



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**KOBİ'LERİN SERMAYE PİYASASI OLANAKLARINDAN
FAYDALANDIRILMASI**

YETERLİK ETÜDÜ

**M.Ash ERKUMAY
Uzman Yardımcısı**

**Ekim 2000
ANKARA**

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ.....	iii
TABLolar.....	iv
GİRİŞ.....	1
1.BÖLÜM-KOBİ KAVRAMI, KOBİ'LERİN ÖZELLİKLERİ,EKONOMİDEKİ YERİ VE FİNANSMAN SORUNLARI	2
1.1. KOBİ Kavramı	2
1.1.1. Dünyada Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme Tanımı	2
1.1.2. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı	3
1.1.3. OECD Ülkelerinde KOBİ Tanımı	3
1.1.4. Türkiye'de KOBİ Tanımı	3
1.2. KOBİ'lerin Özellikleri ve Avantajları.....	4
1.3. KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri.....	5
1.3.1. Genel Olarak.....	5
1.3.2. Yeni Ekonomi Şirketleri.....	7
1.4. Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunları.....	9
1.4.1. Kredi Temininde Karşılaşılan Güçlükler	9
1.4.2. Özsermaye ve İşletme Sermayesi İhtiyacı.....	10
1.4.3. Yönetimden Kaynaklanan Sorunlar	11
2. BÖLÜM-TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI OLANAKLARINDAN YARARLANMA AÇISINDAN KOBİ'LERİN DURUMU	11
2.1. KOBİ'lerin Sermaye Piyasasına Katılımını Kısıtlayan Faktörler	11
2.2. KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Fon Temin Etme Olanakları	12
2.2.1. Hisse Senedi İhracı Yoluyla Fon Temini ve Bu Konuda Karşılaşılan Sorunlar	13
2.2.2. Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymet İhraçlarında Karşılaşılan Sorunlar	14
2.2.3. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri'nin Türkiye'de Uygulanması.....	14
2.2.4. Kredi Garanti Fonu'nun Türkiye'de Uygulanması	16
2.2.5. KOBİ'lere Finansman Sağlanmasında Kurumsal Yatırımcıların Rolü	17
2.2.5.1. KOBİ'ler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Yatırım Fonlarına Aktarılması.....	17

2.2.5.2. KOBİ'lerin Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Aracılığıyla Finansman Sağlama Olanakları	18
2.2.5.2.1. Genel Olarak.....	18
2.2.5.2.2. Risk Sermayesi Kaynaklarının Oluşturulmasına Yönelik Olarak Yapılması Gereken Düzenlemeler.....	19
3. BÖLÜM-KOBİ'LERİN SERMAYE PİYASASINA KATILIMINDA MENKUL KIYMET PİYASALARININ ROLÜ.....	21
3.1. KOBİ'ler İçin Uygun Pazar Yapısının Belirlenmesi.....	21
3.1.1. FIBV Çalışma Grubunun Tespitleri	21
3.1.2. Pazar Sürecinin Entegrasyonu ve İşlem Sistemleri	22
3.2. KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasaları Yoluyla Çözümüne İlişkin Örnekler	23
3.2.1. Tezgah Üstü Piyasalar	23
3.2.1.1. ABD'de Başarılı Bir Örnek: NASDAQ	24
3.2.1.2. Avrupa Menkul Kıymet Dealerları Birliği (EASD) ve EASDAQ	25
3.2.2. Avrupa'daki Örnekler.....	26
3.2.2.1. İngiltere Örneği ve Alternative Investment Market (AIM).....	26
3.2.2.2. Fransa Örneği: Paris Borsası, Yeni Pazar(Le Nouveau Marché).....	27
3.2.2.3. Neuer Markt ve SMAX.....	27
3.2.2.4. Euro NM.....	28
3.3. Avrupa'daki Hızlı Büyüyen Şirketler İçin Yeni Pazarların Karşılaştırılması	29
3.4. Türkiye'deki Durumun Değerlendirilmesi	31
3.4.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Bünyesindeki Pazarlar	31
3.4.1.1. Bölgesel Pazar(Kot Dışı Pazar).....	31
3.4.1.2. Yeni Şirketler Pazarı	32
3.4.2. Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazarı Genelgelerinde Yapılması Planlanan Değişiklikler	33
3.4.3. Aracı Kuruluşlar Birliği.....	34
3.4.4. Piyasa Yapıcılık.....	35
3.4.5. Genel Değerlendirme.....	36
SONUÇ	37
KAYNAKÇA	41

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIM	: Alternative Investment Market
bkz	: Bakınız
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
Euro NM	: European New Market
EASDAQ	: European Association of Securities Dealers Automated Quotation
FIBV	: International Federation Of Stock Exchanges
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTÜ	: İstanbul Teknik Üniversitesi
KOBİ A.Ş.	:KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş.
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı
NASD	: National Association of Securities Dealers
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers' Automated Quotation
SBA	: Small Business Administration
SBIC's	: Small Business Investment Companies
SEC	:Securities and Exchange Commission
SMAX	: Small Caps High Standarts
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TCBM	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDA	: Teşebbüs Destekleme Ajansı
TÜP	: Tezgah Üstü Piyasa
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
Halk Bankası	: Türkiye Halk Bankası A.Ş.
vb.	: Ve benzeri

TABLÖLAR

TABLO 1. Ülkelere ve Temel Alınan Ölçütlere Göre KOBİ Tanımları.....	2
TABLO 2. Avrupa Birliği'ndeki KOBİ Tanımı.....	3
TABLO 3. Çeşitli Ülkelerde Küçük İşletmelerle İlgili Ekonomik Göstergeler.....	5
TABLO 4-5. Avrupa'da KOBİ'lere Yönelik Kurulan Pazarların Kota Alma Ve Kotta Kalma Kriterlerinin Karşılaştırılması.....	30

GİRİŞ

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ), her şeyden önce, banka sisteminden fazla yararlanamayan ve özkaynak oranları yüksek şirketlerden oluşmaktadır. İkinci olarak, sayıları fazla olduğu için daha rekabetçi bir ortamda faaliyet göstermektedirler. Rekabet iç pazar yanında dış pazardan da kaynaklandığı için dış pazarlara da açılmak zorundadırlar. İçinde buldukları koşullar maliyetlerini düşük tutmaya, üretimlerinin kalitesini artırmaya onları zorlamaktadır. Ülkemizde hızlı sanayileşme, etkili bir ekonomik yapı oluşturma, işsizliği azaltma ve Avrupa'yla rekabet edebilme gibi ekonomik amaçlara varabilmek için halen faaliyetini sürdürmekte olanlar yanında, yeni kurulan ve ümit verici projeler sunan KOBİ'lerin de finansman gereksiniminin karşılanması gerekmektedir.

Bu çalışmanın amacı, KOBİ'lerin sermaye piyasası karşısındaki durumunun ve söz konusu şirketlerin bu piyasadan fon temin etmede karşılaştıkları sorunların ortaya konulması ve alternatif çözüm önerilerinin değerlendirilmesidir.

KOBİ'lerin sermaye piyasasından faydalanmasının iki yönü bulunmaktadır. Birinci husus menkul kıymetlerin halka arzı olup, ortaklığı ve/veya borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracı şeklinde gerçekleşebilecektir. İkinci husus ise arz edilen menkul kıymetin satışı yani talep yönüdür. Dolayısıyla arz ve talep yönünün birlikte düşünülmesi ihraç koşullarının KOBİ'ler yönünden değerlendirilmesi, sonra da ikincil piyasa işlemlerine likidite kazandırılarak söz konusu şirketlere yatırım yapmayı isteyecek yatırımcıların bulunması gerekmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde KOBİ'lerin tanımına ve yapısal özelliklerine, geleneksel sanayii işletmeleri ile yeni ekonomi alanında faaliyet gösteren şirketlerin ayrımını içerecek şekilde değinilmiş, bu şirketlerin finansman ağırlıklı olmak üzere sorunları incelenmiştir. İkinci bölümde bu tür şirketlerin sermaye piyasasına bakışı ve sermaye piyasası ile ilişkileri, ortaklığı ve borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracında karşılaştıkları problemler tartışılmış ve bu hususta küçük işletme yatırım şirketleri, kredi garanti fonu uygulamaları ile kurumsal yatırımcıların rolü değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde ise KOBİ'lerin sermaye piyasasına katılımında menkul kıymet piyasalarının rolüne değinilmiş, FIBV (Uluslararası Menkul Kıymetler Borsaları Federasyonu) bünyesinde KOBİ'lerin finansman sorunlarının çözümü ve uygun pazar yapısının belirlenmesi konusunda yapılmış çalışmalarda ulaşılan tespitler ve bu konudaki ülke örneklerine kısaca yer verilmiş, daha sonra ülkemizdeki mevcut durum ve düzenlemeler çerçevesinde KOBİ'ler için uygun pazar koşullarının ne olabileceği araştırılmıştır.

Çalışmanın sonuç kısmında inceleme konusu hususların genel bir değerlendirmesi yapılarak, incelenen konular çerçevesinde KOBİ'lerin sermaye piyasasına katılımı konusunda öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KOBİ KAVRAMI, KOBİ'LERİN ÖZELLİKLERİ, EKONOMİDEKİ YERİ VE FİNANSMAN SORUNLARI

1.1. KOBİ Kavramı

Tüm ekonomilerin temel dinamiğini oluşturmalarına rağmen, bugün dünya literatüründe üzerinde fikir birliği sağlanmış bir küçük ve orta büyüklükte işletme tanımı bulunmamaktadır.

KOBİ'ler üretim, pazarlama, finansman, personel ve yönetim gibi temel işletmecilik fonksiyonlarının yanı sıra istihdam ettikleri personel sayısı, satış hacmi, sabit sermaye ve makina parkı değeri, kullandıkları enerji miktarı, kurulu kapasite düzeyi, katma değerleri, kar büyüklüğü ve piyasa payı gibi ölçülebilen özellikleri açısından da büyük farklılıklar göstermektedirler. Bu durum tüm bu nitel ve nicel özellikleri kapsayan ve genel geçerliliği olabilecek bir tanım yapılmasını zorlaştırmaktadır. Bu nedenle KOBİ tanımı ülkelere göre değiştiği gibi temel alınan ölçütlere göre de farklılık arz etmektedir (Sarıaslan, 1996:4).

1.1.1. Dünyada Küçük ve Orta Büyüklükte İşletme Tanımı

Dünyanın çeşitli ülkelerinde tanımlamalar yapılırken Tablo 1'de görüldüğü gibi, tüm ülkelerde genel olarak istihdam edilen işçi sayısı temel alınmasına karşın bazı ülkelerde ayrıca yatırılan sermaye ve satış miktarı gibi ek ölçütler kullanılmaktadır.

TABLO 1: ÜLKELERE VE TEMEL ALINAN ÖLÇÜTLERE GÖRE KOBİ TANIMLARI

ÜLKELER	Temel Alınan Ölçüt		
	İşçi Sayısı	Yatırılan Sermaye	Satış Miktarı
ABD Küçük Orta	100 veya 500 1000 veya 1500		< 1 milyon USD
Japonya Küçük Orta	X<300	X<1000 milyon yen X<1 milyar yen	
Almanya Küçük Orta	X<50 50<X<150		<2 milyon DM <25 milyon DM
İtalya Küçük Orta	X<500	3 milyar Liret	
İngiltere Küçük Orta	X<200		
Hindistan Küçük Orta	X<50 X<100	3.5 milyon Rupı	
Güney Kore Küçük Orta	X<100 X<300		
Kolombiya Küçük Orta	X<50 X<100		

(Kaynak Sarıaslan, 1994:12)

1.1.2. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

Avrupa Birliği'ne üye ülkeler arasında, KOBİ tanımları konusunda birliği sağlamak ve ulusal bazda bir karışıklığa meydan vermemek için yeni bir ortak tanım geliştirilmiştir. Avrupa Birliği Konsey Kararıyla belirlenen KOBİ tanımı işçi sayısı, bilanço büyüklüğü ve işletmelerin bağımsızlık derecesinden oluşan kıstasları kapsamaktadır.

Avrupa Komisyonu Genel Sekreterliği'nin 30 Ocak 1996 tarihinde üye ülkelere gönderdiği bir yazıyla belirlenen KOBİ tanımı çerçevesinde 250 işçiden az işçi çalıştıran işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir. Buna göre Tablo 2'de de görüldüğü gibi (10)'dan az işçi çalıştıran işletmeler çok küçük işletme, (11-49) arasında işçi çalıştıran ve yıllık cirosu 7 milyon ECU(Avrupa Ortak Para Birimi)'yu aşmayan veya 5 milyon ECU'nun altında bilanço değeri olan işletmeler küçük işletme, (50-250) arasında işçi çalıştıran ve yıllık cirosu 40 milyon ECU'nun altında olan işletmeler orta ölçekli işletme, 250'den fazla işçi çalıştıran ve yıllık cirosu da 40 milyon ECU'dan fazla olan işletmeler ise büyük işletmeler olarak tanımlanmaktadır.

TABLO 2: AVRUPA BİRLİĞİ'NDEKİ KOBİ TANIMI

KOBİ	Eleman Sayısı	Yıllık Ciro (veya yıllık bilanço tutarı)	Bağımsızlık
ORTA	250'den az	40 milyon ECU'yu geçmemeli (veya 27 milyon ECU)	Bir veya birkaç büyük şirkete ait olmamalı
KÜÇÜK	50'den az	7 milyon ECU'yu geçmemeli (veya 5 milyon ECU)	
ÇOK KÜÇÜK	10'dan az		

(Kaynak: Sayın-Fazlıoğlu, 1997:4)

1.1.3. OECD Ülkelerinde KOBİ Tanımı

OECD ülkelerinde de işçi sayısı kriteri kullanılmaktadır. Çalıştırdığı işçi sayısı (20)'ye kadar olan işletmeler çok küçük işletme, işçi sayısı (21-99) arasında olan işletmeler küçük sanayi işletmesi, (100-499) olan işletmeler orta ölçekli sanayi işletmesi, 500'den fazla olan işletmeler de büyük sanayi işletmesi olarak kabul edilmektedir (Gökçe, 1998:13).

1.1.4. Türkiye'de KOBİ Tanımı

Ülkemizde çeşitli kurum ve kuruluşların görevlerinin gereği olarak yaptıkları küçük ve orta büyüklükte işletme tanım ve sınıflandırmaları farklılıklar göstermektedir.

Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin KOBİ tanımında dörtlü bir sınıflandırmaya gidilmektedir. Buna göre (1-9) personel çalıştıran işletmeler çok küçük işletme, (10-49) personel çalıştıran işletmeler küçük işletme, (50-99) personel çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletme, (100)'den fazla personel çalıştıran işletmeler

de büyük işletme olarak tanımlanmaktadır. Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) da bu tanımı aynen benimsemektedir (Müftüoğlu, 1997:131-133).

1990 yılında yürürlüğe giren 3624 sayılı Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Kanunu'nun ikinci maddesinde; (1-50) arasında işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük ölçekli sanayi işletmeleri, (51-150) arasında işçi çalıştıran sanayi işletmeleri ise orta ölçekli sanayi işletmeleri olarak tanımlanmıştır. Kanunda, gerekli görülmesi halinde bu tanımın Bakanlar Kurulu kararıyla değiştirilebileceği açıkça ifade edilmiştir.

Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımları Hakkında 19.02.1999 tarih ve 99/12474 sayılı Bakanlar Kurulu kararında da KOBİ'ler tanımlanmıştır. Buna göre imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan, işyerinde en fazla 150 işçi çalıştıran, kanuni defter kayıtlarında arsa ve bina hariç, makine ve teçhizat, tesis, taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları toplamının net tutarı 100 milyar Türk Lirasını aşmayan işletmeler KOBİ olarak kabul edilmektedir (RG., 05.03.1999/23630).

Küçük ve orta büyüklükte işletmelere finansman desteği sağlayarak bir kalkınma bankası görevini üstlenmiş olan Türkiye Halk Bankası A.Ş. (Halk Bankası) çeşitli dönemlerde ekonomik ortamın koşullarına göre farklı sınıflamalar benimsemiş, ancak tüm tanımlara esas alınan nicel ölçütlerde bir değişikliğe gitmeyerek, işletmelerdeki işçi sayısı ve makine parkını (veya aşağı yukarı aynı anlama gelen, bina ve arazi dışında kalan net sabit yatırımın bilanço değeri) esas almıştır (Müftüoğlu, 1997:136). Son olarak, Halk Bankası, KOBİ sanayi kredisinde işyerinde en çok 250 (250 dahil) işçi çalıştıran, kanuni defter kayıtlarındaki "arsa ve bina hariç" sabit yatırımın (makina, tesis ve cihazları, taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları ile diğerleri toplamı) net tutarı 400 milyar TL'na kadar olan üretim ve onarım faaliyetlerinde bulunan işletmeleri, büyük ölçekli sanayi kredisinde ise işyerinde 250'den fazla işçi çalıştıran, yukarıda açıklanan sabit yatırım tutarı 400 milyar TL'lık sınırın üzerinde işletmeleri esas almaktadır.

Görüldüğü gibi küçük ve orta büyüklükte işletme kavramı, daha çok göreceli bir büyüklüğü ifade etmektedir. Bu büyüklük, çalışılan iş koluna, sanayileşme düzeyine, pazarın büyüklüğüne bağlı olarak her ülke açısından farklılık arz etmektedir. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerle ilgili esas alınan tanımın kapsamı ise bu kuruluşlara sağlanacak finansal destek ve teşviklerin amacı doğrultusunda değişen ekonomik ve sosyal yapıya göre farklılık göstermektedir.

