

**T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI**

**KOBİ Borsalarının
KOBİ Finansmanındaki Yeri:
Dünya Uygulamaları ve Türkiye
Üzerine Bir İnceleme**

Doktora Tezi

Asuman Sönmez

İstanbul, 2008

**T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI**

**KOBİ Borsalarının
KOBİ Finansmanındaki Yeri:
Dünya Uygulamaları ve Türkiye
Üzerine Bir İnceleme**

Doktora Tezi

Asuman Sönmez

Danışman: Doç. Dr. Mehmet Hüseyin Bilgin

İstanbul, 2008

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Asuman Sönmez
Anabilim Dalı	: Ekonomi
Programı	: Finans ve Bankacılık
Tez Danışmanı	: Doç. Dr. Mehmet Hüseyin Bilgin
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora – Haziran 2008
Anahtar Kelimeler	: KOBİ Tanımı, KOBİ Finansmanı, KOBİ Borsaları

ÖZET

“KOBİ BORSALARININ KOBİ FİNANSMANINDAKİ YERİ: DÜNYA UYGULAMALARI VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR İNCELEME”

Dünya ekonomisinde çok önemli bir yeri olan KOBİ'lerin özkaynak yetersizliği nedeniyle yaşadıkları sorunlar, ülkeler arasında değişiklikler göstermekle birlikte, hemen hemen aynı konu başlıkları altında toplanmaktadır. Türkiye'de de son yıllarda KOBİ'lerin ekonomi içindeki paylarının önemi daha da iyi anlaşılmış ve en ciddi sorunlarından birini oluşturan finansman konusunda alternatif yöntemler ve kurumlar kurulmaya başlanmıştır. 2008 dördüncü çeyreği itibarıyla uygulamaya geçilmesi planlanan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. – KOBİ Borsası da dünya uygulamalarında olduğu gibi KOBİ'lere finansman sağlamak için kurulan bir kurumdur. Türkiye'deki KOBİ'lerin ise gerek finansal gerek hukuksal yapıları göz önüne alındığında, KOBİ Borsası'nın gelişmesi için hem KOBİ'ler, hem aracı kurumlar hem de yatırımcılar açısından oldukça uzun bir sürece ihtiyaç olduğu söylenebilir. Bu çalışmada KOBİ finansmanı içinde KOBİ Borsalarının yeri ve önemi, Türkiye'de KOBİ Borsası uygulamasının başarısı için gerekli kriterler incelenmeye çalışılmıştır.

GENERAL INFORMATION

Name & Surname : Asuman Sönmez
Field : Economics
Program : Finance and Banking
Supervisor : Associate Professor Mehmet Hüseyin Bilgin
Degree Awarded and Date : PhD – June 2008
Keywords : SME Definition, Financing Methods for SMEs, Stock Exchanges for SMEs

ABSTRACT

“THE IMPORTANCE OF SME STOCK EXCHANGES AMONG SME FINANCING METHODS: WORLD APPLICATION AND AN OVERLOOK ON TURKEY”

SMEs, which play a major role in world economy, have various problems stemmed from equity inadequacy. The importance of SMEs is recently realized in Turkey and therefore new alternative financial models and institutions, in order to emanate finance problems of Turkish SMEs, started to be established. Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. – SME Stock Exchanges established in July 2005 and scheduled to start trading by the end of 2008. It is an institution organized for aimed to reach financial resources for SMEs by Initial Public Offerings (IPO). From this perspective of Turkey, it could be stated that all parties such as SMEs, brokerage houses and investors need a long way, for the improvement of SME Stock Exchanges, under the consideration of both financial and legal aspects. In this study both the role and the importance of SME Stock Exchanges among SME financing methods and the main criteria for the success of Turkish application are explained.

ÖNSÖZ

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler tüm ülkeler için ekonominin yapı taşı olma özellikleriyle, hemen her ülkede aynı özellikleri gösteren yapıya sahip kuruluşlardır. Yine genel anlamda sorunları incelendiğinde görünen odur ki; ülke şartları içerisinde özkaynak sorunu, finansman kaynaklarına ulaşmalarında yaşadıkları problemler, yeterli ve doğru finans kaynağı bul(a)mamaları ya da rasyonel olarak kullan(a)mamaları sorunlarının başında gelmektedir. Ülkeler bazında uygulanan çok farklı finansal araçlardan hangilerini ne zaman en etkin biçimde kullanabileceklerini bilmemeleri ise önlerine çıkan fırsatları iyi değerlendirememelerine yol açmaktadır.

Bu çalışmada KOBİ finansman yöntemleri içinde KOBİ borsalarının yeri ve önemi, ülke uygulamaları bazında karşılaştırmalı olarak incelenmeye çalışılmış, Türkiye uygulamasının konunun tarafları açısından daha başarılı ve verimli olabilmesi için öneriler geliştirilmiştir.

Çalışmanın tamamlanması sürecinde engin görüş ve yorumlarıyla çalışmaya katkıda bulunan danışman hocam Doç. Dr. Mehmet Hüseyin Bilgin'e, çalışmanın önemli ve zor parçası olan anket çalışmasının oluşmasında yardımlarını ve desteğini esirgemeyen Türkiye İş Bankası Ticari Bankacılık Müdürü Sayın Füsun Tümsavaş ve tüm çalışma arkadaşlarına, Türk Ekonomi Bankası Ticari Bankacılık'tan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sayın Turgut Boz ve ekibi Sayın Devrim Ziya Tavail, Sayın Simla Ünal ve Sayın Leman Ergül'e, Vakıfbank Genel Müdür Yardımcısı Doğan Pençe ve çalışma arkadaşlarına, Şekerbank Ticari Bankacılık Pazarlama Müdürlüğü Yönetmeni Sayın İpek Aybek'e, doktora programı sürecinde gösterdikleri anlayış ve verdikleri destekten dolayı başta TC İstanbul Kültür Üniversitesi Rektörü Sayın Prof. Dr. Tamer Koçel olmak üzere, akademik camiaya katılmamda çok büyük ve değerli katkıları olan İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekanı ve İşletme Bölüm Başkanı Sayın Hocam Prof. Dr. Güneş Gençyılmaz, Dekan Yardımcısı Sayın Yard. Doç. Dr. Gülsüm Savcı Gökgöz ve İşletme Bölümü'nün tüm değerli öğretim üyesi ve öğretim görevlisi hocalarım ve araştırma görevlisi arkadaşlarıma, tüm yaşamım boyunca yanımda olan ve hep yanımda olmalarını istediğim annem Ayda Sönmez, kız kardeşim Aslıhan Sönmez ve anneannem Nezahat Güventürk'e çok teşekkür eder, çalışmamın tüm ilgili kişi, kurum ve kuruluşlara yararlı olmasını dilerim.

