlıklar halinde aşağıda sunulmuştur:

- Türkiye'de hisse senetlerinin getirileri diğer alternatif yatırım araçlarına göre daha düşük olmaktadır. Özel sektör hisse senedi getiri oranları: 1990'da %55, 1991'de %41, 1992'de -%8.35 olmuştur⁵⁷. İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin yıllık getirileri(pazar getirisi) ise şöyledir: 1986'da %86, 1987'de %295, 1988'de -%37, 1989'da %511, 1990'da %55, 1991'de %41, 1992'de %1.67, 1993'de %505, ve 1994'de ise %44 dür⁵⁸. Şirketlerin temettü politikaları da yatırımcı açısından oldukça önemlidir. Hem yeteri kadar temettü alamayan hem de enflasyondan dolayı sermaye kaybına uğrayan yatırımcı sermaye piyasasına küsmektedir.

- İlk fiyatlandırma çok önemlidir. Eğer halka ilk defa hisse senedi arzında değerlendirilmeye gereken önem verilmezse, ilk ihracı izleyen günlerde hisse senedi fiyatlarında büyük iniş ve çıkışlar olacaktır⁵⁹. Türkiye'de yapılan bir araştırmada ilk ihraçta genellikle düşük fiyatlandırma yapıldığını ancak bu oranın diğer ülkelere göre nispeten çok düşük kaldığı anlaşılmaktadır⁶⁰.

- Sermaye piyasası için ekonomik istikrar çok önemlidir. Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyon, şirketlerin işletme sermayesi gereksinimlerini artırmaktadır. Bu durumda işletmelerin temettü politikalarına etki etmektedir.

- Küçük şirketler de büyük şirketlerle aynı prosedüre tabi olmaktadır: Aracı kuruluşların küçük şirketlerin menkul kıymet ihraçlarında aracılık yükleniminden kaçınmaları, küçük şirketleri sermaye piyasasından uzaklaştırmaktadır. Küçük şirketler için bir başka zorluk ihraç edilen menkul kıymetlerin kolayca alınıp satıldığı bir pazara sahip olunmamasıdır. Ancak bu konuda 3 Ocak 1995 tarihinden itibaren faaliyete başlayan İMKB'nin Bölgesel Pazarları özellikle Anadolu'da yer alan şirketlerin halka açılmasında yararlı olabilecektir.

- AO'ların halka açılmasında yatırım danışmanlığı ve dereceleme(Rating) kuruluşları çok önemlidir. Menkul kıymet ihraçlarında profesyonel danışmanların da görev ve sorumluluk alması sağlanmalıdır. Türkiye'de bu tür kuruluşların sayısı bir an evvel çoğaltılmalıdır.

- Sermaye piyasasına ve mali tablolara güven artırıcı önlemler alınmalıdır. Enflasyon muhasebesi araçları artırılmalıdır. Halkın mali piyasalar ve mali araçlar konusunda eğitilmesine önem vermek gerekir.

57. T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri, Mart 1993, S.74.

58. İMKB, Yıllık Rapor'94, S.23.

59. AYDIN Nurhan, "Halka Açılmada Arz edilecek Hisse Senedi Değerlerinin Belirlenmesi", Verimlilik Dergisi, 1990/4, S.161.

60. Hayal GÜZELHAN ve Mediha AĞAR, "İlk Halka Arzlarla Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları", S.P. Kurulu Araştırma Raporu, AGD 9116, 27.8.1991. A.g.e., S.12.

- İşletmeler başarılı bir halka arzı gerçekleştirmek için aracı kuruluş seçimi ve zamanlamaya dikkat etmelidirler. Ekonomik konjonktür, İMKB performansı ve alternatif getirilerdeki trendi dikkate alarak halka açılma için en uygun zaman seçilmelidir. Halka açılmaya hazırlanan şirketler kendi organizasyon yapılarını gözden geçirmeli, ayrıca muhasebe düzeni açısından gerekli hazırlıkları yapmalı ve halka açılma işlemlerinde karar alma sürecini hızlandırmak için kayıtlı sermaye sistemine de geçmiş olmalıdırlar⁶¹.

Sonuç olarak, halka açılmanın avantajlarından genel olarak Türkiye ekonomisinin ve özel olarak da işletmelerin yararlanabilmeleri için uygulamada karşılaşılan aksaklıklar giderilmeli, halka açılma hem arz yönünden hem de talep yönünden teşvik edilmelidir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKAT İlter, ATILGAN Turan, **Sanayi İşletmelerinde Kurumsallaşma ve Şirket Kültürü**, TOBB, Ekonomik ve Sosyal Sorunlar - Çözüm önerileri Dizisi : 4, Genel Yayın No: 226, Ankara 1992.