1.2. KOBİ'lerin Özellikleri ve Avantajları

KOBİ'lerde genellikle işletme sahibi ile yöneticinin aynı olması, bu tür işletmelerin en önemli niteliklerinden biridir. İşletmede görünürde bir yönetici bulunsa bile, nihai kararlar daha çok işletme sahibi tarafından alınır. İşletme sahibi

tüm zamanını, emeğini, fikrini işletmesi için kullanır (Megginson-Scott-Megginson, 1991:28,19; Sarıaslan, 1994:21).

Ancak özellikle Türkiye’de KOBİ’ler açısından önemli noktalardan birisi de işletme sahibi ile profesyonel yöneticilerin birlikte, ancak yetki ve sorumluluğunun sınırlarının çok iyi belirlenmiş bir biçimde ve uyumlu çalışmasının gerekli olduğudur (Müftüoğlu, 1997:37-94; Gökçe,1998:12).

KOBİ’lerin ekonomik ve sosyal kalkınmayı aşağıdaki hususlar bakımından etkiledikleri görülmektedir (Palas, 1996:23-25):

- a) Küçük işletmeler daha ucuz ve daha çok sayıda istihdam sağlamaktadırlar. Toplam istihdam için denge unsurudurlar.
- b) Esnektirler. Bu nedenle ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenirler.
- c) Ülke talebinin karşılanmasına olan katkıları büyüktür.
- d) Gelir dağılımındaki çarpıklıkları asgariye indirirler.
- e) Bölgelerarası dengeli kalkınmaya olumlu etkileri vardır.
- f) Girişimcilerin yetişmesine uygun ortam sağlarlar.
- g) Büyük ölçekli sanayilerin vazgeçilmez destekleyicisi ve tamamlayıcısıdır.
- h) Pazar ekonomilerine kolayca uyum sağlarlar.
- ı) Düşük sermaye ile kurulurlar.
- i) Daha çok kişiyi kendi yaşam çevrelerinde gelir ve iş sahibi yapmak suretiyle kent merkezlerine sağlıksız yığılmayı önlerler.
- j) Tekelciliğe karşı koruma sağlarlar.
- k) Daha çok kişiye mesleki ve teknik eğitim imkanı sağlarlar.

1.3. KOBİ’lerin Ekonomideki Yeri

1.3.1. Genel Olarak

TABLO 3: ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE KÜÇÜK İŞLETMELERLE İLGİLİ EKONOMİK GÖSTERGELER

	A.B.D.	ALM.	HİND.	JAP.	İNG.	G. KORE	FRA.	İTA.	TÜRK.
Küçük İşletmelerin Toplam İşletmelere Oranı	97.2	99.8	98.6	99.4	96.0	97.8	99.9	97.0	98.8
Küçük İşletmelerde İstihdam Oranı (%)	50.4	64.0	63.2	81.4	36.0	61.9	49.4	56.0	45.6
Küçük İşletmelerin Yatırım Payı (%)	38.0	44.0	27.8	40.0	29.5	35.7	45.0	36.9	6.5
Küçük İşletmelerin Üretim(Katma Değer) Payı (%)	36.2	49.0	50.0	52.0	25.1	34.5	54.0	53.0	37.7
Küçük İşletmelerin İhracat Payı (%)	32.0	31.1	40.0	38.0	22.2	20.2	23.0	-	8
Küçük İşletmelere Verilen Kredi Payı (%)	42.7	35	15.3	50.0	27.2	46.8	48.0	-	3-4

(Kaynak: www.Kosgeb.gov.tr/kos.htm.)

Tablodan da görüldüğü gibi tüm ülkelerde KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki oranı %96'dan fazladır. Öte yandan, tüm ülkelerde KOBİ'lerin istihdam, yatırım, yaratılan katma değer içinde de önemleri oldukça büyüktür¹. Ancak, ülkemizde KOBİ'lerin ihracat içindeki payı ile toplam kredi hacminden aldıkları pay, diğer ülkelerle mukayese edilemeyecek kadar düşüktür.

Çalışmamızın konusu kapsamında değerlendirecek olursak, Türkiye'de KOBİ'lerin sorunları konusunda yapılan uygulamalı çalışmalarda finansman sorunu genel olarak sorunlar listesinin başında yer almaktadır. Bu durum yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi Türkiye'de dağıtılan toplam kredilerin sadece %3-4'ünün KOBİ'lere tahsis edildiği, bu oranın ABD'de %42,7, Almanya'da %35, Japonya'da %50, İngiltere'de %27,2 ve G. Kore'de %46,8 olduğu gibi istatistiki verilerle desteklendiğinde tartışılmasına gerek duyulmadan kabul edilen bir Türkiye gerçeği olarak ortaya çıkmaktadır.

Ekonomideki bu ağırlığına rağmen ülkemizde KOBİ'lerin tüm sektörlerdeki durumunu ayrı ayrı açıklığa kavuşturacak ve uygun analizlere imkan verecek yeterli veri bulunmamaktadır. Bu eksikliğe rağmen bir fikir vermesi açısından, işletmelerin faaliyet alanlarına göre dağılımı konusunda Devlet İstatistik Enstitüsü'nün 1992 Yılı Genel Sanayi ve İşyerleri Sayımı sonuçları dikkate alındığında aşağıdaki hususlar dikkat çekicidir (DİE Genel Sanayi ve İşyerleri Sayımı, Ankara. DİE, 1994);

1. Türkiye'de 1.070.990 adet işyeri bulunmaktadır. Bu işyerlerinin ya da işletmelerin %99,6'sı 1-49 arasında işçi çalıştıran küçük işletmeler iken, %0,2'si 50-99 arasında işçi çalıştıran orta büyüklükte işletme ve yine %0,2'si de 100'den fazla çalışanı olan büyük işletmelerdir. Böylece tüm işletmelerin %99,8'ini KOBİ'ler oluşturmaktadır.

Mevcut 1.070.990 işyerinde toplam olarak 3.539.744 kişi istihdam edilmektedir. Bu istihdamın %72,5 kadarı küçük işletmeler tarafından sağlanırken, %4,2'si orta büyüklükte ve %23,3'ü de büyük işletmeler tarafından sağlanmaktadır.

Ülkemiz açısından genel bir değerlendirme yapılacak olursa işyeri sayısı, çalışan sayısı ve katma değer olmak üzere üç önemli göstergeye bakıldığında küçük ve orta ölçekli işletmelerin ülkemizin gerek sosyal gerekse ekonomik yapısında önemli bir yer işgal ettiği görülmektedir.

2. Ülkemizde genellikle KOBİ denilince imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan işletmeler akla gelmektedir. Oysa, işyeri sayısını sektörler açısından değerlendirdiğimizde hizmet işletmeleri ekonominin sayısal olarak ağırlık noktasını oluşturmaktadır (Sarıaslan, 1994:26). Bu durum özellikle istihdam imkanlarının genişletilmesi açısından çok önemli bir noktaya dikkati çekmektedir. Eğer ekonomide istihdamı artırmak amaçlanacak ise, hizmet işletmelerinin geliştirilmesi ve yenilerinin kuruluşunun teşvik edilmesi, önemli bir başlangıç noktası olacaktır.

¹ Ekonomik göstergelerle ilgili olarak değişik kaynaklarca yapılan çalışmalarda, söz konusu oranlar farklılaşabilmekle birlikte birbirine yakın değerler ortaya çıkmaktadır. Örneğin, TCMB'nin 1996-1998 yıllarına ilişkin olarak istihdam kriterine göre (çalışan sayısı 1-500 kişi arasındaki şirketler KOBİ kabul edilmek üzere) 7445 şirket üzerinde yapılan sınıflamada KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki oranı %93, istihdam oranı ise %39.2 olarak tespit edilmiştir. (TCMB, 1999)

Çünkü hizmet işletmeleri istihdamın ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin yuvasıdır (Little-Mazumdar-Page, 1987:18).

3. 1-4 arasında işçi çalıştıran ve çoğu kez “mikro işletme” olarak adlandırılan çok küçük işletmeler, tüm işyerleri içinde %89,22’lik bir orana sahip olup, toplam istihdamın %45,22’sini sağlamaktadırlar. Öte yandan mikro işletmeler tarafından istihdam edilen 1.599.359 kişinin yaklaşık %61 kadarı ya işin sahibi ya da ortağı durumundadır. Bu anlamda, girişimcilik eğer iş kurmak ya da başlatmak olarak tanımlanırsa, girişimcilik potansiyelinin en yüksek olduğu alan mikro işletmeler olmaktadır (Sarıaslan, 1996:12).

Aşağıda ele alınacağı üzere, söz konusu çalışmanın yapıldığı günden bu güne “yeni ekonomi” adı altında oluşan ve öz itibarıyla mikro işletmeler olarak kurulan teknoloji şirketleri konusunda Türkiye’nin önemli bir potansiyeli bulunmaktadır.

1.3.2. Yeni Ekonomi Şirketleri

Son yıllarda internet sektörü büyük bir hızla gelişmeler kaydetmiş ve internet uygulamaları gündelik yaşama ve iş dünyasına yoğun ve hızla artan bir şekilde girmiştir. Önce ABD’de başlatılmış olan internet kullanımı, tüm dünyaya yayılmış ve getirdiği rahatlık, verimlilik, eğlence gibi bir çok özelliği ile yeni bir katma değer yaratmıştır. İnternet teknolojisinin bu özellikleri, tüm piyasaları etkisine alan bir oluşuma yön vermiştir. İnternette beraber önemi artan bilgisayar, programcılık, telekomünikasyon ve enformasyon teknolojisi alanlarında faaliyet gösteren şirketler “yeni ekonomi” adı altında dünya ticaretindeki yerlerini almışlardır. Teknoloji şirketleri veya literatürde yeni bahsedilen adıyla “yeni ekonomi şirketleri” ise internet erişiminden, internette müzayede yapmaya kadar bir çok hizmeti vermekte ve her geçen gün bu hizmetlerin içeriğini ve kapsamını geliştirmektedir.

Teknoloji şirketlerinin; dinamik, yaratıcı; ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmek üzere, genellikle az sayıda çalışanı, özkaynak ağırlıklı finansal yapıları ve düşük borçlanma oranı ile risk sermayesi oluşturan KOBİ’ler olarak kuruldukları görülmektedir.

Teknoloji şirketleri faaliyetlerinin gerektirdiği altyapı, donanım, yazılım, insan kaynakları yatırımları ve özellikle reklam, promosyon gibi iletişim harcamaları şirketlerin kuruluşunun ilk yıllarında yüksek olmakta ve bu yatırımların gelire dönüşmesi diğer sektörlerdeki şirketlere nazaran daha uzun bir sürede gerçekleşmektedir. Böylece kuruldukları ilk yıllarda nakit yaratmakta güçlük çeken ve zarar eden bu şirketler; işletme sermayeleri ve yatırımları için gerekli finansman ihtiyaçlarını, faaliyetlerinden zarar ediyor olmalarına rağmen, yatırımcıların teknoloji şirketlerinin mevcut durumundan çok büyüme potansiyelini ve gelecekte yaratacağı nakit akımını göz önünde bulundurma ve bu şirketlerin geleceğine yatırım yapma eğiliminden faydalanarak, halka arz yoluyla temin etmeye çalışmaktadırlar.

Amerika'daki internet sektöründe faaliyet gösteren Yahoo!, Amazon, Lycos, Infospace, American Online, Excite gibi şirketler örnek alınarak incelendiğinde bu durumu teyit etmekte oldukları görülmektedir.²

Internet şirketlerine yatırım talebi, gelişmiş ülkelerde hızla artmış ve belirli bir doygunluğa ulaşmaya başlamıştır. Bu nedenle gelişmekte olan piyasalarda yer alan internet şirketlerine yatırım talebi hızla artmaktadır.

Tüm dünyada yatırım fonlarının içindeki internet şirketlerinin payı giderek artış göstermektedir. Bu nedenle, Türkiye'ye diğer şartlarda gelmeyecek fonlar, internet şirketlerinin halka arzı sayesinde yatırım yapma imkanı bulabileceklerdir.

Diğer taraftan Credit Suisse First Boston, Deutschebank, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, Salomon Smith Barney gibi dünya çapında büyüklüğe sahip yatırım bankalarının gelişmekte olan ülkelerle ilgilenen araştırma gruplarının ve büyük fon yöneticilerinin konuyla ilgili raporları ve ziyaretleri son zamanlarda yoğunlaşmıştır.

Örneğin, Credit Suisse First Boston'ın Türkiye'deki internet piyasası ile ilgili olarak hazırladığı bir araştırma raporunda; Türkiye'nin internet piyasasının, içinde bulunduğu bölgede en geniş piyasalardan biri olabilme potansiyelini taşıdığı, yapılan tahminlere göre 2005 yılında Türkiye'de 8,3 milyar dolar harcama kapasitesine sahip yaklaşık 16,5 milyon internet kullanıcısı olacağı, %20'lik bir bilgisayar(PC) kullanımı ile Avrupa'da bu konuda ilk sıralarda olan Kuzey Avrupa ülkeleri ile hemen hemen aynı çizgide yer alacağı ifade edilmektedir (Credit Suisse First Boston LTD, 2000:2 vd.).

Ancak yine söz konusu raporda ülkemizdeki düşük gelir seviyesi ve network sistemlerindeki yetersizliklerin büyümede temel sorunları oluşturduğu, Türk Telekom'un geçmişte yaptığı düşük ölçekli yatırımlar nedeniyle artmakta olan internet kullanımı taleplerini karşılamada yetersiz kaldığı belirtilmektedir. 2000 yılı sonlarında ise Türk Telekom'un özelleştirilmesi planının ve orta sınıfın gelir düzeyini olumlu şekilde etkileyecek olan enflasyondaki düşmenin söz konusu sorunları çözmeye iyimser olunmasına neden olduğu da raporda işaret edilen noktalardan birini oluşturmaktadır.

Türkiye'de öncelikle büyük medya grupları iştirakleri vasıtasıyla internet portalları konusunda yatırım yapmakta iken diğer büyük şirketler de elektronik ticaret konusunda varlıklarını ortaya koymaya başlamışlardır.

Anılan çalışmanın sonuç bölümünde internet konusunda genellikle Amerikan işletme modellerini uygulayan Türkiye'de ilk harekete geçenlerin rakiplerine karşı avantaj sağlamakla birlikte, uzun vadede güçlü yönetim kadrosu ve iş planlarını en

² Bu şirketlerle ilgili ayrıntılı açıklamalar ve finansal bilgiler için, Bkz.: <http://www.Bloomberg.com>.

iyi şekilde uygulamaya geçirecek yaratıcı girişimcilerin bu konuda en büyük kazancı sağlayacağına işaret edilmiştir.

1.4. Türkiye’de KOBİ’lerin Finansman Sorunları

Ülkemizde kişi başına düşen milli gelir seviyesinin düşüklüğü nedeniyle tasarruf eğilimi az olmakta ve yatırımlara aktarılacak sermaye oluşturulamamaktadır. Bu durum yeni yatırım yapmak amacıyla olan girişimcileri, büyüme ve gelişen teknolojiye ayak uydurma çabasında olan küçük ve orta ölçekli sanayi kuruluşlarını finansman sorunu ile karşı karşıya bırakmaktadır (Palas, 1996:25).

Devlet İstatistik Enstitüsü’nün 1992 Genel Sanayi ve İşyerleri Sayım sonuçları veri alınarak ve illerin büyüklüğü, küçük ve orta ölçekli sanayiinin yoğunlaşması ve coğrafi dağılımı ile imalat sanayiinde her ilin sahip olduğu küçük ve orta ölçekli işletme(1-99 arasında işçiye sahip işletme) sayısı oransal olarak göz önüne alınarak 20 ilde örnekleme ile seçilen 512 işletmeye uygulanan anket çalışmasında, faiz ve enflasyonun yüksekliği ve ekonomik ortamın istikrarsızlığı ile finansman yetersizliğinin söz konusu işletmeler için en önemli sorunlar olduğu görülmüştür.

Söz konusu çalışmada; KOBİ’lerin finansal sorunları içinde en önemli üç problem, maliyetlerdeki değişkenlikler, alacakların tahsilindeki gecikmeler ve kredi faiz oranlarının yüksekliği olarak tespit edilmiştir. Bu sorunların aslında Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu makro ekonomik darboğazdan kaynaklandığını ve bunların kontrolünün de bu işletmelerin dışında kaldığını ifade etmek gerekir (Sarıaslan, 1996:52-53).

Ülkemizde KOBİ’lere finansal destek, uzun yıllardan bu yana kamuya ait bankalar yoluyla sağlanmaya çalışılmıştır. Bunların başlıcaları olan Türkiye Kalkınma Bankası, Halk Bankası dışında, dolaylı da olsa destek sağlayan Bağ-Kur, Milli Prodüktivite Merkezi, Ticaret ve Sanayi Odaları vb. kamu kuruluşlarından söz edilebilir. Bu kuruluşlar dışında 1990 yılında 3624 sayılı Kanun ile kurulan KOSGEB önemli bir yer tutmaktadır. Başkanlığın amacı, KOBİ’lere danışmanlık, eğitim, teknolojinin geliştirilmesi gibi konularda destek hizmeti sağlamaktır.