İstanbul, 2008

Asuman SÖNMEZ

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
TABLO LİSTESİ	vi
GRAFİK LİSTESİ	ix
ŞEKİL LİSTESİ	xi
KISALTMALAR	xii
1. GİRİŞ	1
2. GENEL OLARAK KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİ)	
2.1. Dünyada Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler	4
2.1.1. KOBİ Tanımı.....	4
2.1.2. KOBİ'lerin Ekonomi İçindeki Yeri.....	6
2.1.3. KOBİ'lerin Ekonomi İçin Avantaj ve Dezavantajları	21
2.1.4. KOBİ'lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri.....	23
2.2. Türkiye'de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler	27
2.2.1. KOBİ Tanımı.....	27
2.2.2. Türkiye'de KOBİ'lerin Gelişimi.....	30
2.2.3. KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri.....	36
2.2.4. KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisi İçin Avantaj ve Dezavantajları.....	46
2.2.5. Türkiye'de KOBİ'lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri.....	53
3. KOBİ'LER İÇİN FİNANSMAN YÖNTEMLERİ VE KOBİ BORSALARI	
3.1. Teorik Olarak KOBİ'lerin Finansman Kaynakları	60
3.2. Dünyada KOBİ Finansman Yöntemleri	64
3.2.1. Risk Sermayesi.....	65
3.2.1.1. İş Melekleri.....	84
3.2.1.2. Çekirdek Sermayesi.....	88
3.2.1.3. Başlangıç Finansmanı.....	89
3.2.1.4. Üretim (Erken Aşama) ve Piyasaya Giriş (Geçit) Aşaması Finansmanı.....	90
3.2.1.5. Köprü Finansman.....	90
3.2.1.6. Hasat Finansmanı – Yatırımdan Çıkış.....	95
3.2.1.7. Kuruluşun Kendi Yöneticisi Tarafından Satın Alınması.....	96
3.2.2. Mikro Finansman.....	96
3.2.3. Bankalar.....	100
3.2.4. Leasing.....	101
3.2.5. Faktoring.....	104
3.2.6. Forfaiting.....	107

3.2.7. Alıcı - Satıcı Kredileri.....	113
3.2.8. Barter.....	116
3.3. KOBİ Borsaları.....	119
3.3.1. KOBİ Borsasının Tanımı.....	121
3.3.2. KOBİ Borsalarının Kuruluş Amaçları.....	122
4. KOBİ BORSALARI KONUSUNDA BAZI ÜLKE UYGULAMALARI	
4.1. Ana Borsa İçinde KOBİ Pazarlarına Sahip Ülkeler.....	130
4.1.1. İngiltere.....	130
4.1.2. Yunanistan.....	135
4.1.3. Almanya.....	136
4.1.4. İspanya.....	137
4.1.5. İtalya.....	138
4.1.6. İsviçre.....	138
4.2. Ana Borsa Dışında KOBİ Borsasına Sahip Ülkeler.....	139
4.2.1. Amerika Birleşik Devletleri – NASDAQ.....	139
4.2.2. Belçika – EASDAQ.....	142
4.2.3. Romanya – RASDAQ.....	144
4.2.4. Güney Kore – KOSDAQ.....	145
4.2.5. Malezya – MESDAQ.....	150
4.2.6. Japonya - JASDAQ.....	151
4.3. Borsalararası Benzerlikler.....	153
4.3.1. Kotasyon Koşulları.....	153
4.3.2. İşlem Sistemi.....	154
4.3.3. Kamuyu Aydınlatma İlkeleri.....	156
4.3.4. Piyasa Talebi.....	157
5. TÜRK REEL SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR İNCELEME	
5.1. Genel Olarak Türkiye’de KOBİ’lerin Finansmanı.....	158
5.1.1. Türkiye’de KOBİ’lerin Finansman Yöntemleri.....	159
5.1.1.1. Dışkaynak/Borçlanma İle Finansman.....	161
5.1.1.1.1. Girişim Sermayesi.....	161
5.1.1.1.2. Mikro Finansman.....	166
5.1.1.1.3. Bankalar.....	167
5.1.1.1.4. Leasing – Finansal Kiralama.....	170
5.1.1.1.5. Faktoring.....	174
5.1.1.1.6. Forfaiting.....	177
5.1.1.1.7. Alıcı - Satıcı Kredileri.....	177
5.1.1.1.8. Barter.....	178
5.1.1.1.9. Türk EXIMBANK A.Ş.....	179
5.1.1.1.10. İhracat Kredi Sigortası.....	181
5.1.1.1.11. Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF).....	183
5.1.1.2. Özkaynak İle Finansman.....	186
5.1.1.2.1. KOBİ’lerin Halka Açılması.....	187
5.1.1.2.2. KOBİ’lerin Halka Açılma Yolları...	190

5.1.2. KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri..	198
5.1.2.1. Finansman Sorunları.....	198
5.1.2.2. Çözüm Önerileri.....	206
5.2. Türkiye'de KOBİ Borsası, KOBİ Finansmanına Olası Etkileri ve Türk Reel Sektörü Üzerine Bir Ampirik Analiz.....	210
5.2.1. Mevcut Durum – İMKB.....	216
5.2.2. Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.- KOBİ Borsası.....	217
5.2.2.1. Türkiye'de KOBİ Borsası Kurulma Nedenleri	220
5.2.2.2. Yasal Süreç ve İşleyiş Modeli.....	225
5.2.2.2.1. Piyasa Yapıcılığı Sistemi.....	229
5.2.2.2.2. Piyasa Yapıcılığı Sisteminin Avantaj ve Dezavantajları.....	231
5.2.3. KOBİ Borsasının Ülke Ekonomisi ve KOBİ'ler İçin Faydaları.....	233
5.2.4. Türk Reel Sektörü Üzerine Bir Ampirik Analiz.....	238
4.2.4.1. Ankete Katılan Firmaların İncelenmesi.....	242
4.2.4.2. Anket Sonuçlarının Değerlendirmesi.....	256
5.2.5. Türkiye'de KOBİ Borsasının Gelişimi ve Etkinliğinin Artırılması İçin Öneriler.....	261
6. SONUÇ.....	273
EKLER.....	277
KAYNAKÇA.....	286

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 2.1. : Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı.....	5
Tablo 2.2. : KOBİ'lerin Ülke Ekonomilerinde Etkinlik Düzeyi....	9
Tablo 2.3. : İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firma Büyüklüklerine Göre KOBİ'lerin Dağılımı (%).....	11
Tablo 2.4. : İmalat Sanayinde Faaliyet KOBİ'lerde İstihdamın Dağılımı (%).....	12
Tablo 2.5. : İmalat Sanayinde Faaliyet KOBİ'lerde Satış Hasılatının Dağılımı (%).....	13
Tablo 2.6. : Seçilmiş Ülkelerde KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri (%).....	14
Tablo 2.7. : AB KOBİ Politikasının Hukuki Çerçevesi.....	15
Tablo 2.8. : 2000 Yılı Ondokuz Avrupa Ülkesinde Özel Sektör Göstergeleri.....	18
Tablo 2.9. : Ondokuz Avrupa Ülkesi'nde 1988 - 2001 Arası Reel Satış Artışları (%).....	19
Tablo 2.10. : Ondokuz Avrupa Ülkesi'nde 1988 – 2001 Yılları Arasında Yıllık Ortalama Katma Değer, İstihdam ve Karlılık Artışları (%).....	20
Tablo 2.11. : Türkiye'de Kuruluşlara Göre KOBİ Tanımı.....	28
Tablo 2.12. : Türkiye'de KOBİ Tanımı.....	29
Tablo 2.13. : Ülkelere Göre İşletmelerin Satış Cirolarının Geldiği Yer (%).....	38
Tablo 2.14. : AB ve Türkiye'deki KOBİ'lerin Karşılaştırması.....	39
Tablo 2.15. : Türkiye'de İşletme Sayısı ve İmalat Sanayinin Yeri...	40
Tablo 2.16. : Toplam İşletmelerin Büyüklük Grubuna Göre Dağılımı (2002).....	41
Tablo 2.17 : SSK'ya Kayıtlı İşyerlerinin Büyüklük Grubuna Göre Dağılımı (2002).....	42