- AKBULAK Yavuz, "Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma", **Bankacılar**, Sayı: 15, Haziran 1995.

- AKGÜÇ Öztin, **Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 5. Baskı, İstanbul Üniv. İşletme Fak. Muhasebe Enst. Y.No: 56, İstanbul.

- AYDIN Nurhan, "Şirketlerde Halka Açılma ve Halka Açılmanın Türkiye Açısından Önemi", **Eskişehir Anadolu Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, C.VII, Sayı:1, Haziran 1989.

- AYDIN Nurhan, "Halka Açılmada Arzedilecek Hisse Senedi Değerlerinin Belirlenmesi", **Verimlilik Dergisi**, 1990/4.

- Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halk Sektörü**, Y.No: 116, Ankara 1975.

- ÇAPANOĞLU M.Birol, "Türk Sermaye Piyasasının Gelişimi İçin Gerekli Önlemler", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Yıl:27, Sayı:313, Mart 1992.

- ÇETİNOĞLU Hulusi, "Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, 22 Mart 1991, Yıl: 26, Sayı: 301.

- DEMİRÇELİK Adalet, "Halka açılma Deneyimleri", **S.P.Kurulu Araştırma Raporu**, Rapor No: AGD/8630, Ankara, Aralık 1986.

- ERTETİK Efdal, "Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları Yönünden Menkul Kıymetlerin İhracı (1)", **Vergi Dünyası**, Sayı: 75, Kasım 1987.

- ERTUNA Özer, "500 Büyük Sanayi Kuruluşunda Halka Açılma", **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Yıl: 26, Sayı: 307, 22 Eylül 1991.

- GÖNENLİ Atilla, "Halka Açılma", **İstanbul Üniv. İşletme Fak. Muhasebe Enst. Dergisi**, C.3, No: 8, Mayıs 1977.

61. Akbulak, A.g.m. S.60.

- GÜZELHAN Hayal, AGAR Mediha "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Ol-
gusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları", S.P.Kurulu, Araştırma Raporu,
AGD, 9116, 27.8.1991.
- İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim
Yayınları No: 1, Ocak 1995.
- İMKB, Halka arz ve Borsa'da İşlem Görme, Şubat 1995.
- İLKİN Akın, "Halka Açık Şirketlerin Durumu ve Ekonomiye Etkileri", İstanbul
Sanayi Odası Dergisi, Yıl: 22, No: 259, Eylül 1987.
- İstanbul Sanayi Odası, "Sanayinin Halka Açılması" Panel, İstanbul Sanayi
Odası Dergisi, Yıl:25, Sayı: 293, 22 Temmuz 1990.
- KARSLI Muharrem, Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler, 2.
Baskı, İstanbul 1989.
- POROY Reha (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku,
Güncellenmiş 5. Bası, İstanbul 1993.
- POROY Reha, "Anonim Ortaklıkların Günümüzdeki Belli Başlı Sorunları ve Hal-
ka Açılma " İktisat ve Maliye Dergisi, C.17, No:1, Nisan 1970.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler
(OECD-SPK Konferansında Sunulan Tebliğler), 30 Haziran- 5 Temmuz 1985,
Çeşme- İzmir, S.P.Kurulu Yayınları, Y.No: 6.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Mevzuatı, Üçüncü Baskı
(1.7.1994 Tarihi İtibariyle), Ankara 1994.
- SAMİ Mehmet, "Halka Arz Kültürünün Oluşumu", Finans Dünyası, Haziran
1995.
- TAN Mehmet, "Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunları Uygulamasında Halka açık
Anonim Şirketlerin Tesbitindeki Sorun", Yaklaşım, Sayı:28, Nisan 1995.
- TEKİNALP Ünal, "Sermaye Piyasası Kanununa Göre 'Menkul Kıymetleri Halka
Arz Eden Anonim Ortaklık' İle 'Hisse Senetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklık'
Farklılığı ve Sonuçları", İktisat ve Maliye Dergisi, Cilt: 28, Sayı: 7, Ekim 1981.
- _____, "Halka Açılma - Borsa'da İşlem Görme ve 1995 Yılı İlk 6 Ayında Bor-
sa'da Yaşanan Gelişmeler", (İMKB Kotasyon Müdürlüğünce Hazırlanmıştır), İşletme ve
Finans, Sayı: 113, Ağustos 1995.