Buna karşılık KOBİ’lere özgü finansman sorunları aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1.4.1. Kredi Temininde Karşılaşılan Güçlükler

KOBİ’lerin kredi temininde karşılaştıkları güçlükleri Mac Millan Gap Fenomeni’ni esas alarak açıklamak uygun olur. Mac Millan Gap, İngiltere’de Harold Mac Millan başkanlığında yapılan ve geleneksel bir banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yöneldiğini, dolayısıyla yeni girişimcilerce kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden yararlanamadıklarını

ispatlayan araştırmaya verilen isimdir. Ülkemizde de bu sorunun olduğu ilk kez İTO'nun 4671 firmayı kapsayan çalışmasıyla ortaya konmuştur (Tuncel 1996:113). Mac Millan Gap fenomeninde belirtildiği üzere bankalar KOBİ'leri çok riskli gördüklerinden özellikle ipotek ve gayrimenkul teminatı talep etmektedirler. Kredi maliyetleri kredi bulunduğu koşullarda çok yüksek olmaktadır. KOBİ'ler düşük faaliyet karlılıkları ile bu yüksek faiz yükünü kaldıramamaktadır.

Diğer taraftan, Türkiye'nin sanayi yapısı son yıllarda literatürde "ekonomik grup" denilen organizasyon yapısı üretmiştir. Bu şirket gruplarının özellikleri; sermaye yoğun teknolojiler kullanarak ulusal ve uluslararası pazarlara yönelik çok fabrikalı üretim yapmaları, dikey bütünleşmelerini aşağı yukarı tamamlamış olmaları ve en önemlisi hemen hemen tümünün kendi bankalarının ya da finans kuruluşlarının olmasıdır. Bu özelliklerinin yanı sıra bir başka özellikleri de şirket gruplarının, aynı zamanda aile şirketi özelliklerinin de devam ediyor olmasıdır.

Ekonomik grupların kendi bankalarının olması, finans piyasalarıyla mal piyasaları arasında çok özel bir ilişki oluşturmaktadır. Türkiye'de mal piyasalarına baktığımızda, yüksek tekelleşmenin altında yatan gerçeğin, ekonomik grupların bankalar kanalıyla finans sektöründe egemenlik kurmuş olmaları ile yakından ilgisi olduğu, dolayısıyla toplam tasarruflar içinde en önemli payın zaten devlet tarafından emildiği ve bu tasarrufları toplayan bankaların kendi grup şirketlerine kredi yönlendirmesi yaptığı düşünöldüğünde KOBİ'lere bir şey kalmadığı savunulmaktadır (Katırcıoğlu, 1999:46-49).

1.4.2. Özsermaye ve İşletme Sermayesi İhtiyacı

KOBİ'ler sabit sermaye ve işletme sermayesi tutarlarından oluşan ilk yatırım tutarını genellikle; bireysel tasarrufları sonucunda oluşturdukları özkaynaklardan, akraba ve dostlarından sağladıkları borçlardan karşılamaktadırlar. Dolayısıyla kuruluş aşamasında özkaynaklarının sınırlı olması nedeniyle yatırım projeleri başarılı ve karlılık oranları yüksek dahi olsa, KOBİ'lerin finans kurumlarından yabancı kaynak sağlama olanakları hemen hemen hiç yoktur. Çünkü finansal kurumlar genellikle bilançoları sağlam olan işletmeleri tercih etmektedirler. Böylece KOBİ'ler daha işletmenin başlangıç yıllarında özkaynak sıkıntısı ile karşı karşıya kalmaktadırlar (Aypek, 1998:77).

KOBİ'lerin özsermaye olanaklarının sınırlı olması, tasarruf sahiplerinin de KOBİ'leri riskli bulması nedeniyle kuruluş anında yeterli işletme sermayesi olmayan bu kuruluşlar daha sonra da çok uzun ömürlü olamamaktadır. İşletme sahibi kendi imkanları çerçevesinde yatırıma girişmekte, imkanlar kısıtlı ise işletme ölçeği küçük tutulmakta veya yatırımdan tümüyle vazgeçilmektedir.

İşletme sermayesi açısından durum değerlendirildiğinde, KOBİ'lerde çoğu zaman, sabit sermaye yatırımı ile sabit sermaye yatırımının mal ve hizmet

üretilebilmesi için gerekli olan işletme sermayesi tutarından oluşan ilk yatırım tutarı, yalnızca sabit sermaye yatırım miktarı olarak algılandığı için işletmenin kuruluşundan hemen sonra işletme sermayesi sıkıntısı ortaya çıkmaktadır (Sarıaslan, 1994:45). Devam eden yıllarda ise, KOBİ'ler düşük kazanç, düşük stok devir hızı ile çalıştıkları ve kredili satışta bulduklarından çalışma sermayesi açığı devam etmektedir.

1.4.3. Yönetimden Kaynaklanan Sorunlar

KOBİ'lerde şirket yöneticilerinin şirketin sahibi olması, finansman konularını bilmemesi, zaman kısıtlılığı vb. sorunlar nedeniyle alacaklar, stoklar, gelirler, giderler gelişi güzel yapılandırılmakta ve finansman açığı büyümektedir (Eser, 1990:10-24). Zira, konuya farklı yaklaşan bazı yazarlar, finansman sorununu, sorunun kaynağı değil bir tezahürü olarak algılamakta, asıl sorunun KOBİ'lerin pazarlama alanındaki yetersizlikleri, enformasyon eksikliği, yenilikler ve teknoloji konusundaki tıkanmaları ve eğitim eksikliğinden kaynaklandığını savunmaktadır (Müftüoğlu, 1997:267-271).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI OLANAKLARINDAN YARARLANMA AÇISINDAN KOBİ'LERİN DURUMU

2.1. KOBİ'lerin Sermaye Piyasasına Katılımını Kısıtlayan Faktörler

KOBİ'lerin finansmanında sermaye piyasasından fon temininin bir seçenek oluşturup oluşturamayacağı üzerinde durmak gerekir. Bu amaçla sermaye piyasasında son beş yıl içinde ihraç edilmiş menkul kıymet stoklarına bakıldığında menkul kıymet stoklarının ortalama %14,86'sını özel sektör menkul kıymet stoklarının (ağırlıklı olarak hisse senedi), % 85,14'lük bir kısmını ise kamu menkul kıymetlerinin oluşturduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle 1995-1999 yılları arasında yaratılan fonların ortalama %85'inin devlet tahvili ve hazine bonusu kanalıyla kamu kesimi tarafından kullanıldığı anlaşılmaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülten, Nisan 2000:19). Görüldüğü gibi ülkemiz sermaye piyasası, zaten hali hazırda mali sistem içinde küçük bir paya ve öneme sahiptir.

Diğer taraftan, Türkiye'de hisse senedi piyasası incelendiğinde İMKB'nin arz yönünden tam bir olgunluğa erişmemiş ve Türkiye'nin en büyük şirketleri arasında yer alan şirketlerden bir çoğunun halka açılmamış olduğu görülmektedir. Düzenli karı ve riski az olan büyük şirketlerin yakın gelecekte hisse senedi piyasasına girme potansiyeli taşınması, riski yüksek gelişmekte olan şirketlerin bu aşamada bu piyasadan faydalanma şansını azaltmaktadır (Yalçınar, 1995:108).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Türkiye'de şirketler kesiminin finansman yapılarını, finansal karar süreçlerini ve sermaye piyasalarından ne derece yararlanabildiklerini araştırmaya yönelik olarak 1996 yılında çoğunluğu imalat

sanayiinde faaliyet gösteren 2146 şirket üzerinde yapılan bir anket çalışmasında, şirketlerin ancak %14'ünün sermaye piyasalarından yararlanabildikleri görülmektedir. Aynı ankete göre, şirketlerin %72'sinin hiçbir zaman halka açılmayı düşünmediği, yüksek aktif toplamına ve çok ortağa sahip şirketlerin ise, halka açılmayı daha fazla tercih ettiği anlaşılmaktadır. Şirketlerin halka açılmama nedeni ilk sırada ve %78 oranında "ihtiyaç duyulmadığı" şeklinde ifade edilmiş, ikinci sırada "şirketin kontrolünün kaybedilmesi" nedeniyle halka açılmanın tercih edilmediği belirtilmiştir. Halka açılabilecek olan şirketlerin %43'ü, sermayelerinin %15'ine kadar olan kısmını halka açmayı düşünmektedir. Sermayesinin %51'inden fazlasını halka açabileceğini belirten şirket sayısı ise sadece %0,7 oranında kalmıştır (Erkan-Temir, 1996:26-27).

Söz konusu ankette halka açılmayı düşünmeyen şirketlerin, aktif büyüklüğü düşük ve az ortaklı şirketlerde yoğunlaştığı görülmüştür. Bu eğilimin başlıca nedenleri ise aşağıda verilmiştir:

-Genellikle işletme sahibi ile yöneticinin aynı olduğu bir aile şirketi olma özelliği gösteren KOBİ'lerde, yönetimi kaybetme, başkalarına hesap verme ve kar paylaşma endişesi bu şirketlerin halka açılmasında önemli bir engel oluşturmaktadır. Oysa bilindiği gibi, sermaye piyasası mevzuatına göre, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin imtiyazlı pay ihraç etme olanakları vardır. Aynı şekilde, hisse senedi ihraç etmek istemeyen şirketler için oy hakkı gibi ortaklık haklarını tanımayan, sahibine mali haklar tanıyan oydan yoksun hisse senetleri, katılma intifa senetleri gibi menkul kıymetler bulunmaktadır. Ancak aynı ankette, şirketlerin %28,4'ü "oydan yoksun hisse senedi"ni, %23,8'i "katılma intifa senedi"ni bilmediklerini ifade etmişlerdir.

-Bir çok girişimci kamu düzenlemelerinden kaçınmak amacıyla küçük kalmayı tercih etmektedir. Kamu otoriteleri tarafından fark edilmeyecekleri ve zorlandıklarında mevzuat dışı işlemlere girebilme esnekliğini taşıyacakları için işletmelerin küçük kalmayı avantajlı bulması sermaye piyasasına girme konusunda bir engel oluşturmaktadır. Diğer taraftan bu şirketler kamuyu bilgilendirme ve düzenli rapor hazırlama konusunda yeterli ve sağlam bir kurumsal yapı ve donanıma da sahip bulunmamaktadır.

-Bu konuyla ilgili bir diğer husus sermaye piyasası araçlarının ihracında katlanılacak maliyetleri bu şirketlerin karşılamasının güç olmasıdır.

2.2. KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Fon Temin Etme Olanakları

KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) karşısındaki durumunu incelemeden önce göz önünde bulundurulması gereken en önemli husus, SPKn'nun bir fon kanunu olmadığıdır. Yani sermaye piyasası acz içinde olan şirketlere şu veya

bu şekilde finansman sağlayan bir piyasa değildir (Eser, 1990:39). SPKn bir fon yaratma kanunu olmamakla birlikte, bu kanunun amaçları arasında iktisadi kalkınmayı gerçekteştirmeye yardımcı olmak ve bu amaçla gerekli düzenlemeleri yapmak da yer almaktadır. KOBİ'lerin de iktisadi kalkınmayı gerçekteştirmedeki rolleri dikkate alındığında, bunların sermaye piyasası mevzuatı çerçevesindeki düzenlemelerden yararlanma olanakları ve bu hususta karşılaşılan sıkıntılar üzerinde durulmalıdır.

2.2.1. Hisse Senedi İhracı Yoluyla Fon Temini ve Bu Konuda Karşılaşılan Sorunlar

Daha önce de belirtildiği gibi KOBİ'lerin finansman sorunlarından birisi belki de en önemlisi özkaynak yetersizliğidir. Küçük bir sermaye ile kurulan ve/veya yatırımları için kaynağa ihtiyaç duyan KOBİ'ler hisse senedi ihracı yoluyla fon temin etmek istediklerinde, bunları satın alacak kimse bulamamaktadırlar. Çünkü bu tür işletmeler ya yatırım aşamasındadırlar ya da zararları nedeniyle kar dağıtamayacak durumdadırlar. Bu nedenle KOBİ'lerin hisse senetlerine küçük tasarruf sahipleri ilgi göstermemektedir. Bu hisse senetlerini alan tasarruf sahipleri ise bunları, ihtiyaç duydukları zaman hemen paraya çevirememektedir. Çünkü bu tür hisse senetleri çoğunlukla kotasyon şartlarını karşılayamadığından borsada işlem görmemektedir.

Ayrıca hisse senedi ihracı konusunda karşılaşılan bir takım güçlükler de mevcuttur. Özellikle çok ortaklı KOBİ'lerin sermaye artırımını sırasında çıkarılan hisse senetlerini 3 aylık zaman zarfında mevcut ortaklara ve/veya üçüncü kişilere satarak bedellerini tamamen ve nakden tahsil etmeleri güç olmaktadır. Bu süre içinde satılamayan kısımlar da taahhüt veren banka, aracı kurumlar ve/veya ortaklar tarafından satın alınmaktadır. Ancak bankaların ve/veya aracı kurumların portföylerine riskli ve/veya uzun vadede getiri sağlayacak hisse senetlerini almada isteksiz davranmaları nedeniyle söz konusu kurumların KOBİ'lere taahhüt verdiği çok sık görülmemektedir.

SPKn'nun 12. maddesinde yer alan düzenleme ile şirketlerin sermaye artırım işlemlerine kolaylık sağlamak amacıyla "Kayıtlı Sermaye Sistemi" getirilmiştir. Bu sisteme göre şirket, yönetim kurulu kararı ile esas sözleşmede belirtilen sermaye tavanına ulaşınca kadar TTK'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı olmaksızın sermaye artırılabilmektedir. Böylece şirketler sermaye artırımını sırasında genel kurul toplanması ile ilgili katlanılan maliyetlerden kurtulmuş olmaktadır.

Kayıtlı Sermaye Sistemi'nin KOBİ'ler için en önemli faydası, bu işletmeler genellikle yatırım aşamasında oldukları ve gelecekteki nakit ihtiyaçlarını kesin olarak tahmin edemedikleri için, bunların kısa aralıklarla ve düşük tutarlarla sermaye artırımını yapabilmelerine olanak sağlamasıdır. Düşük tutarlarda sermaye artırımını

yapılmasının nedeni de bu şirketlerin ortaklarının yüksek miktarda sermaye koyacak yapıda olmamalarıdır.

Ancak bu işletmelerin büyük bölümü düşük sermaye ile kurulup daha sonra zaman içinde geliştikçe sermaye artırımına gitmektedirler. Buna bağlı olarak KOBİ'ler, kendileri için önem taşıyan bu sistemden, sisteme geçiş için öngörülen ve onlara göre oldukça fazla miktardaki belirli sermayeye sahip olma şartını gerçekleştiremediklerinden yararlanamamaktadırlar (Eser, 1990:41).

2.2.2. Borçluluğu Temsil Eden Menkul Kıymet İhraçlarında Karşılaşılan Sorunlar

SPKn'nun 13'üncü maddesi uyarınca, halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebileceği tahvil ve borçlanma aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, bağımsız denetlemeden geçmiş mali tablolarda yer alan çıkarılmış/ödenmiş sermaye, yedek akçeler ve yeniden değerlendirme değer artış fonundan fazla olamaz. Halka açık olmayan ortaklıklarda ise ihraç sınırı, TTK'nun 422. maddesinde belirtilen, genel kurulca onaylanan son bilançoda görülen çıkarılmış/ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamını aşamaz.

SPKn'nun 13'üncü maddesinin Bakanlar Kurulu'na verdiği yetkiye istinaden 27.01.1993 tarih ve 21487 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 93/3983 sayılı Bakanlar Kurulu kararı uyarınca anılan tahvil ihraç limiti, son yıl bağımsız denetlemeden geçmiş mali tablolarda yer alan net dönem karı elde edilmişse 6 katına, dönem karı bulunmaması halinde ise 3 katına çıkarılmıştır.

KOBİ'ler açısından değerlendirildiğinde, bu şirketlerde sermaye miktarının düşüklüğü ve özellikle ilk kuruluş yıllarında kar elde edememeleri nedeniyle, tahvil ihraç limitleri çok düşük tutarda kalacağından tahvil ihracından elde edilecek fon da ihtiyacı karşılayamamaktadır.

Tahvil ihracını engelleyen bir diğer unsur da taleptir. Bu tür şirketlerin çıkardığı tahvillerin riskli olduğu düşüncesi nedeniyle, küçük tasarruf sahiplerinin yanı sıra kurumsal yatırımcılar, özellikle de bankalar, bu şirketlerin tahvillerini satın almada isteksiz davranmaktadır. Ayrıca, KOBİ'lerin çıkaracağı tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde ödeneceğine ilişkin garantör bir kurum istenmekte, bu kurum da, KOBİ'lere yönelik garanti kurumları olmadığı için bankalar olmaktadır. Fakat bankalar da bu tür bir garantörlük yapmaktan kaçınmaktadırlar (Eser, 1990:108).