Tablo 2.18.	: KOBİ'lerin Sorunları.....	57
Tablo 2.19.	: KOBİ'lerin Sorunlarının Önem Derecesine Göre Dağılımı.....	58
Tablo 3.1.	: Risk Sermayesi Kuruluşları Ülke Karşılaştırması.....	74
Tablo 3.2.	: Yatırım Aşamalarında Zaman Risk Tablosu.....	84
Tablo 3.3.	: Avrupa'da İş Melekleri Ağlarının Sayısı.....	87
Tablo 3.4.	: Köprü Finansmanı Karakter Özellikleri.....	91
Tablo 3.5.	: Köprü Sermayesi Türleri Karşılaştırması.....	92
Tablo 3.6.	: Özsermaye Mezzanine Sermayesinin ve Borç Mezzanine Sermayesinin Bilançoda Gösterilmesi.....	92
Tablo 3.7.	: Dünyada Leasing İşlem Hacminin Gelişimi.....	102
Tablo 3.8.	: Tarafları Açısından Forfaiting'in Dezavantajları.....	112
Tablo 4.1.	: Dünya'da KOBİ Borsaları.....	125
Tablo 4.2.	: KOBİ Borsalarının Ülkelere Göre Yapılanması.....	128
Tablo 4.3.	: Bazı Ülkelerde Ana Borsa ve KOBİ Borsaları Karşılaştırması.....	153
Tablo 4.4.	: KOBİ Borsalarının Yapısal Karşılaştırması.....	154
Tablo 5.1.	: KOBİ'lerin Kullandıkları Finansman Kaynakları ve Kullanım Oranları.....	160
Tablo 5.2.	: KOBİ Kredilerinin Gelişimi.....	168
Tablo 5.3.	: Firma Büyüklüğüne Göre Finansal Sorunların Dağılımı (%).....	199
Tablo 5.4.	: Kısa Vadeli Finansman Sorunlarının Sebepleri (%)...	203
Tablo 5.5.	: Firma Büyüklüğü ve Uzun Vadeli Finansman Sorunları (%).....	205
Tablo 5.6.	: Anket Çalışması'nın "Firma Bilgileri" Bölümünün Cevaplanma Oranı.....	241
Tablo 5.7.	: "KOBİ Borsası Hakkında Bilgiler" Bölümünün Cevaplanma Oranı.....	241
Tablo 5.8.	: En Çok Tercih Edilen Bankalar.....	248

Tablo 5.9.	Ortak Sayısı & Ortaklar Arasındaki Akrabalık İlişkisi.....	256
Tablo 5.10.	Sermaye & Ciro İlişkisi.....	257
Tablo 5.11.	Aktif (YTL) & Tahmini Şirket Değeri (YTL).....	257
Tablo 5.12.	KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi & KOBİ Borsası'nın Gerekliliği.....	258
Tablo 5.13.	KOBİ Borsası'nın Gerekliliği & Yatırım/Şirket Büyütmek İçin Tercih.....	258
Tablo 5.14.	KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi & Halka Arz Oranı.....	259
Tablo 5.15.	Halka Arz Oranı & Halka Arz Maliyeti/Ciro Oranı...	259
Tablo 5.16.	Banka Kredisi Tutarı & Kredi Vadesi.....	260
Tablo 5.17.	Basel II'nin Kredi Kullanımına Etkisi & Basel II Hakkında Bilgi Seviyesi.....	260

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
Grafik 2.1. : KOBİ'lerin Sektörel Dağılımları.....	43
Grafik 2.2. : İşletmelerin Hukuki Durumlarına Göre Dağılımı (2002).....	44
Grafik 2.3. : Türkiye'deki Aile Şirketleri Sorunları Nasıl Çözüyor	52
Grafik 2.4. : KOBİ'lerin İhracat Yap(a)mama Nedenleri.....	56
Grafik 2.5. : Şirketleri Etkileyen En Önemli Zorluk.....	58
Grafik 3.1. : Avrupa'da Risk Sermayesi Fonlarının Gelişimi (Milyar Euro).....	73
Grafik 3.2. : Yatırımların Dağılımı (Milyar Euro).....	73
Grafik 3.3. : AB'de KOBİ'lerin Leasing Kullanımı.....	103
Grafik 3.4. : Dünya'da Faktoring İşlemleri'nin Gelişimi (Milyar USD).....	107
Grafik 5.1. : Türkiye'de Faktoring İşlemlerinin Gelişimi (Milyon USD).....	176
Grafik 5.2. : KGF'nun Yıllar İtibarıyla Verdiği Krediler (Bin YTL Adet).....	185
Grafik 5.3. : KGF'nun 2006 Yılı Kredi Vade Yapısı.....	186
Grafik 5.4. : 1990 – 2007 Yılları Arasında İMKB'de Halka Arz Edilen İşletmeler (Ölçek Bazında).....	212
Grafik 5.5. : Anket Çalışmasına Katılan İşletmelerin Bölgesel Dağılımı.....	239
Grafik 5.6. : Anket Çalışmasına Katılan İşletmelerin Kuruluş Tarihleri.....	240
Grafik 5.7. : Firmaların Hukuki Statüsü.....	242
Grafik 5.8. : Firmaların Ortak Sayısı ve Ortaklar Arasındaki Akrabalık İlişkisi.....	243

Grafik 5.9.	: Çalışanların Eğitim Seviyesi.....	244
Grafik 5.10.	: Firmalarda Yabancı Yatırımcıların Payı.....	244
Grafik 5.11.	: Firmaların Yıllık Satışları (YTL).....	245
Grafik 5.12.	: Firmaların Karlılık Durumları.....	246
Grafik 5.13.	: Firmaların Banka Kredisi Vade Yapısı Dağılımı.....	247
Grafik 5.14.	: Firmaların Tahmini Değerleri.....	248
Grafik 5.15.	: İMKB Ülke Ekonomisindeki Gelişmeleri Yansıtıyor mu ?.....	249
Grafik 5.16.	: Firma Sahiplerinin VOB Hakkında Bilgi Seviyeleri...	250
Grafik 5.17.	: Firma Sahiplerinin KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyeleri.....	251
Grafik 5.18.	: KOBİ Borsası Ekonomi İçin Gerekli midir ?.....	252
Grafik 5.19.	: Firma Sahiplerinin Yatırım / Şirket Büyütmek İçin Finansman Tercihleri.....	253
Grafik 5.20.	: Basel II Konusunda Firma Sahiplerinin Bilgi Seviyesi.....	254
Grafik 5.21.	: Firma Sahiplerinin Kabul Edecekleri Halka Arz Oranları.....	254
Grafik 5.22.	: Tercih Edilen Halka Arz Maliyeti / Yıllık Satış Oranı	255

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 3.1. : Risk Sermayesi Tarafları.....	68
Şekil 3.2. : Risk Sermayesi Sisteminin İşleyişi.....	77
Şekil 3.3. : Risk Sermayesinin Kaynakları.....	78
Şekil 3.4. : Girişim Sermayesi ve Gelişimi.....	83
Şekil 3.5. : Faktoringin İşleyişi.....	106
Şekil 5.1. : Yatırımlar ve Uygulama Aşamaları.....	164
Şekil 5.2. : KOBİ A.Ş.'nin Yatırım Modeli.....	165

KISALTMALAR

<i>AB</i>	Avrupa Birliği
<i>AIM</i>	Alternative Investment Market
<i>BVCA</i>	British Venture Capital Association
<i>ĐİE/TÜİK</i>	Devlet İstatistik Enstitüsü/Türkiye İstatistik Kurumu
<i>DPT</i>	Devlet Planlama Teşkilatı
<i>EASD</i>	European Association of Securities Dealers
<i>EASDAQ</i>	European Association of Securities Dealers Automated Quotation System
<i>EVCA</i>	European Venture Capital Association
<i>FIBV</i>	Federation Internationale des Bourses de Valeurs (International Federation of Stock Exchanges)
<i>FİDER</i>	Finansal Kiralama Derneği
<i>GİP</i>	Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.
<i>GSİS</i>	Genel Sanayi İşyeri Sayımı
<i>GSMH</i>	Gayri Safi Milli Hasıla
<i>GSYİH</i>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<i>İMKB</i>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<i>JASDAQ</i>	Japan Automated Quotation System
<i>KGF</i>	Kredi Garanti Fonu
<i>KKO</i>	Kapasite Kullanım Oranı
<i>KOBİ</i>	Küçük ve Orta Büyüklükte/Ölçekli İşletme
<i>KOBİ A.Ş.</i>	KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
<i>KOSDAQ</i>	Korean Securities Dealers Automated Quotation System
<i>KOSDAQCA</i>	KOSDAQ Listed Companies Association