2.2.3. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri'nin Türkiye'de Uygulanması

Halka açılma ya da menkul kıymet ihracı konularında; bu işletmelerin tek tek halka açılması yerine, KOBİ'lere iştirak eden bir şirket, örneğin bir holding kurulması ve bu şirketin halka açılması ya da borçlanma senedi ihraç etmesi

suretiyle, şirket bünyesinde iştirak olarak yer alan bir çok KOBİ'nin finanse edilmesi şeklinde bir alternatifin, KOBİ'lerin yukarıda ifade edilen çekincelerini kısmen giderebileceği düşüncesiyle, ABD'deki küçük işletme yatırım şirketlerinden esinlenerek, %65'i TOBB, büyük sanayi ve ticaret odaları, TESK ve %35'i Halk Bankası, KOSGEB ve Halk Leasing A.Ş. ortaklığı ile 1997 yılında KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş. (KOBİ A.Ş.) kurulmuştur. Ödenmiş sermayesini Mart 1999'da 1 trilyon TL'na artıran bu şirket, büyüme potansiyeli ve dış pazarlarda rekabet imkanı olan KOBİ'lere ortaklık bazında finans desteği verip büyümelerini amaçlamaktadır. KOBİ'lerdeki ortaklık payının %30'u geçmemesini yatırım ilkesi olarak benimseyen KOBİ A.Ş., ortak olduğu KOBİ'ler büyüyüp piyasa değeri artınca, ortaklık payını satıp kar elde etmeyi amaçlamaktadır.

KOBİ A.Ş. temelde ülkemizdeki makro ekonomik olumsuzluklar nedeniyle ne yazık ki uygun koşullarda uzun dönemde fon yaratamadığı için bu güne kadar yatırım faaliyetlerine henüz başlayamamıştır. KOBİ A.Ş. türü finans şirketlerinin gelişmesi ve yenilerinin kurulmasının piyasa koşullarında desteklenmesi gerekmektedir (Miras, Dünya Gazetesi). Ancak, Türkiye'de yapılacak olası teşviklerde dünya uygulamasından alınan derslerin de kuşkusuz dikkate alınması gerekmektedir.

Devlet gücü ile KOBİ'lerin desteklenmesi sürecinin en eski örneğini oluşturan ABD'deki SBIC's (Small Business Investment Companies, Küçük İşletme Yatırım Şirketleri), 1958 tarihli Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Kanunu'na göre SBA'dan (Small Business Administration, Küçük İşletme İdaresi) belirli koşulları sağlamak suretiyle alınan özel izinle kurulan ve yalnızca küçük işletmelere yatırım ve finansal destek sağlamak amacıyla faaliyette bulunan özel finans kurumlarıdır.

SBIC'lerin sermayelerinin çoğu SBA'dan alınan faiz karşılığı kredilerden oluşmaktadır. SBIC'ler faiz ödeme yükümlülüklerinden dolayı uzun vadeli yatırımlara girememişler ve etkinliklerini kaybetmişlerdir. Bu yüzden devletin katılımı faiz karşılığı kredi yoluyla olmamalıdır. SBA sisteminin diğer bir sakıncası da doğrudan devletin bütçesine bağlı olmasının getirdiği bürokrasidir. Bu nedenle ülkemizdeki küçük işletme yatırım şirketleri formasyonunda bürokratik mekanizma kurulmaması, bu amaçla bütçe dışı fonların kullanılması gerektiği haklı olarak savunulmaktadır (Tuncel, 1996:123).

Bu finansman modelinin uygulamaya konulmasında, KOSGEB'in organizasyon yapısı içinde bir yatırım finansman birimi oluşturulması; söz konusu birimin Hazine Müsteşarlığı ile işbirliği içinde bu şirketlerin izin, kredi desteği ve denetimini üstlenecek biçimde örgütlenmesi; bu şirketlerin kuruluş prosedürünü ve yasal statüsünü belirleyen yasal düzenlemeler hazırlanması; bu şirketlerin kuruluşuna özellikle ticari bankaların katılımını sağlamak için ABD'de olduğu gibi bazı vergi teşvikleri sağlanması; KOSGEB'in bu KOBİ finansman modelini etkin bir biçimde

yürütebilmesi için, finansman kaynağı olarak kuruluş yasasına göre oluşturulan fonuna işlerlik kazandırılması önerilen yöntemler arasındadır (Sarıaslan, 1996:70-71; Sarıaslan, 1994:52-60).

2.2.4. Kredi Garanti Fonu'nun Türkiye'de Uygulanması

KOBİ'lerin sermaye piyasasından tahvil ihracı yoluyla doğrudan fon sağlamasında, ihraç edilecek tahvillerin talep yönünün artırılabilmesini teminen, bu tahvillerin anapara ve/veya asgari getirisine garantörlük yapmada kredi garanti fonunun etkili olabileceği savunulmaktadır. Dünyada benzerleri görülen kredi garanti fonu, gelişme potansiyeli ve uygun yatırım projeleri olan ancak ticari bankaların ekseriya gayrimenkul ipoteği biçiminde zorunlu kıldığı teminatı gösterme imkanı olmayan KOBİ'lere teminat(kefalet) hizmeti vererek bankalardan kredi almalarına yardımcı olan bir fon uygulamasıdır. Söz konusu fon, gerektiğinde işletmenin varlıklarını ya da kimi zaman işletmenin projesini dahi teminat olarak kabul ederek, bir komisyon karşılığında bankaya bir garanti belgesi göndermekte ve verilecek kredinin geri dönüşünü belli oranda garanti etmektedir.

Pek çok ülkede başarı ile uygulanan kredi garanti fonu uygulaması, ülkemizde de Almanya ile yapılan bir anlaşma çerçevesinde 1993'de Almanya destekli bir teknik işbirliği projesi olarak hayata geçirilmiş olup Almanya'nın desteği halen sürmektedir.

Kredi Garanti Fonu AŞ ve Alman Teknik İşbirliği Kurumu GTZ arasında akdedilen finansman anlaşmaları ile Alman hükümeti fonun ilk sermayesi için 3,5 milyon Mark katkıda bulunmuş, projenin başarısına bağlı olarak bu katkının 8 milyon marka çıkarılmasını taahhüt etmiştir.

Şu anda kredi garanti fonu teminatı sadece Halk Bankası'ndan alınan krediler için uygulanabilmekte ve söz konusu garanti kredinin %80'ini kapsamaktadır. Fonun hacmi takipteki bazı alacaklar için Halk Bankası tarafından çekilen miktarlar hariç şu anda 6,5 milyon DM'dir ve hepsi Halk Bankası'na yatırılmıştır. Fonun sağlayabileceği toplam teminat miktarı ise 32 trilyon DM'dir.

Türkiye'de KOBİ'ler açısından sermaye piyasalarında işletmelere garantörlük yapacak böyle bir kurumun gelişmesine ihtiyaç duyulduğu gerçeğinden hareketle, kredi garanti fonu konusunda başlatılan bu pilot uygulamanın başarılı olması için tıpkı leasing firmalarında olduğu gibi Kredi Garanti Fonları için de yasal bir düzenleme yapılarak bu fonların yasal bir kurum olarak tanımlanması, Hazine'nin bu fonlara belli bir dereceye kadar kontr garanti sağlaması önerilmektedir (Miras, Dünya Gazetesi).

Diğer taraftan kredilerin geri dönmemesi durumunda kredi garanti fonuna teminat olarak gösterilen malların nakde dönüştürülmesini çabuklaştıracak yasal düzenlemenin yapılması, teminat verme konusunda uzun süredir çalışan ve birikmiş

deneyimleri olan ve sayıları Türkiye çapında 850 civarında olan Esnaf ve Kefalet Kooperatifleri'nin çağdaş finansal kurumlar olarak yeniden örgütlenmelerinin desteklenmesi ve gelişmiş alt yapısı olan bir kısmının ilk aşamada kredi garanti fonlarına dönüştürülmesi bu hususa ilişkin diğer öneriler arasında yer almaktadır (Sarıaslan, 1996:68-70).

2.2.5. KOBİ'lere Finansman Sağlanmasında Kurumsal Yatırımcıların Rolü

Ülkemizde KOBİ yatırımlarının finanse edilmesinde kurumsal yatırımcıların önemli bir rolü bulunmaktadır. Mevcut düzenlemeler çerçevesinde “yatırım fonları” ve “risk sermayesi yatırım ortaklıkları” KOBİ'lere finansman sağlanmasında önemli iki kurumsal yatırımcı olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.5.1. KOBİ'ler Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Yatırım Fonlarına Aktarılması

Yatırım fonlarının işleyişine hakim olan ve yatırımların güvenilirliğini sağlayan temel bazı ilke ve esaslar bulunmaktadır. Bunlar;

- Riskin dağıtılması ilkesi ve portföy yönetiminde çeşitlilik
- Fon varlıklarının Takasbank A.Ş. nezdinde fon adına saklanması
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun on-line gözetimi
- Piyasa koşullarında işlem yapılması
- Şeffaflık
- Uzmanlaşmış portföy yönetimi
- Bağımsız dış denetim
- Kurumlar vergisi muafiyeti

olarak sıralanabilir.

KOBİ'ler, birden fazla KOBİ tarafından kurulabilecek şirketler veya bunların iştirakleri tarafından ihraç edilecek hisse senedi veya borçlanma senedi gibi menkul kıymetlerin, bu amaçla kurulacak ve yukarıdaki ilkeler çerçevesinde işleyen bir yatırım fonuna aktarılması, KOBİ'lere kurumsal yatırımcılar aracılığıyla kaynak aktarılmasında bir yöntem olarak kullanılabilir. Böylelikle hem küçük yatırımcılara güvenilir bir yatırım aracı sunulmuş olacak, hem de menkul kıymetlerin pazarlanabilmesinde kolaylık sağlanacaktır.

Bu amaçla kurulacak olan bu yatırım fonlarına sadece KOBİ'lerin değil, kamu veya özel sektörde yer alan diğer kuruluşlarca ihraç edilen borçlanma araçlarının ve hisse senetlerinin, ters repoların, yabancı menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının dahil edilmesi de söz konusudur. Ayrıca, riskin

dağıtılması ilkesi çerçevesinde bölgesel, sektörel veya yatırım alanları itibariyle de portföy çeşitlendirmesi yapılması mümkündür.

SPKn düzenlemeleri çerçevesinde yatırım fonlarını kurabilecek kuruluşlardan biri de bankalardır. Bu çerçevede Halk Bankası bir yatırım fonu kurucusu olarak sistemde yer alabilecek, aynı zamanda yatırım fonu katılma belgelerinin pazarlanması fonksiyonunu yerine getirebilecektir.

2.2.5.2. KOBİ'lerin Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Aracılığıyla Finansman Sağlama Olanakları

2.2.5.2.1. Genel Olarak

Türkiye'de planlı dönemde başlayan küçük ve orta büyüklükte işletmelerin korunması ve teşvik çalışmaları ikinci beş yıllık kalkınma planı ile sistematik şekilde girişimcilere sunulmuştur. Bu doğrultuda devlet, çeşitli banka ve kuruluşlar tarafından KOBİ'lere yönelik çalışmalar sürdürülmüş ise de gerçek anlamda risk sermayesi ile ilgili çalışmalar 1986 yılında gerçekleştirilmiştir (Zaimoğlu, 1995:190).

Bu dönemde, küçük teşebbüse destek vermek üzere ticari bir şirket olarak Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) kurulmuş, finansal destek konusu ise ayrıca ele alınarak risk sermayesi sistemine yer verilmiştir. TDA'nın teknik ve idari konularda müteşebbüse destek olması planlanmıştır. Bu çerçevede holding biçiminde kurulacak risk sermayesi şirketinin daha küçük risk sermayesi şirketlerine sermaye vermesi, yani bir anlamda bir devlet risk sermayesi kuruluşunun oluşturulması öngörülmüştür. Ancak TDA'nın bir finans kurumu olarak risk sermayesine ilişkin seçenekleri hayata geçirilememiştir.

Daha sonra Türkiye'de 1992 yılı başında alınan ekonomik istikrar tedbirlerinin finans reformuna ilişkin bölümünde, girişimciliği destekleme özelliğiyle risk sermayesi bir yatırım modeli olarak yer almıştır.

Risk sermayesi, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta büyüklükte işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yapılan uzun vadeli bir yatırımdır. Risk sermayesi yatırım ortaklığı, bu tür bir faaliyeti gerçekleştirebilecek oluşumlardan yalnızca bir tanesidir. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla küçük ve orta ölçekli şirketlere yatırım yapar ve elde ettikleri kazancı ortaklarına dağıtır. Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde bu ortaklıklar, hisse senetlerinin halka arz edilmesi ve borsaya kote edilme zorunluluğunun bulunduğu anonim şirketlerdir.

Devlet, kontrollü ve denetim altında işleyen bir finansal sistemin sağlanabilmesini gözettiğinden, SPKn'na tabi bir halka açık risk sermayesi yatırım ortaklığı yapısına vergisel teşvik sağlayarak, söz konusu şirketlerin portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarını kurumlar vergisinden muaf tutmuştur.

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının;

- Adi veya imtiyazlı hisse senetlerini satın almak suretiyle KOBİ'lere ortak olmak,
- KOBİ'ler tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini satın almak,
- KOBİ'lerin yönetimine katılmak, bu şirketlere danışmanlık hizmeti vermek, suretiyle KOBİ'lere finansman sağlayacak şekilde yapılandırılabilirmeleri mümkündür.

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının sağladığı temel avantajlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Birikimler profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmektedir.
- Halka açık bir şirket olması nedeniyle Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimine tabidir.
- Ortaklık portföyünün, portföye alınacak farklı risk sermayesi şirketlerinin menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarıyla çeşitlendirilmesi nedeniyle risk azaltılabilmektedir.
- Dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak tanınarak, bilimsel ve teknolojik alanda dünya ülkeleri ile rekabet edebilecek ürünlerin ortaya konulması sağlanabilmektedir.
- Ortaklık hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ile, riskli yatırımların likidite edilmesi mümkün hale gelmektedir.

2.2.5.2.2. Risk Sermayesi Kaynaklarının Oluşturulmasına Yönelik Olarak Yapılması Gereken Düzenlemeler

Risk sermayesi sürecine bakıldığında, risk sermayesi sisteminin işlemesi açısından iki temel faktörün bulunması şarttır. Bunlar; girişimciler ve fon sağlayabilecek birey ve kuruluşlardır.

Girişimciden kastedilen şey, fikir sahibi yeni teknolojik yatırımcılar ile küçük ve orta büyüklükte işletmelerdir. Risk sermayesi finansman modelinin en belirgin özelliği yeni ve teknolojik gelişmeye yönelik yatırımların finansmanı olup, özellikle ABD uygulamasında bu modelin daha çok bilgisayar ve elektronik alanlarındaki yatırımları finanse etmek için kullanıldığı ifade edilmekte ise de, özellikle Batı Avrupa uygulamalarında bu model, genişleme ya da büyüme yatırımlarının finansmanında da başarı ile uygulanmaktadır. Bir başka anlatımla, kar potansiyeli

yüksek olan her yatırım projesi risk sermayesi bulma olanağına sahiptir (Sarıaslan 1992:1).

Türkiye’de risk sermayesinin girişimci boyutunu, öncelikle mevcut işletmeler içindeki %95’in üzerinde ağırlığı ile KOBİ’ler oluşturmaktadır. Genç bir nüfusa sahip olan Türkiye’de bir yandan kendi işini kurma ve işletme sahibi olma eğilimi artarken diğer yandan ODTÜ-KOSGEB, İTÜ-KOSGEB işbirlikleriyle üniversitelerde oluşturulan bilim parklarında genç girişimciler kendilerine sağlanan imkanlar çerçevesinde teknolojik olarak yenilikler içeren ürünler üretebilmektedir. Dolayısıyla risk sermayesi için gerekli olan potansiyelin ülkemizde mevcut olduğu söylenebilir (Aypek, 1998:130).

Risk sermayesine fon sağlayabilecek birey ve kuruluşlar açısından ise sıkıntılar bulunmaktadır. Risk sermayesi sisteminin uzun vadeli olması, bu sıkıntıların temel kaynağını oluşturmaktadır. Türkiye’de kısa dönemlilik yaygınlaşmıştır. Bu bağlamda parasal ve finansal konular ön plana çıkarken, üretim, teknoloji, yatırım, verimlilik gibi reel ekonomiyle ilgili konular ikinci plana düşmüştür (Soydemir, 1994:32). Bu durumda tasarruf sahipleri 8-10 yıl vadeli yatırımlara yönelmemektedir. Ayrıca, kamunun cari işlemler açığını kapatmak için kısa vadede yüksek faizlerle fon talebi söz konusudur. Bu durum kamu kesiminin fonlar üzerindeki baskısını artırmakta ve fonlar kamuya akmaktadır. Dolayısıyla bugünkü şartlarda risk sermayesi yatırımları için fon bulunması zorlaşmaktadır.

Risk sermayesi yatırımı yüksek riskli ve uzun vadede karlı hale gelebilecek ve likidasyonu uzun zaman alabilecek bir yatırım biçimidir. Bu nedenle risk sermayesi yönteminin gelişebilmesi için yatırımcıların yatırdıkları fonlardan cazip kar elde edebilecek kadar bekleyebilmeleri gerekmektedir. Türkiye’de mevcut durumda en azından risk sermayesi sisteminin tanınması ve yerleşebilmesi açısından, uzun dönemli vaadlere uygun dayanıklı yatırım sermayesi kaynaklarına, başka bir ifadeyle belirli bir süre bekleyerek kar elde etmeyi uygun bulabilecek bir yatırımcı grubuna ihtiyaç vardır (Çonkar 1995:45; Eser, 1993:32). Bu tür yatırımcılar kesinlikle küçük tasarruf sahibi yatırımcılar olmayıp, kurumsal yatırımcılar ve kendi servetine ve gelirine çok güvenen bireysel yatırımcılardır. Bu anlamda Türkiye’deki en büyük kurumsal yatırımcı da devlettir.