<i>KOSGEB</i>	Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
<i>LSE</i>	London Stock Exchange (Londra Menkul Kıymetler Borsası)
<i>MESDAQ</i>	Malaysian Exchange of Securities Dealing & Automated Quotation
<i>NASD</i>	National Association of Securities Dealers
<i>NASDAQ</i>	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
<i>NRDC</i>	The National Research and Development Corporation
<i>NVCA</i>	National Venture Capital Association
<i>OECD</i>	Organisation for Economic Co-Operation and Development
<i>OTC</i>	Over The Counter (Tezgaüstü Piyasalar)
<i>RASDAQ</i>	Romanian Association of Securities Dealers Automated Quotation System
<i>RSYO</i>	Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
<i>s.</i>	Sayfa
<i>SPK</i>	Sermaye Piyasası Kurulu
<i>SSK</i>	Sosyal Sigortalar Kurumu
<i>TOBB</i>	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
<i>TOSYÖV</i>	Türkiye Orta Ölçekli İşletmeler, Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticiler Vakfı
<i>TÜSİAD</i>	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
<i>UFRS</i>	Uluslararası Finansal Raporlama Standardı
<i>VOB</i>	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.
<i>WFE</i>	World Federation of Exchanges – Dünya Borsalar Federasyonu
<i>3İ</i>	Investment in Industries

1. GİRİŞ

1990'ların ikinci yarısından başlayarak 2000'li yıllara damgasını vuran küreselleşme olgusu; sınır ötesi işlemlerin ve dolayısıyla dünya ticaret hacminin her yıl yüksek oranlarda artmasını sağlamıştır. Mal ve hizmet transferinin kolaylaştırılması amacıyla, ülkeler arasında ticaret anlaşmalarıyla başlayan süreç, gümrük birlikleriyle gelişmiştir. Avrupa Birliği'nin (AB) ekonomik ve parasal birlik kapsamında uygulamaya başladığı düzenlemeler, Dünya Ticaret Örgütü'nün (World Trade Organization – WTO) uluslararası piyasalarda mal, hizmet ve para transferlerinin önündeki engelleri kaldırmak için gösterdiği çabalar, dünya üzerinde “Tek Pazar” oluşturulmasına yönelik çalışmaların birer neticesidir.

Dünya ekonomisindeki gelişmeler ve bu süreçte hızla artan rekabet olgusu, ülkeleri ve tüm kurumları hızlı bir şekilde bu değişime ayak uydurmaya yönlendirmiştir. Diğer bir ifadeyle yeni ekonomi, maksimum üretim maksimum satış felsefesine ve “ölçek ekonomisi”ne değil, “hız ekonomisi” anlayışına dayanmaktadır. Üretimi yüksek ve coğrafi yayılımı geniş kimi firmalar (büyük balıklar), müşteri beklenti ve beğenilerine cevap veremedikleri takdirde hantallaşmakta (büyük ama yavaş balıklar) ve şiddetli rekabet ortamında yok olmaktadır.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ), büyük organizasyonların hantal ve ağır işleyen yapısına göre daha esnek, verimli, değişimi daha yakından takip eden ve karar alma süreçlerini daha hızlı bir şekilde çalıştıran dinamik yapısı ise bu tip kurumların günümüzde daha başarılı olmasını sağlamaktadır. KOBİ'ler ulusal ve çokuluslu şirketlerle mukayese edildiklerinde mikro ölçekli işletmeler (küçük balıklar) olarak değerlendirilebilirler. Ancak, kendilerini e-ticaret yetenekleriyle donanımlı kıldıkları takdirde çok daha atik, çevik ve mobil hale gelebilir ve sektör lideri konumuna (küçük ama hızlı balıklar) yükselebilirler. Dolayısıyla, yeni ekonomide artık “büyük balık küçük balığı yutar” anlayışı, yerini “hızlı balık yavaş balığı yutar” gerçeğine bırakmıştır.

KOBİ'ler, istihdam ettikleri işgücünden, gerçekleştirdikleri yatırımlara, yarattıkları katma değere ve ödedikleri vergilere kadar pek çok yönleriyle günümüzde hemen hemen tüm ekonomilerde önemli yere sahiptirler. Özellikle istihdam artırıcı etkileri, değişen pazar koşullarına uyum sağlama yetenekleri ve ülkelerin dengeli ve sürdürülebilir şekilde büyümelerine katkı sağlamaları, her ülkenin KOBİ'lere özel önem vermesinin en önemli kanıtlarındandır. Bağımsız ekonomik birimler olarak mal ve hizmet üretme fonksiyonlarının yanında, büyük işletmelerin kullandıkları mamul ya da yarı mamul girdileri üreterek büyük işletmeleri de tamamlamaktadırlar. Bu nedenle bütün büyük ölçekli işletmeler genellikle faaliyetlerini KOBİ'ler üzerine oluşturmaktadırlar.

Uluslararası kuruluşların yaptıkları incelemelerde; dünyadaki işletmelerin yüzde 95'ine yakın bölümünün, Türkiye'de ise ekonominin yaklaşık yüzde 99'unun KOBİ'lere dayandığı, bu şirketlerin toplam işgücünün yüzde 55 - 60 oranındaki kısmına istihdam sağladığı, üretilen mal ve hizmetlere yaptıkları katkının ise yaklaşık yüzde 36 civarında olduğu tespit edilmiştir.

Dünyada ve Türkiye'deki KOBİ'lerin en önemli ihtiyaçlarından bir tanesi de finansman dolayısıyla da gerekli finansman kaynaklarına ulaşma ve kullanma konusudur. Bilindiği gibi KOBİ'lerin sermaye imkanları oldukça kısıtlıdır. Serbest piyasa ekonomisinde karlı ve verimli kurumlar olarak; piyasaya girebilmeleri, büyüme ve ekonomik yaşamlarını sürdürebilmeleri için, KOBİ'lerin kendi kaynaklarının yanı sıra yabancı kaynakları da kullanmaları iktisadi yaşamın gereğidir. Ancak KOBİ'lerin bu kaynağa ulaşma yolları, büyük ölçekli kuruluşlara göre oldukça zor ve maliyetlidir.

Bu çalışmanın amacı; KOBİ'lerin finansmanında KOBİ Borsaları'nın yeri ve öneminin diğer finansman yöntemleri ile karşılaştırılarak incelenmesidir. Bunun yanı sıra çalışmanın bir diğer amacını Türk Sermaye Piyasası'nda kurulan ve 2008 yılında faaliyete geçmesi planlanan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP) gelişimine yönelik olarak, ilgili kurum ve kuruluşların da işbirliği ve destekleriyle hazırlanan

“Anket Çalışması” ile Türkiye’nin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren KOBİ’lerin, sermaye piyasası ve aynı zamanda söz konusu piyasaya bakış açıları ve eğilimleri konusunda istatistiki sonuçlara ulaşılması oluşturmaktadır.

Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde; KOBİ’lerin dünya ve Türkiye ekonomisinde yeri istatistiki veriler çerçevesinde analiz edilmektedir. İkinci bölümde; teorik olarak dünyada KOBİ’lerin finansman kaynakları ve finansman yöntemleri, KOBİ’lerin dış kaynak ihtiyaçlarını sağlayan finansal kuruluşlar, finansal işlemler ve bu işlemlere ilişkin düzenlemeler, dünyada KOBİ Borsası çalışmaları ve KOBİ finansmanında KOBİ Borsaları’nın yeri incelenmektedir. Üçüncü bölümde; ülke uygulamaları bazında KOBİ Borsası detaylı olarak ele alınmaktadır. Dördüncü bölümde ise Türkiye’de mevcut KOBİ finansman yöntemleri incelenmekte, sorunları ve çözüm önerileri tartışılmakta, Türk Sermaye Piyasası’nda KOBİ Borsası ile ilgili faaliyetler ve hukuki düzenlemeler ele alınmaktadır. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) ve Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. (GİP) gibi kurumların da teyidi alınarak hazırlanmış “Anket Çalışması”nın istatistiki değerlendirmesi yapılmaktadır.