Batı’da risk sermayesi fonlarının başlıca yatırımcılarını yatırım bankaları, hayat sigortaları ve emekli sandıkları oluşturmaktadır. Yatırım bankaları tamamen sermaye piyasasına yönelmiş, menkul kıymetler alıp satan, aracı kurumun biraz üstünde, ancak ticari bankaların dışında bir kurumdur (Aypek, 1998:132; Akgüç, 1996:804). Bu şekilde faaliyet gösteren bir kurum Türkiye’de henüz yoktur. Son zamanlarda hayat sigortası şirketleri büyük bir gelişme göstermektedir. Ancak ellerindeki serbest yani plasmana hazır portföy, risk sermayesi projelerini destekleyecek kadar büyük olmayabilir. Özel emekli sandıkları Türkiye’de yeni

kurulmakta olup, bu konuda OYAK, T. İş Bankası Emekli Sandığı gibi kuruluşların risk sermayesi yatırımında bulunmak gibi bir girişimleri henüz olmamıştır.

Bu ortamda, İTÜ/KOSGEB işbirliği projeleri gibi, özellikle ABD ve Avrupa'da uygulamaları görülen bilim parkları (science parks) şeklinde, üniversite sistemine bağlı (vakıfları da kapsayacak şekilde) üniversite-sanayi işbirliğinde teknoloji üretim merkezlerinin kurulması önerilmektedir. Bu merkezlere, tek başına yetersiz kalan diğer kaynakların küçük katkıları ve deneme mahiyetindeki yatırımlarının aktarılması sağlanabilecektir (Tuncel, 1996:126).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KOBİ'LERİN SERMAYE PİYASASINA KATILIMINDA MENKUL KİYMET PİYASALARININ ROLÜ

Bir çok ülkede borsalar, kotasyon kurallarını karşılayamayan küçük ve orta büyüklükteki şirketler için kotasyon kuralları daha düşük olan ek piyasalar kurmuşlardır. Ancak borsaların kurduğu ikinci piyasaların kotasyon koşulları ne kadar düşük olsa da bu koşulları karşılayamayan şirketler bulunduğundan, bu şirketlerin hisse senetlerine ikinci el piyasa yaratma işlevini kimi ülkelerde borsalar yerine tezgah üstü piyasalar (TÜP) üstlenmektedir.

Ülkemizde 2499 sayılı SPK'nın 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'la değişik 40'ıncı maddesinde Sermaye Piyasası Kurulu'na, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına imkan sağlayacak piyasalar ve sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı diğer teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle ülke örneklerine kısaca yer verilecek, daha sonra ülkemizdeki mevcut durum ve düzenlemeler çerçevesinde KOBİ'ler için uygun pazar koşullarının ne şekilde düzenlenebileceği incelenecektir.

3.1. KOBİ'ler İçin Uygun Pazar Yapısının Belirlenmesi

3.1.1. FIBV Çalışma Grubunun Tespitleri

Nisan 1994'te Stockholm'de düzenlenen FIBV (Uluslararası Menkul Kıymetler Borsaları Federasyonu-International Federation Of Stock Exchanges) Çalışma Komitesi toplantısında, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için oluşturulacak en uygun pazar yapısının belirlenmesi amacıyla, 12 üye borsanın temsilcilerinden oluşan özel bir çalışma grubu kurulmuştur (Frosdall, 1995:1 Küçükçolak, 1997:52). Söz konusu çalışma grubunun faaliyetleri kapsamında yapılan bir dizi anket sonucunda hazırlanan raporlarda KOBİ'ler için menkul kıymet pazar koşullarının geliştirilmesi bakımından bazı tespit ve önerilerde bulunulmuştur.

FIBV çalışma grubunun tespitleri çerçevesinde, KOBİ'ler için uygun pazar koşullarının geliştirilmesinde, aşağıda belirtilen hususların öncelikle tartışılması ve dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir (Frostdall, 1995:41. Küçükçolak, 1997:52) ;

- KOBİ'lerin tanımı,
- KOBİ'lerin halka açılma ve Borsa'da işlem görme ile amaçladıkları ve beklentileri, işletmelerin yeni sermaye artırımı, mevcut ve muhtemel yatırımcılara sunulacak hizmetleri geliştirme şansları,
- Borsa kotuna alınma ve kotta kalma için gerekli yükümlülükleri yerine getirebilme potansiyelinin şirketler için yatırımcılar ve aracılar açısından bir kalite göstergesi olması,
- Yüksek likidite, daha iyi bir fiyatlama imkanı sağladığından likiditenin, şirket kalitesi ile birlikte diğer çok önemli bir konu olması,
- KOBİ'ler normal olarak büyük sermaye ihtiyacı içinde oldukları için, halka açılmanın bu ihtiyacın karşılanmasında uygun bir alternatif oluşturup oluşturmadığı,
- KOBİ'lerin borsa dışı TÜP'lerde işlem görmesi durumunda ise, bu piyasaların düzenlemeye tam anlamıyla uygun olmadığı, gerçekleşen işlem ve şirket bilgileri ile kamuya açıklanan bilgilerin tam olarak düzenlenemediği,
- Yüksek riskli şirketlerin kota alınıp alınmaması,
- Diğer piyasaların veya aracı kuruluşların kendi kendilerine, KOBİ'lere borsalardan daha iyi hizmet sağlanıp sağlayamayacağı, örneğin EASDAQ'ın geleneksel borsalara bir alternatif oluşturup oluşturamayacağı,
- Ana pazarın yanında kurulan paralel pazarların; yatırımcı davranışındaki değişiklikler (yatırımcılar daha ziyade blue chips diye nitelenen hisselerle yönelmişlerdir), yatırımcı tipindeki değişiklikler, likidite ve hedging alternatifleri ve yeni işlem mekanizmaları nedeniyle istenilen başarıyı sağlayamamış olması.

3.1.2. Pazar Sürecinin Entegrasyonu ve İşlem Sistemleri

Borsalarda önceden mevcut paralel pazarların, istenen başarıyı tam olarak sağlayamadığı tespiti ile birlikte, FIBV çalışma grubu, yaptığı değerlendirmeler çerçevesinde, borsaların kendi ülkelerindeki KOBİ'leri dikkate alan aktif bir politika izlemeleri gerektiği sonucuna varmıştır (FIBV, 1995:17. Küçükçolak, 1997:74-75). Bu tür şirket hisselerinin işlem görmesinde ayrı bir KOBİ pazarının varlığı önemli görünmektedir. KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacına yönelik özel ve yeni bir pazarın oluşturulmasında özellikle sermaye piyasalarının ülke ekonomisine yönelik bir entegrasyon yaklaşımı içinde olunması önem taşımaktadır. Entegre yaklaşım tarzı da KOBİ pazarına yönelik mevcut bir stratejinin mevcudiyetini gerektirmektedir. Farklı pazarlarda ve farklı risk derecelerinde işlem

gören bu tür hisselerde, pazarlama ve bilgilendirme istenen başarıyı beraberinde getirmektedir.

Sonuç olarak; sermaye piyasalarında KOBİ'ler için bir politika/stratejinin belirlenmesi, ana pazar ile KOBİ pazarı arasındaki farklılıklar konusunda genel bilgilendirme düzeyinin yükseltilmesi gerekmektedir.

KOBİ pazarlarındaki işlem sistemlerinin ana pazar ile entegre çalışması en uygun çözümdür. Zira bu durum aracı kurumların iki pazar arasındaki geçişlerini kolaylaştırır ve KOBİ pazarındaki şirketlere yönelik ilgi ve dikkatin artmasını teşvik eder. KOBİ pazarlarına yönelik işletim sistemlerinin mevcut olanlardan farklı olmaması gerekmektedir. Mevcut ve uygulanmakta olan işletim sistemleri, tarafların güvenlerini pekiştirerek işlemlerin verimli olmasına ve şeffaflaşmasına yardımcı olurlar. İşlemler için belirtilen hususlar takas ve saklama için de geçerlidir (Küçükçolak, s. 75).

Her ülkede işletmelerin yapısı, menkul kıymetler piyasasının, bankaların, sigorta şirketlerinin ve yatırım şirketlerinin önemi birbirinden farklı olduğu gibi, ülke ekonomilerinin finansman projelerine bakışı da farklılık arz etmektedir. Genel ekonomi içindeki menkul kıymet piyasalarının ağırlığı, mülkiyet yapısı, şirketlerin ölçekleri birbirinden oldukça farklıdır. Bu nedenle çözüm önerilerinin değerlendirilmesinde bu farklılıkların gözden uzak tutulmaması gerekir. Örneğin KOBİ'lerin finansmanı için aynı çözüm veya model, iki farklı ülkede farklı sonuçlar verebilir. Bunun için diğer ülkelerde başarılı olmuş modellerin uygulanmasından önce, yerel unsurlara göre gözden geçirilmesi ve düzeltilmesi uygun olacaktır (Küçükçolak, s. 52).

3.2. KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasaları Yoluyla Çözümüne İlişkin Örnekler

3.2.1. Tezgah Üstü Piyasalar

TÜP'lerin oluşma ortamlarında en gerekli bileşenlerden biri piyasa yapıcılarıdır. Bir piyasa yapıcınının beklentisi, piyasa yapıcılığını üstlendiği şirketin hisse senetlerinin yeterince likit olması yani satma durumunda hisse senetlerini kolayca paraya çevirebilmesidir. Piyasa yapıcı bazı durumlarda zarar edeceğini bile bile piyasa yapıcısı olduğu bir menkul kıymeti almak zorunda kalabilir. Ama orta ve uzun vadede beklentisi, piyasa yapıcısı olduğu hisse senetlerinin alım ve satım fiyatı arasındaki farklardan kar elde etmektir. Piyasa yapıcı bu nedenle orta ve uzun vadede büyüme ya da en azından istikrar beklentisi içinde olduğu şirketlerin piyasa yapıcısı olmayı isteyecektir.

TÜP'lerin sağlıklı ve dolayısıyla istikrarlı çalışabilmesinin bir diğer önemli koşulu kamuyu aydınlatmadır. Dünyadaki başarılı TÜP uygulamalarında kamuyu aydınlatma ile ilgili düzenlemeler son derece etkin bir biçimde uygulanmaktadır.

Piyasanın önemli aktörlerinden piyasa yapıcılarının gözetimi de sağlıklı bir piyasa için kaçınılmaz unsurlardan biridir. TÜP'lerin işlem mekanizmasının temelinde yer alan piyasa yapıcılarının gözetimi ve denetimi, NASDAQ veya EASDAQ'ta olduğu gibi meslek kuruluşlarının titizlikle yapması gereken işlemlerdir (Erdoğan, 1997:33-34).

3.2.1.1. ABD'de Başarılı Bir Örnek: NASDAQ

NASDAQ (National Association of Securities Dealers' Automated Quotation), NASD'ın (National Association of Securities Dealers) 1971'de kurduğu bir bilgisayar ve telekomünikasyon sistemine dayanan elektronik araçlar arası kotasyon sistemidir (Yalçınır 1996:41). NASDAQ hisse senetleri piyasası dünyanın en büyük elektronik ve ekrana dayalı bir tezgah üstü piyasasıdır. Yenilikçi ve hızlı büyüme potansiyeline sahip şirketlere yönelik olan NASDAQ iki pazardan oluşmaktadır. NASDAQ'ın ilk pazarı olan Ulusal Pazar'da (National Market) hisse senetleri hızlı işlem gören büyük şirketler yer aldığı için bu pazara giriş şartları daha ağırdır. Küçük Ölçekli Pazar'da (Small Cap Market) ise büyüme potansiyeline sahip şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir.

NASDAQ 1999 yılında ABD'deki üç temel piyasa içinde; işlem gören pay adedi açısından %56'lık bir paya, 485 adet birincil hakla arz ile (Initial Public Offering) %89'luk bir paya sahiptir. NASDAQ'ın büyüme hızını anlatabilmek için bir örnek verirsek, bundan on yıl önce işlemlerin gerçekleşebilmesi gün boyu sürerken, mevcut durumda 1 saat içinde istendiği kadar menkul kıymet pazarda işlem görebilmektedir (<http://www.nasdaq.com>).

Menkul kıymet pazarlarının ana sorumluluğu olan, pazarda likiditenin sağlanması işlevini NASDAQ'ta "dealer"lık sistemi sağlamaktadır. NASDAQ'ın ABD'deki diğer piyasalardan ayırıcı özelliği çift piyasa katılımcılı bir sisteme sahip olmasıdır. Bu sistemde birbiriyle rekabet halindeki piyasa yapıcılar ve müşteri emirlerini NASDAQ'a ileten Electronic Communications Networks (ECNs) gelişmiş bir bilgisayar ve telekomünikasyon ağı üzerinden işlem yapmaktadır.

NASDAQ'ın kuruluş tarihi olan 1971'den bu yana sağladığı başarı, rekabete dayalı piyasa yapıcılarının mevcut olduğu sisteme bağlanmaktadır. Kuşkusuz bu başarıda; piyasa yapıcılı/sponsorların yanı sıra, ekrana dayalı pazar verimliliği, güvenilir düzenlemeler, gerçekçi kotasyon standartları, istekli yatırımcılar ve tatmin olmuş ihraççıların rolü de büyüktür (Küçükçolak Ali, 1997 s.92).

1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nda değişiklik yapan 1938 tarihli Maloney Kanunu ile borsalara üye olmayan komisyoncu ve araçlara ilişkin kanuni esaslar belirlenmiştir.

Bu yasaya göre ulusal düzeyde herhangi bir menkul kıymetler meslek birliğinin SEC'e (Securities and Exchange Commission) kayıtlı olması

gerekmektedir. Bu tür meslek birliklerinin işlemlerde dürüstlüğü sağlamak ve yüksek standartlar geliştirmek için kural koyma yetkileri bulunmaktadır. Bu yasaya göre kurulan birlik sayısı ikidir. Bunlardan NASD, NASDAQ piyasasının işleyişinden ve tüm tezgah üstü piyasalar ve burada işlem gören menkul kıymetlerden sorumludur.

NASD'ın işleyişi ile ilgili kurallar ve üyelerin sorumlulukları gibi hususlar içtüzükle ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Bu kuralların uygulanması, değiştirilmesi veya kaldırılması görevi, çoğunluğu üyeler tarafından seçilen yönetim kuruluna aittir. NASDAQ'ta piyasa yapıcı olarak çalışmak isteyen aracılar NASD'a üye olmak zorundadırlar. SEC, piyasa gözetimi ve piyasanın denetlenmesine ilişkin görevlerin çoğunu NASD'a ve diğer öz düzenleyici organlara bırakmış olup, bu alandaki sorumluluğunu bu tip organların çalışmalarını denetleyerek yerine getirmektedir. NASD kendi koyduğu kuralların yanında federal kanunlara ve SEC'nin koyduğu kurallara uyulup uyulmadığını da gözetir. NASD ayrıca piyasada aracılık yapan kurumların gözetimini yapar. Aracı kurumlar gözetimi, NASD'a üye firmaların satış yöntemlerini ve bu firmaların finansal yapılarının sağlıklılığına yöneliktir.³

3.2.1.2. Avrupa Menkul Kıymet Dealerları Birliği (EASD) ve EASDAQ

Avrupa tek sermaye piyasasına ulaşmada 1994 yılında önemli bir aşama kaydedilerek Avrupa Menkul Kıymet Dealerları Birliği kurulmuştur. Birlik tarafından kurulan EASDAQ, yüksek hızla büyüyen şirketlerin sermaye piyasası yoluyla finansmanı için düşünülmüş bir modeldir. Onaylanmış, düzenli bir piyasa olarak kabul edilme, sermaye piyasalarında Pan Avrupa Birliği'nin oluşmasını sağlayacak Avrupa çapında direktifler ve karşılıklı tanınma böyle bir pazarın sağladığı avantajlar arasında sayılabilir.

NASDAQ'ın Avrupa'daki muadili olan EASDAQ da hukuki ve teknik alt yapı bakımından çok yüksek standartlarda kurulmuş bir piyasa özelliği göstermektedir. Kaldı ki EASDAQ, NASDAQ'ta olmayan bir misyonu, yani Avrupa Birliği içinde uluslararası bir piyasa olma misyonunu üstlenmiştir.

Tüm şirket hisse senetlerinin bir arada kolayca görülebilmesi, rekabetin artırılması, bilgi dağıtımının kolaylaşması, TRAX veya ISMA sistemi tarafından desteklenebilmesi ve çok geniş bir alanda işlem yapabilme imkanı gibi avantajları nedeniyle EASDAQ'ta işlemler fiziki bir işlem salonu yerine elektronik ortamda gerçekleştirilmektedir.

EASDAQ'ta uygulamasını gördüğümüz bir diğer önemli unsur sponsorluk kavramıdır. Bu kurum piyasa içinde piyasa yapıcılığı kadar önem kazanmakta ve

³ NASD ile ilgili ayrıntılı bilgi için Bkz. YALÇINER, Barbaros: Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları: ABD ile Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Ankara 1996, s. 25-49; ERATALAY, Süleyman: Öz Düzenleyici Kuruluşlar ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Öz Düzenleyici Kuruluşların Rolü, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği İçin Bir Örnek Statü, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1998

EASDAQ mevzuatı sponsorluk kurumuna önemli sorumluluklar ve cezai yaptırımlar yüklemektedir. Sponsor kuruluşlar, şirketlerin taşıdığı riskliliği önemli ölçüde kendi üzerlerine almakta ve piyasadaki spekülasyon hareketlerin doğurduğu paniklerden etkilenmelerini engelleyerek istikrarı sağlamaktadır (Erdoğan, 1997:33-34).