2. GENEL OLARAK KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER (KOBİ)

2.1. DÜNYADA KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER

2.1.1. KOBİ Tanımı

Bugün dünyada üzerinde fikir birliğine varılmış bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır. Ülkelerin ekonomik güç olarak birbirleriyle farklılık göstermesi, her ülkenin kendi ekonomisine göre ayrı bir KOBİ tanımlamasına yol açmıştır. KOBİ'leri belirleyen ölçütler, diğer bir ifadeyle KOBİ tanımı, ülkelerin ekonomik yapılarına bağlı olarak, ülkeden ülkeye, sektörden sektöre ve hatta bölgeden bölgeye farklılık göstermektedir. Tanımları birçok faktör dahilinde farklılık gösteren KOBİ'ler, ülke ekonomisi ve toplumsal kalkınmada oynadığı önemli roller açısından, Amerika'da 1953, AB'nde 1970 ve Türkiye'de 1990'lı yıllarda büyük işletmelerden ayrı olarak incelenmeye başlanmıştır.

Genel anlamda KOBİ'ler; büyük holdingler ve kuruluşlardan bağımsız olarak çalışan, bulunduğu sektörü tek başına yönlendiremeyen kuruluşlardır. Bu işletmeler, daha az yatırımla daha çok üretim ve ürün çeşitliliği sağlama, daha düşük yatırım maliyetiyle istihdam imkanı yaratma, ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenme, talep değişikliklerine daha kolay uyum gösterme ve teknolojik yeniliklere daha yatkın olma gibi özelliklere sahiptir. Bu özelliklerinden dolayı da bölgeler arası dengeli kalkınmada ve gelir dağılımı çarpıklıklarının azaltılmasında büyük rol oynarlar. İşletmelerin ölçek bakımından sınıflandırılmasında bu kriter yeterli olmasa da KOBİ'leri tanımlamada ve karşılaştırma yapılmasında en çok kullanılan kriter, istihdam edilen işçi sayısıdır. İstihdam edilen kişi sayısına ek olarak sabit sermaye, yatırım tutarı ve yıllık satış tutarı da kriter olarak kullanılmaktadır.

AB, KOBİ tanımları konusunda gerek ulusal gerekse Birlik bazında karışıklığa neden olmamak üzere yeni bir tanım geliştirmiştir. Bu çerçevede 1 Ocak 2005'te KOBİ tanımı güncellenmiştir. Konsey kararı çerçevesinde belirgin bir şekilde ortaya konulan

KOBİ tanımı; 1996 yılındaki tanımlamada olduğu gibi¹ işçi sayısı, ciro ve bilanço büyüklüğü ve bağımsızlık² kriterlerinden oluşan ölçüleri kapsamaktadır.

AB’nde KOBİ’ler, çalışan kişi sayısı ile yıllık ciroları veya bilançolarına göre tanımlanmaktadır. Bu sayı, işletmedeki tüm çalışan sayısını kapsar. AB, Avrupa Komisyonu’nun 2003/361/EC sayılı kararı ile 2005 yılından başlamak üzere KOBİ sınıflandırmasını, kamu yatırım kuruluşları, üniversiteler, araştırma merkezleri gibi bazı istisnalar haricinde, aşağıdaki şekilde yapmaktadır.

Tablo 2.1.
Avrupa Birliği’nde KOBİ Tanımı

KOBİ Tanımı	Çalışan Sayısı	Yıllık Ciro	Bilanço (Aktif)
Mikro Ölçekli İşletme	10'dan az	2 milyon Euro'ya kadar	2 milyon Euro'ya kadar
Küçük Ölçekli İşletme	50'den az	10 milyon Euro'ya kadar	10 milyon Euro'ya kadar
Orta Ölçekli İşletme	250'den az	50 milyon Euro'ya kadar	43 milyon Euro'ya kadar

Kaynak : “The Activities of the European Union for Small and Medium Sized Enterprises (SMEs)”, **SME Envoy Report**, 2005,
http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/sme_envoy.htm, (14 Eylül 2006)

2005 yılında yapılan ve para birimi olarak ECU’den EURO’ya geçilen yeni tanımla birlikte, azami finansal değerler (ciro ve bilanço), şirket tanımı, mikro ölçek için yeni tanımlamalar, diğer işletmeler ve kuruluşlarla ilişkilerin varlığı (bir diğer kuruluşta yüzde 25’ten az hisse sahibi olmak) işin içine girmiş ve değişiklikler yapılmıştır.³ Mesela 1996 yılı tanımında 40 milyon Euro olan yıllık ciro 50 milyon Euro’ya, 27 milyon Euro olan aktif değeri 43 milyon Euro’ya yükseltilmiş, daha önceden tanımı bile

¹ Commission of The European Communities, **Commission Recommendation of 3 April 1996 Concerning The Definition of Small and Medium-sized Enterprises**, C(96) 261 final, Brussels, 3 April 1996

² **Bağımsız işletmeler**; sermayesinin ya da hisse senetlerinin %25 veya daha fazlası bir işletme tarafından üstlenilmemiş olan veya sermayesi küçük ve orta büyüklükteki işletme tanımı dışındaki işletmelerden meydana gelmemiş olan işletmelerdir.

³ Jane Watkins, “New SME Definition”, FP6UK Specific SME Activities, National Contact Point for SMEs, Office of Science and Technology

olmayan “mikro ölçekli işletme”ler için sınırlar belirlenmiştir. Diğer taraftan AB ve diğer ülkelerde 2007 yılında yürürlüğe giren, Türkiye’de ise bir yıl ertelenerek 2009 yılı başından itibaren uygulamaya geçilecek olan Basel II Kriterleri kapsamında yapılan KOBİ tanımında da yine Tablo 2.1.’de görülen kıstaslar baz alınmıştır.

2.1.2. KOBİ’lerin Ekonomi İçindeki Yeri

Günümüzdeki küresel rekabet ortamında gelişmekte olan ülkelerin rekabetçi konumlarını sürdürebilmeleri ve güçlendirebilmeleri, büyümelerini verimlilik artışlarına dayandırmalarına ve yeni mukayeseli üstünlük alanları yaratabilmelerine bağlıdır.⁴ Diğer taraftan rekabette başarılı olma, KOBİ niteliğinde işletmelerin kapasitelerini geliştirmeleri ve aynı zamanda ekonomide kendilerine yer açılmasıyla mümkün olabilmektedir.⁵

Dünyadaki tüm ülkelerin ekonomileri birçok farklı özellikler göstermesine rağmen; KOBİ’ler, toplam işletmelerin büyük bir oranını oluşturmakta, ekonomideki yerleri gün geçtikçe artmakta ve ülke ekonomilerinin dinamosu⁶ olarak tanımlanmaktadır. Mesela OECD ülkelerinde faaliyette bulunan KOBİ’ler, toplam işletmelerin yüzde 95’ini, toplam istihdamın da yüzde 60 - 70’ini oluşturmaktadırlar. Amerika Birleşik Devletleri’ndeki (ABD) toplam istihdamın yüzde 55’i, GSMH’nın ise yüzde 50’sine yakını, Latin Amerika ülkelerinde ise yine toplam istihdamın üçte ikisi KOBİ’ler tarafından karşılanmaktadır.⁷ Bu duruma ek olarak, KOBİ’lerin birçoğunun aynı zamanda aile işletmesi şeklinde değerlendirilebileceği gerçeği göz önüne alındığında aile işletmelerinin de yine global ekonomi için önemli bir role sahip oldukları söylenebilir. AB ülkelerindeki işletmelerin yüzde 50’sinden fazlası, Latin

⁴ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007 – 2013)**, 28 Haziran 2006, s.15

⁵ Müstakil Sanayi ve İşadamları Derneği, **Yeni Ekonomik Dönemde KOBİ’ler İçin Rekabet ve Büyüme Stratejileri**, Cep Kitapları 20, Müstakil Sanayi ve İşadamları Derneği Yayınları, İstanbul, Temmuz 2005, s.8

⁶ Ankara Ticaret Odası, **Basel II “KOBİ’lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi”**, Yorum Basın Yayın Sanayi Ltd.Şti., Ankara, 15 Ocak 2007, s.40

⁷ Charles B. Wendel - Matthew Harvey, “SME Credit Scoring: Key Initiatives, Opportunities, and Issues”, **Access Finance**, The World Bank Group, Issue No.1, March 2006

Amerika ülkelerindeki işletmelerin yüzde 65 - 90'ı ve ABD'deki işletmelerin yüzde 95'i aile işletmesi niteliğinde işletmelerdir.⁸

KOBİ'lerin bugün ekonomideki yerleri ve önemlerine rağmen, AB'nde ve diğer sanayileşmiş ülkelerde 1970'li yıllara kadar KOBİ'ler üzerinde çok fazla durulmamıştır. 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizlere kadar üretim ve istihdamda tartışmasız üstünlük sağlayan büyük işletmelerin, krizle birlikte değişen ekonomik, sosyal ve teknolojik şartlara uyum göstermekte zorlanmaya başlamaları⁹ KOBİ'lerin farkına varılmasında etken olmuştur. Büyük işletmelerin aksine, KOBİ'lerin, talebin yüksek gelir esnekliği ya da düşük fiyat esnekliği gösterdiği ürünlerin üretimine ağırlık vermeleri ve hızlı hareket kabiliyetlerinin etkisiyle ekonomik krizlerden daha az etkilenen birimler oldukları görülmüştür. Nitekim, 1973 yılında yaşanan petrol krizinden oldukça fazla etkilenen Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) ülkeleri, bu dönemde KOBİ'lerin krize rağmen büyük firmalara oranla piyasa şartlarına daha kolay uyum sağladıklarını fark etmiş, bu dönemden itibaren söz konusu ülkelerde KOBİ'lerin kurulması için teşvikler artırılmış, mevcut olanların ise modernizasyonu teşvik edilmiştir. 1980 yılından itibaren ise ölçek ekonomileri görüşüne alternatif olarak "küçük güzeldir" görüşü kabul görmeye başlamıştır. Özellikle İngiltere'de çok açık biçimde görülen ve Avrupa'da önemli istihdam artışını yansıtacak mucizevi bir iş-istihdam yaratıcı bulmak için araştırmalar yapılmış ve KOBİ'lerin buna bir çözüm olarak görülebileceği belirtilmiştir.¹⁰ 1987 yılından itibaren KOBİ'lere yönelik politikalar, Avrupa Tek Pazarı'na KOBİ'lerin uyumlaştırılması amacıyla geliştirilmiştir. Bu dönemde ortaya çıkan işsizlik sorununa bir çare olarak, KOBİ'lerin geliştirilmesi ön görülmüştür. AB KOBİ politikasının yasal temeli ise 1992 yılında tamamlanan Maastricht Antlaşması'nın 157. maddesine dayanmaktadır. Söz konusu madde ile Birliğin sanayi politikası, "Birlik ve üye devletler, Birlik sanayisinin rekabet gücü

⁸ PriceWaterhouseCoopers, **Aile Şirketlerinde Fark Yaratmak "Kuşaklar Boyunca Kalıcı Büyüme"**, Küresel Aile Şirketleri Araştırması 2007/2008, Kasım 2007, s.7

⁹ Muhittin Şimşek, **Ekonominin Lokomotifi KOBİ'lerin Olmazsa Olmazları**, Alfa Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, Ağustos 2002, s.14

¹⁰ Oktay Ertan ve Alptekin Güney, "Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunu ve Çözüm Önerileri", **21.Yüzyılda KOBİ'ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu**, K.K.T.C., 03-04 Ocak 2002

kazanması için gerekli şartların var olmasını sağlayacaklardır” şeklinde ifade edilmiş, sorumluluk Birlik ve üye devletlere verilmiştir.¹¹

AB Komisyonu'nun 2003 Yılı Raporu'na göre Avrupa Ekonomik Alanı ve İsviçre'de 20 milyonun üzerinde işletme bulunmakta ve bu işletmelerde 140 milyon kişi istihdam edilmektedir.¹² Yaklaşık 20 milyon¹³ civarındaki KOBİ'de çalışan 122 milyon kişi, toplam istihdamın yüzde 90'ına yakınına oluşturmaktadır. Bu yönü ile KOBİ'ler, AB için özel önem kazanmakta, işgücü ve yoğun rekabetin kaynağını oluşturmaktadır.

AB'nde KOBİ'ler, ayrıca sosyo-ekonomik etkileri nedeniyle büyük önem taşımışlar ve mikro, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler, AB ekonomisinin gelişiminde merkezi bir rol üstlenmişlerdir.¹⁴ KOBİ'lerin, gerek istihdam yaratmada gerekse ekonomik büyümede oynadıkları bu önemli rol, AB'nin gelişmesi ve güçlenmesini sağlayabilmek için AB ve üye ülkeler düzeyinde KOBİ politikalarının geliştirilip uygulanmasına neden olmuştur. KOBİ'lerin geliştirilmesinin, AB ekonomisinin rekabet olanaklarının, istihdamda büyümenin ve Birlik içindeki ekonomik ve sosyal uyumun artırılması bakımından önemi büyüktür. Bir diğer ifadeyle, KOBİ'lerin desteklenmesi ekonomik gelişim, yeni iş alanları yaratma ve ekonomik ve sosyal birleşme için AB Komisyonu'nun önceliklerinden biridir.¹⁵

Dünyada en rekabetçi ve en dinamik ekonomiye sahip olmayı hedefleyen AB'nde, KOBİ'lerin ekonomiye ve buna paralel olarak makro ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine sağladığı katkı, tüm üye ülkelerce kabul edilmekte ve bu işletmeler

¹¹ Kadir Yıldırım, “Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Dr. H. İbrahim Bodur Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007, s.32

¹² TC Kültür Üniversitesi, **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kongre Kitabı**, İstanbul, 2-3 Aralık 2005, s.XXII

¹³ Commission of The European Communities, **Commission communication, Model declaration on the information relating to the qualification of an enterprise as an SME**, (2003/C 118/03), 20 May 2003, C 118/5

¹⁴ European Commission, **The New SME Definition User Guide and Model Declaration**, Enterprises and Industry Publications, 1/1/2005, s.5

¹⁵ European Commission, **The New SME Definition User Guide and Model Declaration**, s.5

desteklenmektedir. Ana hedefi; üye ve aday ülkelerdeki işgücünün eğitimini, dolayısıyla kalitesini ve verimliliği yükseltmek olan AB, KOBİ'lere verdiği destek programları aracılığıyla işletmelerin uluslararası pazarlarda rekabet gücünü arttırmaktır.

Ticari rekabetin ekonomik sistem olarak benimsendiği toplumlarda ise, sistemin sağlıklı olarak işleyişiyle KOBİ'lerin sistem içindeki varlıkları ve güçleri arasında yakın bir ilişki vardır. KOBİ'lerin çoğu, büyük işletmelerin yerine getiremediği birtakım fonksiyonları yerine getirdikleri için sisteme olumlu katkıda bulunmaktadır.¹⁶ OECD'nin en büyük ekonomilerinin başında gelen ve serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ABD'de KOBİ'ler çok önemli roller üstlenmekte ve ekonomik dinamizmin motor gücü¹⁷ olarak nitelenmektedirler. Diğer ülke ekonomileri için de KOBİ'ler vazgeçilmez aktörlerdir. Bu kapsamda Tablo 2.2.'de KOBİ'lerin ülke ekonomilerindeki etkinlikleri gösterilmiştir.