3.2.2. Avrupa'daki Örnekler

3.2.2.1. İngiltere Örneği ve Alternative Investment Market (AIM)

İngiltere'de 1980'li yıllarda çok başarılı olan kot dışı pazar (Unlisted Securities Market), 1989 yılında kot içi pazarın kotasyon kurallarının Avrupa Topluluğu direktiflerine uyumlu olması için esnekleştirilmesinin sonucu olarak, düzenleme ve maliyetler açısından kot içi pazarla benzer duruma gelmiş ve firmaların ana piyasayı seçmeleri sonucunda önemini kaybederek 1993 yılında kapatılmıştır.

Kot dışı pazardan alınan en önemli ders, ikinci pazarın; düzenleme ve maliyetler açısından ana pazardan açık şekilde farklı olmasına ve tamamen bu pazarın aktif şekilde yönetimine ve pazarlanmasına yönlendirilmiş bir yönetim takımının oluşturulmasına ihtiyaç olduğudur (Küçükçolak Ali, 1997 s.95).

AIM, Londra Borsası bünyesinde yapılandırılmış olup, borsanın deneyimlerinden, hizmetlerinden ve teknolojisinden yararlanmakla birlikte ayrı bir pazar kimliği taşımaktadır. Şirketler açısından AIM'e girişin kolay ve maliyetlerinin düşük olması, kişisel yatırımcıya sağlanan vergi muafiyetleri, RNS sistemi ile bilgi temini, atanmış danışman ve brokerların mevcudiyeti, önemli avantajlardır. AIM'de şirketlerden belli bir faaliyet süresini doldurmuş olma, belli bir büyüklüğe ve sermayeye sahip olma, en az belli bir hisseyi halka arz etmesi istenmemekte, şirketler piyasa koşulları içinde yatırımcıların taleplerini artırabilmek için hangi kriterleri sağlamaları gerektiğine kendileri karar verebilmektedir. Şirketlerin atacağı adımlar resmi borsa kriterlerinden ziyade piyasa koşulları tarafından belirlenmektedir.

AIM kuralları oluşturulurken minimumdan ve sadece yasadan doğan şartlardan başlanmış, ancak gerekli olduğu hissedildiğinde ilave kurallar getirilmiştir. Ana hedef, düzenlemeleri mümkün olduğunca az sayıda belirlemektir. Ancak bunu gerçekleştirirken, yatırımcılara daha iyi koruma sağlamak için gerekli kuralları belirlemek, doğru dengeyi sağlamak ve bu dengenin sağlanmasında danışmanların rolünü tespit etmek önem taşımaktadır (Küçükçolak, 1997:98-99)⁴.

AIM'de işlem görecektir şirketler için danışmanlık sağlanması ve borsa işlemlerinde destek olunması AIM'in en önemli amacını oluşturmaktadır. Bu amacın gerçekleşmesi için AIM'deki tüm şirketler zorunlu olarak, atanmış danışman (nominated advisor) ve atanmış broker (nominated broker) tayin etmek zorundadır.

⁴ AIM'in ayrıntılı açıklamaları için Bkz.: Regulatory Guide, Domestic Equity Market, Traditional Options Market and AIM, London Stock Exchange, <http://www.londonstockexchange.com/aim>.

Atanmış danışman, şirketin pazara kabulünde ve pazarda işlem gördüğü süre boyunca yerine getirilmesi gereken yükümlülükler konusunda danışmanlık görevi yerine getirir. Atanmış broker ise şirket hisse senedi işlemlerinin en iyi şekilde karşılaşmasını sağlamak için faaliyet gösterir.

3.2.2.2. Fransa Örneği: Paris Borsası, Yeni Pazar(Le Nouveau Marché)

Mart 1996'da faaliyete başlayan Le Nouveau Marché özerk bir piyasa olup, Société du Nouveau Marché adlı bağımsız bir şirket tarafından yönetilmekte ve işletilmektedir. Société du Nouveau Marché piyasanın düzenlenmesinden, üyelerin kabulünden, hisse senetlerinin kotasyona alınmasından ve kottan çıkarılmasından ve üyeler arasındaki işlemlerin takasından sorumludur. AB'nin Yatırım Hizmetleri Direktifinde tanımlandığı gibi düzenlenmiş-örgütlenmiş bir piyasadır. Mevcut bir piyasanın altında bir alt pazar olmadığı gibi Paris Borsasının daha düşük kotasyon kriterleri bulunan ikinci pazarına geçiş için ara kademe olarak da düşünülmemiştir.

Pazarın temel hedefi, piyasalardan sınırlı şekilde yararlanabilen, hızlı gelişme potansiyeline sahip girişimci şirketlerin gelişmelerinin finansmanı için gerekli kaynağı sağlamaktır. Şirketlerin gelişme potansiyel ve kapasitelerinin uluslararası boyutta ve Avrupa'daki standartlara yakın nitelik taşıması gerekmektedir. Pazar yönetimine yardımcı olmak ve pazara girişleri teşvik etmek için on daimi üyeden oluşan bir Danışma Komitesi oluşturulmuştur. Yatırımcıların korunmasında önemli bir tedbir ise, halka arza ve pazara girişe bir aracı kuruluşun, bir anlamda vasilik olarak nitelendirilebilecek şekilde sponsorluk etmesinin ve gelişme projelerini kontrol etmesinin istenmesidir. Aracı kuruluşların en önemli iki işlevinden biri sponsorluk, diğeri ise likiditenin teminidir. Sponsor durumundaki aracı kuruluş, şirket hakkında hazırladığı ayrıntılı bir analiz raporunu kamunun yararlanmasına açık tutar. Piyasanın likiditesinin temininde ise, piyasa yapıcılarca verilen kotasyonlar ile belirli miktardaki emirleri otomatik karşılaştıran sistem önem taşımaktadır (<http://www.nouveau-marche.fr>).

3.2.2.3. Neuer Markt ve SMAX

Almanya'da borsalara kote olan şirketler; resmi piyasa (official trading), düzenlenmiş piyasa (regulated market) ve düzenlenmiş resmi olmayan piyasa (regulated unofficial market) olmak üzere üç katmanlı bir piyasa yapısında işlem görmektedir. Kamu kesimi menkul kıymetleri resmi piyasa ve düzenlenmiş piyasada işlem görmekte olup, özel sektör menkul kıymetlerinin işlem gördüğü düzenlenmiş resmi olmayan piyasaya Deutsche Börse tarafından Mart 1997'de Neuer Markt, Nisan 1999'da ise SMAX (Small Caps High Standarts) eklenmiştir. Bu kademeli yapı, küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin likidite ve risk düzeyi baz alınarak piyasada kendi arasında da katmanlaşması hedeflenerek gerçekleştirilmiştir.

Neuer Market, gelişme potansiyeli yüksek girişimci şirketler için oluşturulmuştur. Bu piyasada menkul kıymet ihraç edecek şirketlerin sıkı başvuru ve kotasyon şartlarını yerine getirmesi gerekmektedir. Böylece mümkün olan en fazla bilginin sağlanarak yatırımcıların bu piyasaya katılımının artırılması amaçlanmıştır. SMAX ise orta ölçekli şirketler için yüksek standartlar, şeffaflık ve likidite şartlarını karşılamada daha başarılı olan şirketler için düşünülmüştür (<http://www.neuermarkt.de>).

3.2.2.4. Euro NM

Euro NM (European New Market), yüksek büyüme potansiyeli olan küçük şirketler için kurulu olduğu ülke veya faaliyet gösterdiği sektöre bakılmaksızın oluşturulmuş organize bir Pan Avrupa piyasasıdır. Yeni piyasa temelde şu şirketleri bünyesine çekmeyi hedeflemektedir:

- Büyüme planı olan yeni şirketler,
- Yüksek teknoloji şirketleri,
- Sermayesi kurucu veya yöneticileri tarafından karşılanmış ama artık yeni ortak arayışında olan şirketler,
- Hızlı gelişen şirketler.

Uluslararası nitelikte Pan Avrupa Borsalar Network'ü olarak tanımlanan Euro NM 4 borsanın bir araya gelmesiyle oluşturulmuştur. Fransa'da Le Nouveau Marche, Mart 1996'da, Belçika Almanya ve Hollanda'da ise yeni pazarlar Mart 1997'de faaliyete geçmiştir. Her biri aynı amaçları gerçekleştirmeye yönelik olarak kurulan söz konusu pazarlar kendi ülkelerindeki yerel piyasadaki temsil boyutlarına Avrupa boyutunu da kazandırmak ve güçlerini bir araya getirmek için Euro NM'i oluşturmuşlar ve hızlı büyüyen şirketler için Avrupa çapında bir ağ kurarak organize bir piyasanın kurulması ve desteklenmesini sağlamışlardır (Küçükçolak, 1997:130). Daha sonra gruba 1999 yılında oluşturulan İtalya yeni pazarı (Nuovo Mercato) girmiştir.

Euro NM, European Economic Interest Group'un yasal statüsü içinde kurulmuştur. Oluşturulan yasal yapı, Avrupa Menkul Kıymetler Piyasalarında ilk kez görülmekte olup, oldukça esnek bir zeminde hazırlanmıştır. Bu yapı, Avrupa'daki tüm borsalara kendi kimliklerini muhafaza ederek Euro NM'e katılabilme imkanı vermektedir.

Söz konusu 5 ülkenin yeni şirketler pazarları, yeni piyasanın üyelerini oluşturmaktadır. Euro NM üyeleri söz konusu Avrupa Borsalar network'ünü düzenleyen kuralları içeren Piyasaların Uyumlaştırılması Anlaşmasını (Markets Harmonization Agreement) imzalamıştır. Bu anlaşma ihraççılar, üyelik ve piyasa kurallarına ilişkin her bir üye tarafından benimsenmiş asgari standartları

belirlemektedir. Buna göre; kotasyon başvuruları şirketin kote olacağı ülkenin piyasa yetkililerine teslim edilir. Kotasyonun kabulü için izahname, şirketin taşıdığı risk faktörünün açıklanması ve advisor veya piyasa yapıcının bir yıllık minimum yüklenim miktarını içermesi gerekmektedir. Kote olan şirketler üçer aylık mali tablolarını yayınlamak zorundadır. Şirket yöneticileri, ellerinde bulunan şirket hisselerinin %80'ini en az 6 ay ellerinde tutmayı taahhüt etmelidir. Anlaşma, Yatırım Hizmetleri Direktifinde tanımlanan niteliklere sahip aracı kurumlar, advisorlar ve piyasa yapıcıların görevlerini tanımlamaktadır. Ayrıca söz konusu anlaşma, bireysel ve kurumsal yatırımcılardan alınan emirleri yerine getirebilecek emirlerin merkezi olarak toplandığı piyasa yapıcılık içeren bir yapı sağlamaktadır.

Potansiyel ihraççıları hedefleyen ve seçici bir prosedürü içeren kotasyon kriterlerinin uyumlaştırılması, yatırımcılara yenilikçi, yüksek büyüme potansiyeli olan şirketlere ulaşma imkanı vermektedir.

Piyasada Avrupa'da kurulmuş ve Avrupa Yatırım Hizmetleri Direktifi'nde tanımlanan kurallar uyarınca aracılık yapmaya yetkili olan aracılar işlem yapabilmektedir. Bu aracılar, sponsor-piyasa yapıcı, dealer-broker veya takas üyesi(settlement agent) olabilecektir.

Sponsor-piyasa yapıcılar, şirketleri yeni piyasaya hazırlamak ve piyasa yapmaya yetkili olduğu menkul kıymetler için söz konusu işlevi yerine getirmek görevini üstlenir. Sponsorun üç görevi vardır:

-İhraççının kamuyu aydınlatma amacıyla hazırlaması gerekli olan izahname dahil tüm dokümanların hazırlanmasına yardımcı olmak,

-İhraççının mali durumu ile ilgili düzenli olarak rapor hazırlamak,

-Menkul kıymetin tanıtımını garanti etmek.

Dealer-broker, kendisi veya başkası hesabına emir verebilir. Müşteri kendi adına belirli bir menkul kıymetin piyasa yapıcı tarafından alınmasını istiyorsa, buna göre işlem yapılır. Ancak böyle bir talimat gelmesi halinde müşteri hesabına onun menfaatlerini koruyacak şekilde alım satım yapılır. Takas üyesi ise piyasada yapılan anlaşmaların tamamlanmasında görev alır (<http://www.euro-nm.com>).

3.3. Avrupa'daki Hızlı Büyüyen Şirketler İçin Yeni Pazarların Karşılaştırılması

Gelişim sürecini tamamlamış NASDAQ'ı bir tarafa bırakırsak, özellikle Avrupa'da hızlı büyüyen KOBİ'lere yönelik olarak kurulan ve yukarıda özetle bahsedilen pazarları başlıca, sponsor ve piyasa yapıcı bulundurma zorunluluğu, asgari sermaye, halka açılan hisselerin piyasa değeri ve yöneticilere işlem yasağı açısından karşılaştırmalı olarak incelemek daha net bir fikir verecektir.

TABLO 4: KOTA ALMA KRİTERLERİ

BORSALAR	SPONSOR/ DANIŞMAN	PİYASA YAPICI	MİNİMUM TOPLAM AKTİF	MİNİMUM SERMAYE VE RESERV	MİN. PİYASA DEĞERİ	HALKA AÇIKLIK ORANI	YÖNETİCİLERE HİSSE SATIŞ YASAĞI	ORTAK. HİSSE SATIŞ YASAĞI	FAAL. SÜRESİ
AİM	Evet	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Evet	Hayır	Hayır
EASDAQ	Evet	Evet	3.5 milyon ECU	2 Milyon ECU	Hayır	100 Kişi/%20	Evet	Evet	Hayır
NOUVEAU MARCHE	Evet	Evet	Hayır	8 Milyon FF	10 Milyon FF	10 Mio.FF/Piy. Değ Min. 100.000 hisse/%10'u piyasa yapıcının elinde	Evet	Evet	Hayır
NEUER MARKT	Evet	Evet	Hayır	Hayır	10Milyon DM	Tercihen %25 /Min. %15	Hayır	Evet	Evet
Euro NM	En az bir sponsor veya piyasa yapıcı		Hayır	-	-	100.000 hisse/%20	Hayır	Evet	Hayır
YŞP	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Hayır	Sermaye Kademeli:%5,10 ,15	Hayır	Hayır	Hayır

TABLO 5:KOTTA KALMA KRİTERLERİ

BORSALAR	YILLIK BAĞIMSIZ DENETİM	6 AYLIK BAĞ. DEN	3 AYLIK BAĞ. DEN	MUHASEBE STANDARDI	YÖNETİCİLERİN İŞLEMLERİNİN DUYURULMASI	BÜYÜK ORTAKLARLA BAĞLANTILI İŞLEMLERDE ORTAKLIK İZİNİ	ÖNEMLİ MİKTARDAKİ İŞLEMLERDE ORTAKLARIN İZİNİ
AİM	Evet	Hayır	Hayır	UK, IAS veya US GAAP	Evet	Hayır	Evet
EASDAQ	Evet	Evet	Evet	IAS, IAS'a uyumlaştırılmış,ABD'de kotasyon için başvuran veya işlem gören şirketler için US GAAP	Hayır	Hayır	Hayır
NOUVEAU MARCHE	Evet	Evet	Evet	Fransız, IAS, US GAAP	Evet	Hayır	Hayır
NEUER MARKT	Evet	Evet	Evet	IAS, US GAAP veya Alman Muh. Std. Uyumlaştırılmış	Hayır	Hayır	Hayır
Euro NM	-	Hayır	Hayır	IAS veya US GAAP(veya mutabakata varılmış milli standartkar)	Hayır	Hayır	Hayır
YŞP	Evet	Evet	Evet	SPK	Evet	Hayır	Hayır

(KAYNAK: Daghlian,1997: 2-15, Küçükçolak, 1997:147-148, Euro NM'le ilgili bilgiler <http://www.euro-nm.com> adresinden derlenmiştir.)

Ülke örneklerine bakıldığında söz konusu pazarlar içinde EASDAQ'ın NASDAQ örnek alınarak oluşturulmuş ayrı bir piyasa olarak örgütlendiği, diğer ülkelerdeki pazarların ise ana pazarlar yanında ikincil pazarlar olarak işlev gördüğü anlaşılmaktadır.

Avrupa çapında, inceleme kapsamındaki tüm oluşumlarda genel yaklaşım, kota almada belirli bir aktif büyüklük veya karlılığın aranmaması, buna karşılık likiditeyi artırıcı birer unsur olarak piyasa yapıcı ve/veya sponsor uygulamasının mevcut olması gerektiğidir.

Diğer taraftan yine tüm uygulamalarda bağımsız denetim ve muhasebe standartlarının sıkı biçimde takip edildiği, diğer bir deyişle şirketler için aranan kuralların belirlenmiş uygunluk kriterlerinden daha ziyade kamuyu aydınlatma üzerinde yoğunlaştığı, bu durumun gerek KOBİ'ler için borsalar nezdinde oluşturulmuş alternatif pazarlarda, gerekse NASDAQ örnek alınarak oluşturulan ve tezgah üstü piyasa yapısı arz eden EASDAQ'ta mevcut olduğu dikkat çekmektedir.