Tablo 2.2.

KOBİ'lerin Ülke Ekonomilerinde Etkinlik Düzeyi

Ülke	Etkinlik
ABD	8.10
Almanya	7.45
İtalya	6.63
İsrail	6.06
Fransa	5.91
Türkiye	5.35
Japonya	4.68
Romanya	4.50
Yunanistan	4.44
Çin	4.42

Kaynak : IMD, World Competitiveness Yearbook 2005

¹⁶ Tahir Akgemci, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, AHaziran 2001, s.18

¹⁷ Süleyman Özdemir ve Diğerleri, "Girişimciliğin ve KOBİ'lerin Ekonomik ve Sosyal Sistem İçindeki Yeri ve İşsizliği Önlemedeki Rolü", **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Dr. H. İbrahim Bodur Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007, s.81

Dünya ekonomisinde faaliyet gösteren işletmeler için ölçek bazında bir değerlendirme yapıldığında;

- ❖ yüzde 92'sinin mikro (1 – 9 kişi),
- ❖ yüzde 7'sinin küçük (10 – 49 kişi),
- ❖ yüzde 1'inin orta (50 – 249 kişi) ve
- ❖ yüzde 0,2'sinin de büyük (250 kişi ve üstü) ölçekli işletmeler

oldukları görülmektedir.

AB'nde ve İsviçre'deki sayıları ortalama 20 milyonu bulan KOBİ'ler çeşitli alanlarda ve sektörlerde faaliyet göstermektedir. Büyük bir çoğunluğu aynı zamanda bir aile işletmesi yapısında olan KOBİ'lerin aile işletmeleri açısından istatistiklerine bakıldığında ise 2003 yılında Gayrisafi Milli Hasıla (GSMH)'nın AB ülkelerinde yüzde 35 – 65'ini, Kuzey Amerika ülkelerinde yüzde 40 – 45'ini, Latin Amerika ülkelerinde yüzde 70'ini ve Asya ülkelerinde yüzde 65 – 82'sini aile işletmelerinin yarattığı görülmektedir.¹⁸ Tablo 2.3. bazı ülkelerin imalat sanayileri içinde faaliyet gösteren KOBİ'lerin dağılımını göstermektedir.

¹⁸ PriceWaterhouseCoopers, s.7

Tablo 2.3.
İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firma Büyüklüklerine Göre
KOBİ'lerin Dağılımı (%)

Ülke	1 – 10	10 - 49	50 - 249	1 - 249	250 +
Almanya	62.1	27.3	84	97.8	2.2
Avustralya	72.6	21.8	4.1	98.5	1.5
Avusturya	71.0	21.8	5.5	98.4	1.6
Belçika	79.4	15.5	4.1	99.0	1.0
Çek Cumh.	89.2	7.6	2.6	99.3	0.7
Danimarka	71.4	21.1	6.0	98.5	1.5
Finlandiya	84.0	11.4	3.6	99.0	1.0
Fransa	81.6	14.0	3.4	99.1	0.9
Hollanda	74.7	18.9	5.2	98.8	1.2
İngiltere	71.7	21.0	5.9	98.5	1.5
İrlanda	39.0	42.0	15.2	96.2	3.8
İspanya	78.4	18.4	2.8	99.5	0.5
İsveç	85.4	10.8	3.0	99.2	0.8
İtalya	83.4	14.4	1.9	99.7	0.3
Japonya	50.9	39.2	8.5	98.6	1.4
Kore	88.6	8.3	2.9	99.8	0.2
Macaristan	87.2	9.4	2.7	99.2	0.8
Norveç	60.6	29.4	7.6	98.3	1.7
Polonya	89.7	6.5	3.0	99.2	0.8
Portekiz	78.9	16.7	3.9	99.5	0.5
Slovakya	44.2	32.7	17.2	94.0	6.0
Yeni Zelanda	81.3	15.3	2.7	99.4	0.6
Yunanistan	-	79.4	17.1	96.5	3.5

Kaynak : OECD, SME and Entrepreneurship Outlook 2005, Paris, 2005, s.389

Yine AB ve İsviçre’de bulunan işletmelerde yaklaşık 122 milyon kişilik toplam istihdamın yüzde 56’sı mikro ölçekli işletmelerde çalışmaktadır. AB ülkeleri genelinde ise toplam istihdamın yüzde 66’sı KOBİ’ler tarafından sağlanırken bu oran, ABD’de yüzde 46 ve Japonya’da yüzde 33’tür.

Tablo 2.4.**İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren KOBİ'lerde İstihdamın Dağılımı (%)**

Ülke	1 – 10	10 - 49	50 - 249	1 - 249	250 +
Almanya	6.7	14.5	23.7	44.9	55.1
Avustralya	14.1	20.5	17.8	53.3	47.7
Avusturya	10.3	18.9	26.9	56.2	43.8
Belçika	11.6	18.9	23.8	54.2	45.8
Çek Cumh.	14.2	15.6	25.5	55.3	44.7
Danimarka	7.4	18.9	26.3	53.6	47.4
Finlandiya	9.0	14.8	22.5	46.3	53.7
Fransa	12.0	19.0	22.3	46.7	53.3
Hollanda	9.9	23.3	30.6	63.8	36.2
İngiltere	10.1	18.8	25.8	54.7	45.3
İrlanda	4.4	19.2	32.3	55.8	44.2
İspanya	19.2	31.9	22.6	73.8	26.2
İsveç	11.1	15.2	20.7	53.0	47.0
İtalya	25.5	31.0	20.8	77.2	22.8
Japonya	10.8	28.4	29.9	69.1	30.9
Kore	42.9	20.7	23.2	86.7	13.3
Macaristan	16.1	16.5	23.2	55.8	44.2
Norveç	8.7	22.9	28.3	59.9	40.1
Polonya	19.4	12.8	27.9	60.1	39.9
Portekiz	18.9	28.1	29.3	76.3	23.7
Slovakya	3.5	10.0	26.4	40.0	60.0
Yeni Zelanda	19.1	24.2	21.4	64.7	35.3
Yunanistan	-	26.6	34.0	60.5	39.5

Kaynak : OECD, **SME and Entrepreneurship Outlook 2005**, Paris, 2005, s.390

Sonuç olarak, hem sayı hem de istihdam açısından KOBİ'ler, dünya ve AB üyesi ülkelerin ekonomileri için özel önem ifade etmektedirler. Ülke ekonomisi açısından taşıdıkları önem,¹⁹ öncelikli olarak istihdam artışının emek-yoğun teknolojiyle sağlanması, buna ek olarak talep değişimlerine kolay uyum, hammadde ve yarı mamul üretiminde bulunarak büyük işletmelerin gelişimine olumlu katkı ve rekabet ortamı yaratma şeklinde özetlenebilir. Bununla birlikte, sayı ve istihdamdaki hakimiyet satış

¹⁹ Nalan Gürel, "İstihdam Açısından KOBİ'ler", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Sayı 493, Nisan 2005, s.80

hasılatı için geçerli değildir. Tablo 2.5.'in de gösterdiği gibi büyük ölçekli işletmeler az sayılarına rağmen satış hasılatından aldıkları pay oldukça yüksektir.