Avrupa Birliği üyesi ülkelerde KOBİ'lere yönelik ulusal piyasaların ve bu piyasaların entegre olduğu Avrupa Menkul Kıymetler Borsası oluşumunun önem taşıdığı ve bu alanda Euro NM ile büyük bir adım atıldığı görülmektedir.

Yukarıda her bir ülke bazındaki oluşumlardan çıkarılacak bir diğer önemli sonuç da, tüm bu pazarların oluşturulmasında temel alınan unsurun büyüme potansiyeli taşıyan şirketler olmasıdır. Aksi halde hisse senetlerinin herhangi bir piyasada işlem görmesini isteyen bir şirketin ne sponsor ne de piyasa yapıcı bulma imkanı olacaktır. Nitekim, anılan şirketlerin yapılarına ve faaliyet alanlarına bakıldığında ilk göze çarpan özellik, bu şirketlerin çalışan sayısı ve aktif büyüklüğü kriterlerine göre küçük olmasına karşılık, katma değeri yüksek ve hızla gelişen telekomünikasyon, bilgi teknolojisi, yazılım ve biyoteknoloji gibi yeni ekonomi tabir edilen alanlarda faaliyet göstermeleridir.

3.4. Türkiye'deki Durumun Değerlendirilmesi

3.4.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Bünyesindeki Pazarlar

3.4.1.1. Bölgesel Pazar(Kot Dışı Pazar)

Bölgesel Pazar, ülkenin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir ortamda işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur.

Bu pazara girişle elde edilmesi hedeflenen faydalar; uzun vadeli kaynak temini, şirket ortaklarına likidite ve kaynak fırsatı, şirket tanıtımı, kurumsallaşma, yüksek kredibilite ve ulusal pazara hazırlık olarak sıralanabilir.

Bölgesel Pazarlar, İMKB Ulusal Pazar'ından geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetlerini kapsamaktadır. Bölgesel Pazarlar'da işlem görme koşullarını taşıyan şirketler bu pazara İMKB Yönetim Kurulu kararı ile alınırlar.

Pazara kabul için aranan belli başlı şartlar incelendiğinde, bu şartların Ulusal Pazar'a nazaran hafifletilmiş olduğu görülmektedir. Şöyle ki (İMKB Bölgesel Pazar Genelgesi);

1-Menkul kıymetin piyasada mevcut ya da muhtemel tedavül hacminin Borsa Yönetimi'nce yeterli kabul edilmesi,

2-Esas sözleşmenin Bölgesel Pazarda işlem görecek hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,

3-Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirileceğinin taahhüdü,

4-Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,

5-Tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,

6-Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması,

7-Şirketin kuruluşundan itibaren en az 2 yıl geçmiş olması, sermayesinin en az %25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğunun belirlenmesi halinde 1 yıl geçmiş olması,

8-Son yıl ile ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurulmuşsa) dahil olmak üzere mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,

pazara kabul için aranan belli başlı şartları oluşturmaktadır.

3.4.1.2. Yeni Şirketler Pazarı

Yeni Şirketler Pazarı, yeni kurulmuş olmakla birlikte büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. Oluşturulan bu pazar aracılığı ile bir yandan yeni şirketlerin gelişimi teşvik edilirken, diğer taraftan görece olarak daha fazla risk alarak daha yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcılara da yeni yatırım alternatifleri sunulmaktadır. Yeni Şirketler Pazarı, ekonomideki atıl kaynakları, büyüme potansiyeli olan bu tip genç ve dinamik şirketlerin yatırımları için gerekli sermaye ihtiyaçlarını karşılamaya yönlendirerek ülke ekonomisinin gelişmesine katkıda bulunmayı hedeflemektedir.

Yeni Şirketler Pazarı 3 Nisan 1995'de kurulmuş, ilk işlemler ise 6 Temmuz 1996 tarihinde başlamıştır. Yeni Şirketler Pazarı'ndaki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır. Yeni Şirketler Pazarı'nda fon bulmakta güçlük çeken şirketlerin bu ihtiyaçlarını daha rahat şekilde karşılamalarını, yatırımcılar için de risk çeşitlendirmesi imkanını sağlamak amacıyla, asgari faaliyet süresi ve karlılık gibi şartlar aranmamaktadır.

Yeni Şirketler Pazarında Bölgesel Pazar için yukarıda sayılan ilk beş kritere ek olarak (İMKB Yeni Şirketler Pazarı Genelgesi);

-Şirketlerin sermaye artırımını yoluyla yapacakları halka arzlar hariç olmak üzere hisse senetlerinin ilk kez Borsa kanalıyla halka arz ediliyor olması,

-Kuruluş amacı, faaliyet konusu ve kapsamı, iş planları ve projeleri bakımından pazarda işlem görebilecek düzeyde olduğunun Borsa Yönetimi'nce yeterli kabul edilmesi,

-Borsa Yönetimi'nce geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle üretime ara verilmemiş olması,

-Şirket kurucu ve garantörlerin Yeni Şirketler Pazarı genelgesinde belirtilen şartları taşıyor olmaları,

gibi şartlar aranmaktadır. Yeni şirketler pazarında yeni kurulmuş şirketlerin faaliyet göstereceği dikkate alınarak, yatırımcıların yatırım kararı almalarındaki tereddütleri ortadan kaldırmak amacıyla garantörlük esası getirilmiştir. Bu uygulama ile yatırımcıların bu pazardaki şirketlere ilişkin tereddütlerini ortadan kaldırmak ve şirketler açısından güven unsurunu tamamlamak amaçlanmıştır.

Garantörlüğü şirket kurucuları, yönetim kurulu üyeleri veya bir banka üstlenebilir. Garanti süresi hisse senetlerinin Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem görmesinden başlayarak asgari bir yıldır. Bu garanti ilk olağan genel kurulun yapılmasına ve bağımsız denetimden geçmiş mali tabloların yayınlanmasına kadar geçerlidir. Garanti kapsamı kötü niyetli iflas, konkordato, tasfiye ve benzeri durumlarla sınırlıdır. Garanti tutarı ise en az halka arz edilen hisse senetlerinin toplam adedi ile halka arz fiyatının çarpılması sonucunda bulunan tutar kadar olmalıdır.

Hisse senetleri Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem görecektir için, ilk yıl sonu bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar yayınlanana kadar her ay düzenlenecek bilanço ve gelir tablolarının yayınlanmak üzere borsaya gönderilmesi, ara dönemler dahil olmak üzere yıl sonu mali tablolarının tümünün bağımsız denetimden geçirilmesi ve borsa tarafından belirlenen bilgilerin aylık bazda kamuya bildirilme yükümlülüğü bulunmaktadır. Görüldüğü üzere mevcut düzenlemelerde, risk unsuru taşıyabileceği düşünülen yeni şirketler pazarında yatırımcının korunması ve kamuyu aydınlatma ilkelerinden ödün verilmemiştir.

3.4.2. Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazarı Genelgelerinde Yapılması Planlanan Değişiklikler

İMKB Yönetim Kurulu'nun 13.07.2000 tarih ve 135 sayılı Bülteninde ilan edilen 12.07.2000 tarihli toplantısında, Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazarı Genelgeleri'nin aynı teknik ve işleyiş esasları ve seans saatleri uygulanmak üzere

yeniden düzenlenmesine karar verilmiştir. Bahse konu düzenlemeler henüz yürürlüğe girmemiştir.

Söz konusu düzenlemede Bölgesel Pazar'ın adının İkinci Ulusal Pazar, Yeni Şirketler Pazarı'nın ise Yeni Ekonomi Pazarı olarak değiştirilmesi öngörülmüş olup, pazarların isminde yapılan şekli değişiklik dışında, KOBİ'lerin İkinci Ulusal Pazarda, telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım, donanım, medya ve Borsa Yönetim Kurulu'nun uygun göreceği benzeri sektörlerde faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin ise Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görmesi düşünülmüştür.

Bölgesel Pazar yerine İkinci Ulusal Pazar Genelgesi olarak adlandırılması düşünülen genelgenin "Amaç" başlıklı birinci maddesinde, gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamaya, söz konusu pazarın amaçları arasında yer verilmiş olup, genelgenin içeriğindeki temel değişiklikler, pazara kabul için aranan şartlarda ve kayıt ücretleri konusundadır. Buna göre; Bölgesel Pazar'a kabul için aranan, yukarıda açıklanan şartlar tümüyle kaldırılmış, Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi için başvuran şirketlerin İkinci Ulusal Pazar'a kabul edilebilmeleri, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketlerin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri ve hisse senetlerinin tedavül hacmi göz önüne alınarak Borsa Yönetim Kurulunun vereceği karara bağlanmıştır.

Diğer taraftan Bölgesel Pazar genelgesinde düzenlenen kayıt ve kayıta kalma ücreti ile borsa payının, yapılan yeni düzenlemede kaldırılması öngörülmüştür.

Yeni Şirketler Pazarı yerine geçmek üzere düzenlenmesi düşünülen Yeni Ekonomi Pazarı Genelgesi'nin amaç maddesine teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak temin etmeleri hususu eklenmiş olup, İkinci Ulusal Pazar Genelgesi'ne paralel olarak bu genelgede de yukarıda Yeni Şirketler Pazarı için açıklanan kotasyon şartları kaldırılmış, pazara kabul şartı Borsa Yönetim Kurulu'nun değerlendirmesine tabi tutulmuştur. Ayrıca kayıt ve kayıta kalma ücreti ile borsa payının kaldırılması öngörülmüştür.

Yeni Ekonomi Pazarında yapılması öngörülen bir diğer önemli değişiklik; Yeni Şirketler Pazarı için aranan garantörlük esasına yer verilmemesidir.

3.4.3. Aracı Kuruluşlar Birliği

KOBİ'lerin sermaye piyasasına katılımında kamu otoritesi ve işlem göreceği piyasalar kadar, meslek kuruluşlarının da önemli bir yeri bulunmaktadır.

2499 sayılı SPKn'na 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı kanunla eklenen 40/B maddesi ile kamu kurumu niteliğinde meslek kuruluşu olarak örgütlenmek üzere "Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği" ihdas edilmiştir. Kanunun

gerekçesinde Birliğin temel amacı, mesleki disiplin ve işbirliğini sağlamak, meslek kurallarını oluşturarak sermaye piyasasında aracılık mekanizmasının gelişmesine katkıda bulunmak şeklinde ifade edilmiştir. Söz konusu düzenleme ile sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmaya mevzuatla yetkili kılınmış tüm aracı kuruluşların Birliğe üye olmak üzere başvuruları zorunlu kılınarak, öngörülen amaca ulaşabilmek için bir işbirliğinin sağlanması hedef alınmıştır.

Söz konusu birliğin statüsünün yürürlüğe girmesi ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği'nin faaliyete geçmesinden sonra SPK düzenleme yaparken aracı kuruluşların tamamını temsil eden bu birliği muhatap alabilecek, ayrıca manipülasyon ve içerden öğrenenlerin ticareti denetimleri hariç, periyodik denetimlere daha az gereksinim duyacak ve birliğin görevlerini etkin bir biçimde yerine getirip getirmediğiyle ilgili denetim üzerinde yoğunlaşacaktır. Ayrıca yine bugüne kadar SPK tarafından yapılan aracı kurumların ortaklık, organizasyon yapısı ve merkez dışı örgütlerinin takibi ile ilgili konular birliğin faaliyet alanları arasında yer alabilecek ve Sermaye Piyasası Kurulu'na periyodik olarak gönderilen tablolar, sermaye yeterliliği tabloları ve aracı kuruluşlarda çalışan personelin izlenmesi de Birliğe devredilmiş olmakla hem Sermaye Piyasası Kurulu'nun üzerindeki yük hafifleyecek hem de Birliğin öz düzenleyici bir kuruluş olması nedeniyle aracı kuruluşlarda oto kontrol mekanizmasının etkin olarak işletilmesi sağlanacaktır (Eratalay, 1998:279).

3.4.4. Piyasa Yapıcılık

Piyasaya likidite kazandırmak açısından önemli bir unsur da piyasa yapıcılık uygulamasıdır. Hazine Müsteşarlığı yeni borçlanma stratejisi çerçevesinde, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin(DİBS) ihracında ve ikincil piyasa işlemlerinde etkinliği sağlamak amacıyla, 2000 yılı mayıs ayında piyasa yapıcılığı sistemine geçmiştir. Müsteşarlık tarafından belirlenen piyasa yapıcılık yeterlilik kriterleri doğrultusunda hazine ile piyasa yapıcı olarak belirlenen bankalar arasında birer Piyasa Yapıcılık Sözleşmesi imzalanmaktadır.

İMKB bünyesinde piyasa yapıcılıkla ilgili mevcut düzenlemeler, Uluslararası Pazar ve Vadeli İşlemler Piyasası yönetmeliklerinde piyasa yapıcılık uygulamasına ilişkin olarak yer alan hükümlerdir. Bunun yanı sıra 08.08.2000 tarih ve 24134 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren ve İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 21'inci maddesine eklenen fıkrada, Borsa yönetim kurulunun halen uygulanmakta olan çok fiyat yönteminin yanı sıra, gelişen piyasa şartları ve ihtiyaçları doğrultusunda belirleyeceği esaslar dahilinde tek fiyat yöntemi, piyasa yapıcılığı ve diğer işlem yöntemlerinin de uygulanmasına imkan verecek düzenlemeler yapılabileceği ve yapılacak bu düzenlemeler kapsamında emir işlem ve öncelik kurallarında farklı esaslar belirlenebileceği hükme bağlanmıştır.

3.4.5. Genel Değerlendirme

FIBV çalışma grubunun tespitleri hareket noktası olarak alındığında KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla yönelik ayrı bir pazarın varlığı önemlidir. Bu bakımdan borsa nezdinde yer alan veya tezgah üstü nitelikte bir piyasanın etkin şekilde çalışabilmesini sağlamak için bir iletişim ve telekomünikasyon ağının oluşturulması, likiditenin sağlanması açısından piyasa yapıcılık ve/veya sponsorluk uygulamasına yer verilmesi ve kamunun aydınlatılması büyük önem taşımaktadır.

Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde, aracı kuruluşlar birliğinin oluşturulması ve piyasa yapıcılık için yasal zeminin hazırlanmış olduğu görülmektedir. Aracı kuruluşlar birliğinin yasal statüsünün hazırlanmasını takiben aracı kuruluşların meslek kuralları ve kendi iç denetimleri vasıtasıyla piyasadaki etkinliklerinin artırılması mümkün hale gelebilecektir. Piyasa yapıcılık bakımından bir değerlendirme yapıldığında, KOBİ'lerin niteliksel ve niceliksel özellikleri nedeniyle aracı kuruluşların bu tür şirketlerin hisse senetlerine piyasa yapıcı olmayı son derece riskli bulmaları söz konusu olabilecektir. Bu anlamda, KOBİ menkul kıymetlerinin yatırımcılar için cazip kılınması açısından küçük işletme yatırım şirketleri ile kredi garanti fonu ve risk sermayesi oluşumlarının katkısı büyük önem taşımaktadır. Ancak söz konusu oluşumların henüz tam anlamıyla işlerlik kazanmamış olduklarını ifade etmek gerekir.

Diğer taraftan etkili bir gözetim ve denetim için gerekli olan teknolojik alt yapı oluşturulmasının yüksek maliyet taşıyacağı ve kamuyu aydınlatma açısından bu tür şirketlerin raporlamalarının ve alım satım işlemlerinin etkin biçimde denetlenmesini temin etmenin taşıdığı önem de gözden uzak tutulmamalıdır. Bu nedenle, ilk aşamada ayrı bir tezgah üstü piyasa veya mahalli borsalar yerine, İngiltere'deki AIM örneğinde olduğu gibi, İMKB'nin teknik olanaklarından yararlanan ancak ayrı bir kimlik taşıyan katmanlı bir yapının aktif hale getirilmesi uygun bir çözüm olabilir. Bu yapıda sanayi sektörü ile yeni ekonomi şirketlerinin ayrımının yapılması da kuşkusuz büyük bir önem taşımaktadır.

Aracı kurumların iki pazar arasındaki geçişlerinin kolaylaştırılabilmesi ve bu şekilde KOBİ pazarındaki şirketlere yönelik ilgi ve dikkatin artmasının sağlanabilmesi için, KOBİ pazarlarındaki işlem sistemlerinin ana pazar ile bağlantılı çalışması gerekir. İşlemlerin verimli ve şeffaf olmasının sağlanması ve tarafların karşılıklı güvenlerinin sağlanması bakımından, mevcut ve uygulanmakta olan işlem sistemlerinin kullanılması uygun olur. Sözü edilen bu yapının AB'ne giriş sürecinin yaşandığı bu günlerde ülkemiz açısından önemli olan, Euro NM tarzı bir oluşuma entegrasyon açısından da önem taşıdığını belirtmek yerinde olur.

SONUÇ

KOBİ'lerin sermaye piyasasından faydalanmaları iki bakımdan ele alınabilir. Bunların ilki menkul kıymetlerin halka arzıdır ve ortaklığı ve/veya borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihracı şeklinde gerçekleşir. İkinci olarak ise arz edilen menkul kıymetlerin satışı yani talep yönü karşımıza çıkar. Bu yüzden arz ve talep yönünün birlikte ele alınarak öncelikle ihraç koşullarının KOBİ'ler yönünden değerlendirilmesi, daha sonra ise ikincil piyasa işlemlerine likidite kazandırılarak talebin artırılmasına yönelik önlemler alınması gerekmektedir.

Ortaklığı ve/veya borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin ihracında talebin artırılmasını temin etmek için küçük işletme yatırım şirketleri, kredi garanti fonu ve risk sermayesi oluşumları önem taşımaktadır.

Halka açılma ya da menkul kıymet ihracı konularında; bu işletmelerin tek tek halka açılması yerine, KOBİ'lere iştirak eden bir şirket, örneğin bir holding kurulması ve bu şirketin halka açılması ya da borçlanma senedi ihraç etmesi suretiyle, şirket bünyesinde iştirak olarak yer alan birçok KOBİ'nin finanse edilmesi alternatiflerden birisidir. Bu çerçevede 1997 yılında kurulan KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş. türünde küçük işletme yatırım şirketlerinin gelişmesi ve yenilerinin kurulmasının piyasa koşullarında desteklenmesi gerekmektedir.

Ülkemizdeki küçük işletme yatırım şirketleri formasyonunda bürokratik mekanizma kurulmaması, bu amaçla bütçe dışı fonların kullanılması ve devletin katılımının faiz karşılığı kredi yoluyla olmaması gerektiği düşünülmektedir. Ayrıca, KOSGEB'in organizasyon yapısı içinde bir yatırım finansman modeli oluşturulması; KOSGEB içinde oluşturulacak söz konusu yapının Hazine Müsteşarlığı ile işbirliği içinde bu şirketlerin izin, kredi desteği ve denetimini üstlenecek biçimde örgütlenmesi; anılan şirketlerin kuruluş prosedürünü ve yasal statüsünü belirleyen düzenlemeler hazırlanması ve kuruluşlarına özellikle ticari bankaların katılımını sağlamak için ABD'de olduğu gibi bazı vergi teşvikleri sağlanması; KOSGEB'in bu KOBİ finans modelini etkin bir biçimde yürütebilmesi için finansman kaynağı olarak kuruluş yasasına göre oluşturulan fonuna işlerlik kazandırılması bu finansman modelinin uygulamaya konulmasında önerilebilecek hususlardır.

KOBİ'lerin sermaye piyasasından tahvil ihracı yoluyla doğrudan fon sağlamasında, ihraç edilecek tahvillerin talep yönünün artırılabilmesini teminen, bu tahvillerin anapara ve/veya asgari getirisine garantörlük işlevini üstlenebilecek kredi garanti fonu kurumunun gelişmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu konuda ülkemizde başlatılmış olan pilot uygulamanın başarılı olması için tıpkı leasing firmalarında olduğu gibi Kredi Garanti Fonları için de yasal bir düzenleme yapılarak bu fonların yasal bir kurum olarak tanımlanması, Hazine'nin bu fonlara belli bir dereceye kadar kontr garanti sağlaması önerilebilir. Diğer taraftan kredilerin geri dönmemesi durumunda kredi garanti fonuna teminat olarak gösterilen varlıkların nakde

dönüştürülmesini çabuklaştıracak yasal düzenlemenin yapılması, teminat tesisi konusunda uzun süredir çalışan, deneyimli ve sayıları Türkiye çapında 850 civarında olan Esnaf ve Kefalet Kooperatifleri'nin çağdaş finansal kurumlar olarak yeniden örgütlenmelerinin desteklenmesi ve gelişmiş alt yapısı olan bir kısmının ilk aşamada kredi garanti fonlarına dönüştürülmesi bu hususa ilişkin diğer öneriler olarak ileri sürülebilir.

Diğer taraftan bu şirketlerin kayıtlı sermaye sisteminden faydalanmalarını sağlamak amacıyla sisteme geçiş için öngörülen asgari sermaye tutarının azaltılması, tahvil ihraçları hususunda ise garantörlük mekanizmasıyla birlikte uygulanmak üzere Bakanlar Kurulu kararıyla tahvil ihraç limitinin artırılması uygun bir çözüm olabilir.

KOBİ'ler, birden fazla KOBİ tarafından kurulabilecek şirketler veya bunların iştirakleri tarafından ihraç edilecek hisse senedi veya borçlanma senedi gibi menkul kıymetlerin, bu amaçla kurulacak bir yatırım fonuna aktarılması, KOBİ'lere kurumsal yatırımcılar aracılığıyla kaynak aktarılmasında bir yöntem olarak kullanılabilir. SPK'n düzenlemeleri çerçevesinde yatırım fonlarını kurabilecek kuruluşlardan biri de bankalardır. Bu çerçevede örneğin Halk Bankası bir yatırım fonu kurucusu olarak sistemde yer alabilecek, aynı zamanda yatırım fonu katılma belgelerinin pazarlanması fonksiyonunu yerine getirebilecektir.

Risk sermayesi sisteminin işlemesi açısından ise iki temel faktörün bulunması şarttır. Bunlar; girişimciler ve fon sağlayabilecek birey ve kuruluşlardır. Risk sermayesi yatırımı, yüksek riskli, uzun vadede karlı hale gelebilecek ve likidasyonu uzun zaman alabilecek bir yatırım biçimidir. Bu nedenle risk sermayesi yönteminin gelişebilmesi için yatırımcıların yatırdıkları fonlardan cazip kar elde edebilecek kadar bekleyebilmeleri gerekmektedir. Türkiye'de mevcut durumda en azından risk sermayesi sisteminin tanınması ve yerleşebilmesi açısından, uzun dönemli yatırım sermayesi kaynaklarına, başka bir ifadeyle belirli bir süre bekleyerek kar elde etmeyi uygun bulabilecek bir yatırımcı grubuna ihtiyaç vardır. Bu tür yatırımcılar kesinlikle küçük tasarruf sahibi yatırımcılar olmayıp, kurumsal yatırımcılar ile alım gücü yüksek bireysel yatırımcılardır. Bu anlamda Türkiye'deki en büyük kurumsal yatırımcı da devlettir.

Batı'da risk sermayesi fonlarının başlıca yatırımcılarını yatırım bankaları, hayat sigortaları ve emekli sandıkları oluşturmaktadır. Türkiye'de bu gibi kuruluşların risk sermayesi yatırımında bulunmak gibi bir girişimleri yeterli düzeyde olmamıştır. Bu ortamda, İTÜ/KOSGEB işbirliği projeleri gibi, özellikle ABD ve Avrupa'da uygulamaları görülen bilim parkları şeklinde, üniversite-sanayi işbirliğinde teknoloji üretim merkezlerinin kurulması önerilebilir. Bu merkezlere, tek başına yetersiz kalan diğer kaynakların küçük katkıları ve deneme mahiyetindeki yatırımlarının aktarılması sağlanabilecektir.

Çözüm üretebilmenin ana koşullarından biri de karşılıklı tanıma ve bilgilendirme. 1998’de İMKB ve KOSGEB’in işbirliği ile KOBİ NET denilen bir network kurulmuştur. KOBİ NET hem mevcut KOBİ’lerle ilgili bütün bilgileri hem de borsaya ilişkin bilgileri internet ortamında sağlamaktadır. Böyle bir sistemin kurulması ile birlikte gerek sermaye piyasası ve pazarlarla gerek aracı kurumlarla ilgili her türlü bilgiyi alabilecek bir ortam yaratılmaya çalışılmıştır. Bu tip bilgi kaynaklarının çoğaltılması gerekmektedir.

KOBİ’lerin Sermaye Piyasası Kanunu karşısındaki durumunu incelerken göz önünde bulundurulması gereken en önemli husus, sermaye piyasasının acz içinde olan şirketlere finansman sağlayan bir piyasa olmadığıdır. Nitekim çalışmamız kapsamında incelenen ABD ve Avrupa örneklerinde de KOBİ’lerle ilgili oluşturulan alternatif pazarlarda şirketler için aranan en önemli kıstas, büyüme potansiyeline sahip olmalarıdır. Aksi halde hisse senetlerinin herhangi bir piyasada işlem görmesini isteyen bir şirketin ne sponsor ne de piyasa yapıcı bulma imkanı olacaktır. Nitekim, sözü edilen şirketlerin yapılarına ve faaliyet alanlarına bakıldığında ilk göze çarpan özellik, bu şirketlerin çalışan sayısı ve aktif büyüklüğü kriterlerine göre küçük olmakla birlikte, katma değeri yüksek ve hızla gelişen telekomünikasyon, bilgi teknolojisi, yazılım ve biyoteknoloji gibi “yeni ekonomi” tabir edilen alanlarda faaliyet göstermeleridir.

Ülkemiz açısından bakıldığında, genellikle KOBİ denilince imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan işletmeler akla gelmektedir. Oysa, işyerleri sayısını sektörler açısından değerlendirdiğimizde hizmet işletmeleri ekonominin sayısal olarak ağırlık noktasını oluşturmaktadır Diğer taraftan uluslararası kuruluşlar tarafından yapılan araştırmalarda, Türkiye’nin internet piyasasının, içinde bulunduğu bölgede en geniş piyasalardan biri olabilme potansiyelini taşıdığına işaret edilmektedir.

Gerek borsa nezdinde gerek ayrı bir tezgah üstü piyasa şeklinde olsun, bir piyasanın etkin şekilde çalışabilmesi için iletişim ve telekomünikasyon ağı, likiditenin sağlanması açısından piyasa yapıcılık ve/veya sponsorluk uygulaması ve kamuyu aydınlatma büyük önem taşımaktadır. Ülkemizde, aracı kuruluşlar birliğinin oluşturulması ve piyasa yapıcılık için yasal zemin hazırlanmış durumdadır. Aracı kuruluşlar birliğinin yasal statüsünün hazırlanmasından sonra aracı kuruluşların etkin biçimde piyasada yer alması, meslek kuralları ve kendi iç denetimleri vasıtasıyla etkinliklerinin artırılması mümkün olabilecektir. Piyasa yapıcılık hususu değerlendirildiğinde, KOBİ’lerin niteliksel ve niceliksel özellikleri nedeniyle aracı kuruluşların bu tür şirketlerin hisse senetlerine piyasa yapıcı olmayı son derece riskli bulmaları olasılık dahilindedir. Bu çerçevede küçük işletme yatırım şirketleri, kredi garanti fonu ve risk sermayesi oluşumlarının katkısı, KOBİ menkul kıymetlerinin

yatırımcılar için cazip kılınması açısından önem taşımaktadır. Ancak söz konusu oluşumlar da henüz tam olarak işlerlik kazanmış değildir.

Diğer taraftan gözetim ve denetim için gerekli teknolojik alt yapı oluşturma maliyetinin oldukça yüksek olacağı ve kamuyu aydınlatma açısından bu tür şirketlerin raporlamalarının ve alım satım işlemlerinin etkin biçimde denetlenmesini temin etmenin önemi de dikkate alınarak, ilk aşamada ayrı bir tezgah üstü piyasa veya mahalli borsalar yerine, İngiltere'deki AIM örneğinde olduğu gibi, İMKB'nin teknik olanaklarından yararlanan ancak ayrı bir kimlik taşıyan katmanlı bir yapının aktif hale getirilmesi uygun bir çözüm olacaktır.

Kuşkusuz bu yapıda sanayi sektörü ile yeni ekonomi şirketlerinin ayrımının yapılması da önem taşımaktadır. Katmanlı yapı ile kastedilen, Almanya örneğinde olduğu gibi küçük ve orta büyüklükteki şirketler için bunların likidite, risk düzeyi ve sektörel özellikleri baz alınarak piyasanın kendi içinde de kademeli olarak ayrıştırılmasıdır. Nitekim ülkemizde, hem borsadaki mevcut pazarlarda, hem de oluşturulması konusunda yeni öneri getirilen pazarlarda ikili bir ayrıma gidilmekte, diğer bir deyişle "yeni ekonomi" adı altında oluşan ve öz itibarıyla mikro işletmeler olarak kurulan teknoloji şirketleri ile imalat sanayiinde faaliyet gösteren KOBİ'ler için farklı pazarlar öngörülmektedir.

KOBİ pazarlarındaki işlem sistemlerinin ana pazar ile bağlantılı çalışması aracı kurumların iki pazar arasındaki geçişlerini kolaylaştıracak ve KOBİ pazarındaki şirketlere yönelik ilgi ve dikkatin artmasını teşvik edecektir. Mevcut ve uygulanmakta olan işletim sistemleri, tarafların güvenlerini pekiştirerek işlemlerin verimli olmasına ve şeffaflaşmasına da yardımcı olurlar. Bu yapı AB'ne giriş sürecinin yaşandığı bu günlerde ülkemiz açısından önemli olan, Euro NM tarzı bir oluşuma entegrasyon açısından da önem taşımaktadır.

Kotasyon koşulları açısından yaklaşıldığında, piyasaya girişte karlılık, belli bir faaliyet süresini doldurmuş olma, belli bir aktif büyüklüğüne ve sermayeye sahip olma, en az belli oranın üzerinde hisseyi halka arz etme gibi şartların aranmaması söz konusu olabilir. Ancak bağımsız denetim ve muhasebe standartlarının sıkı biçimde takip edilmesi, diğer bir deyişle şirketler için aranan kuralların belirlenmiş uygunluk kriterlerinden daha ziyade kamuyu aydınlatma üzerinde yoğunlaştırılması bir gerekliliktir, çünkü bilindiği gibi sermaye piyasası güven ve açıklık içinde işlemesi hedeflenen, organize bir piyasayı ifade etmektedir.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin
1998 Finansal Yönetim, İstanbul
- AYPEK, Nevzat
1998 Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Ankara
- CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LTD.
22.03.2000 The Turkish Internet Market, Turkish Market Commentary,
- ÇONKAR, M. Kemalettin
1995 Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, Kayseri
- DAGHLIAN, John
1997 New Small Stock Markets In Europe, SJ Bewin Co, London
- DİE
1994 Genel Sanayi ve İşyerleri Sayımı, Ankara
- ERATALAY, Süleyman
1998 Öz Düzenleyici Kuruluşlar ve Uyuşmazlıkların Çözümünde Öz Düzenleyici Kuruluşların Rolü, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği İçin Bir Örnek Statü, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara
- ERDOĞAN, Selim
1997 Tezgah üstü Hisse Senedi Piyasaları ve KOBİ'ler, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara
- ERKAN, N.; TEMİR, B.
1996 Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları-1996, Ankara
- ESER, Serdar
1990 Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara
- GÖKÇE, M. Hilmi
1998 KOBİ'lerde İhracat, Niğde Üniversitesi Aksaray IIBF İşletme Bölümü

KÜÇÜKÇOLAK, Ali

1997 KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü, İstanbul

LITTLE, Ian M.D.; MAZUMDAR, D.; PAGE, John M.

1987 Small Manufacturing Enterprises: A Comparative Analysis of India and Other Economies, Oxford

MEGGİNSON, L.; SCOTT, C.R.; MEGGİNSON, W.

1991 Successful Small Business Management, Homewood, Illinois:Irwin

MÜFTÜOĞLU, Tamer

1997 Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Sorunlar ve Öneriler, Ankara

PALAS, Ahmet

1996 Dünyada ve Türkiye' de KOBİ'lerin Gelişimi, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayii Verimlilik ve Teknoloji Analizleri Semineri, Ankara

Regulatory Guide,

2000 Domestic Equity Market, Traditional Options Market and AIM, London Stock Exchange

SARIASLAN, Halil.

1994 Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunları: Çözüm İçin Bir Paket Önerisi, Ankara: TOBB,

SARIASLAN, H.

1996 Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, İmalat Sanayii İşletmelerinde Sorunlar ve Yeni Stratejiler, Ankara

SAYIN, Meral; FAZLIOĞLU, M. Akan.

1997 Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları ve Diğer Teşvik Araçları, KOSGEB Yayını, Ankara

TUNCEL, Kürşat

1996 Risk Sermayesi Finansman Modeli, Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi, Ankara

TCMB

1999 Sektör Bilançoları 1996-1998, Ankara

YALÇINER, Barbaros

1996 Tezgahüstü Hisse Senedi Piyasaları :ABD ile Diğer Ülke Uygulamaları ve Türkiye Değerlendirmesi, Ankara

ZAIMOĞLU, Tülay

1995 Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları, Ankara

FIBV

1995 A Study of The Market Structure for Small and Medium Sized Businesses,

MAKALELER, SÜRELİ YAYINLAR

ESER, Serdar

Haziran 1993 Risk Sermayesi(Venture Capital) Nedir?, Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi, Yıl:1, Sayı:2

MİRAS, Fuat

03.04.2000 KOBİ’ler İçin Alternatif Finans Modelleri, Dünya Gazetesi

SARIASLAN, Halil

1992 Venture Capital (Risk Sermayesi) Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları, A.S.O Dergisi

SOYDEMİR, Selim

1994 Risk Sermayesi, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt:4, Sayı:11
Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülten, Nisan 2000

FROSDALL, Kjell

1995 FIBV Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler(SMB’s) Çalışma Grubu ve Oslo Borsası

KATIRCIOĞLU, Erol

6-7-8 Aralık 1999 KOBİ Zirvesi, Ankara

MEVZUAT

Sermaye Piyasası Kanunu

İMKB Bölgesel Pazar Genelgesi

İMKB Yeni Şirketler Pazarı Genelgesi

INTERNET ADRESLERİ

<http://www.Bloomberg.com>.

<http://www.euro-nm.com>

<http://www.Kosgeb.gov.tr/kos.htm>.

<http://www.londonstockexchange.com/aim>.

<http://www.neuer-markt.de>

<http://www.nouveau-marche.fr>