Tablo 2.5.
İmalat Sanayindeki KOBİ'lerde Satış Hasılatının Dağılımı (%)

Ülke	1 – 10	10 - 49	50 - 249	1 – 249	250 +
Almanya	2.6	7.9	19.6	30.1	69.9
Avustralya	7.6	13.0	16.1	36.7	63.3
Avusturya	4.6	12.7	25.8	43.0	57.0
Belçika	6.0	12.6	20.9	39.5	60.5
Çek Cumh.	6.2	10.2	23.0	39.4	60.6
Danimarka	6.3	14.0	23.2	43.5	56.5
Finlandiya	4.6	9.2	17.4	31.2	68.8
Fransa	11.2	12.5	16.3	39.9	60.1
Hollanda	5.4	16.0	25.6	46.9	53.1
İngiltere	6.7	12.4	21.4	40.5	59.5
İrlanda	1.2	6.0	20.5	27.6	72.4
İspanya	8.9	21.5	23.7	54.0	46.0
İsveç	5.4	10.8	17.9	34.1	65.9
İtalya	11.7	24.4	25.2	61.3	38.7
Japonya	3.6	15.7	28.0	47.3	52.7
Macaristan	4.4	8.4	17.0	29.8	70.2
Norveç	6.2	16.9	27.1	50.4	49.6
Polonya	9.7	9.4	24.1	43.2	56.8
Portekiz	9.1	19.1	27.5	55.7	44.3
Slovakya	2.6	6.7	18.5	27.8	72.2
Yeni Zelanda	9.2	15.7	24.7	49.6	50.4
Yunanistan	-	15.0	24.9	39.9	60.1

Kaynak : OECD, *SME and Entrepreneurship Outlook 2005*, Paris, 2005, s.392

KOBİ'ler makro ekonomik düzeyde de bölgeler arası dengesizliği gidermede önemli bir rol oynamaktadırlar. Tüm ülkeye dağılmış olmalarından dolayı, bölgeler arası dengeli gelişmeye ve büyümeye önemli katkıda bulunmaktadır.²⁰ Bunun yanı sıra iç göçün önlenerek sağlıklı kentleşmenin önüne geçilmesi, rekabetin artırılması, sosyal barışın korunması ve kalifiye eleman yetiştirilmesi konularına yaptıkları

²⁰ Beytullah Yılmaz, "KOBİ'lerin Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:33, 2004, s.32

katkılarından dolayı KOBİ'ler, ülke, bölge ve dünya ekonomisi açısından çok önemlidirler.

Tablo 2.6.

Seçilmiş Ülkelerde KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri (%)

Ülkeler	KOBİ Oranı	İstihdamdaki Payları	Yatırımlardaki Payları	Katma Değer Payı	İhracattaki Payları	Kredilerden Aldığı Pay
ABD	97.2	58.0	38.0	43.0	32.0	42.7
Japonya	99.4	81.4	40.0	52.0	38.0	50.0
İngiltere	96.0	36.0	29.5	25.0	22.0	27.0
Almanya	99.0	64.0	44.0	49.0	31.0	Veri yok
İtalya	98.0	83.0	52.0	47.0	Veri yok	Veri yok
Tayland	98.0	64.0	Veri yok	47.0	50.0	Veri yok
Singapur	97.0	44.0	27.0	43.0	10.0	27.0
Fransa	99.0	67.0	45.0	54.0	26.0	29.0
Hindistan	98.6	59.0	35.0	35.0	20.0	15.3
G.Kore	98.8	59.0	35.0	35.0	20.0	47.0
Türkiye	99.8	76.7	38.0	20.0	10.0	5.0*

Kaynak : KOSGEB, 2004

* Söz konusu değer 2007 yılı için yaklaşık yüzde 28'dir.

AB'nce 1992 yılında KOBİ'lerin gelişmesini ve ekonomi içindeki yerini belirlemek ve düzenli araştırmalar yapmak için bir KOBİ Gözlemevi (European Network for SME Research - ENSR) kurulmuştur. ENSR, İşletme ve Politika Araştırma Kurumu (Small Business Research and Consultancy - EIM,) ve KPMG International firması ile ortak 15 AB ve 4 diğer Avrupa ülkesinde (İzlanda, Norveç, İsviçre ve Lihtenştayn) 7,600 işletme üzerinde 2002 yılında "ENSR İşletme Anketi (ENSR Enterprises Survey)" başlığı altında bir çalışma yapmıştır.²¹ AB'nin KOBİ politikasının hukuki çerçevesinde rol oynayan bazı çalışmalar; Feira Avrupa Konseyi – Küçük İşletmeler İçin "Avrupa Şartı" (2000), Lizbon Stratejisi (2000 – 2010), Maribor Zirvesi

²¹ Necdet Sağlam, "AB'nde ve Aday Ülkelerde KOBİ'lerin Yapısı", 12 Aralık 2002, www.eso-es.net, (15 Ekim 2006)

(2002) şeklinde sıralanabilir. Birliğin KOBİ'ler için oluşturduğu hukuki çerçeve Tablo 2.7.'den görülebilir.

Tablo 2.7.
AB KOBİ Politikasının Hukuki Çerçevesi

Yıl	Antlaşma	İçerik
1983	KOBİ Eylem Planı	KOBİ'lerin iş ortamının iyileştirilmesi
1991	Maastrich Antlaşması	Birlik ve üye ülkeler, Topluluk sanayinin rekabet gücü kazanması için gerekli şartların var olmasını sağlayacaklardır. (157.madde)
1994	Entegre Programı	KOBİ'lerin gelişmesine yönelik AB'nin tutumunu gösteren ilk resmi rapordur.
1995	Madrid Avrupa Doruğu	KOBİ Politikası Belgesi'dir.
1995	Yenilikçilik Aktarım Merkezi (IRC)	KOBİ'lerin Avrupa'ya açılma imkanı ve teknoloji ithal - ihraç etme sürecinde desteklenmesi.
1996	Entegre Programı (1997 – 2000)	KOBİ'leri destekleme ve geliştirmeye yönelik teknoloji politikaları Türkiye'de uygulanacak politikalara temel teşkil etmesi açısından önemlidir.
1997	BEST (İş Ortamını Basitleştirme Görev Gücü)	İşletmelerdeki mevzuatın & düzenlemelerin basitleştirilmesi, yinelemelerin ortadan kaldırılması, belgelerin sayısının azaltılması.
1998	Cardiff Zirvesi	Endüstriyel politikalarda işbirliği: KOBİ'lere meslek eğitimi, ortak girişimciliğin teşvik edilmesi, ve mali teşviklerin serbest bırakılması.
2000	Feira Avrupa Konseyi	Küçük İşletmeler İçin Avrupa Şartı
2000	Lizbon Stratejisi (2000 – 2010)	Bilgiye dayanan, rekabetçi ve dinamik bir Avrupa pazarının uluslararası rekabet gücünü artırmak.
2002	Maribor Zirvesi	2002 yılında AB'ne aday bütün ülkeler tarafından da "Avrupa Şartı" kabul edilmiştir.

Kaynak : Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, **Avrupa Birliği Üyelik Sürecinde KOBİ'ler**, EPRI Dış Politika Etütleri, Ankara, 12 Aralık 2005

Haziran 2000'de yapılan Avrupa Komisyonu Feira Zirvesi'nde, küçük işletmeleri teşvik etmek ve birçok alanda desteklemek amacıyla "AB Küçük İşletmeler Sözleşmesi" onaylanmıştır.²² Sözleşme, mikro işletmeler tanımını yapmasının yanında, üye ülkelerde politika oluşturanların gözünde Avrupa ekonomisinin gelişmesinde kritik rol oynayan KOBİ'lerin de önemini vurgulamayı, KOBİ politikası oluşturan mercilerin,

²² Abdülmecit Karataş ve Aslı Deniz Helvacıoğlu, "Basel II Sürecinde KOBİ'ler İçin Alternatif Finansman Kaynakları: Mikro Krediler", **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, İstanbul, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, 17-18 Kasım 2006, s.138

kişi ve kuruluşların KOBİ'lerin gelişmesi ve başarısına yönelik gerekli faktörleri dikkate almalarını sağlamayı amaçlamıştır.²³ Söz konusu sözleşmede üzerinde yoğunlaşılması gereken ana başlıklar şöyle belirtilebilir;

- ❖ Girişimcilerin eğitim ve öğretiminin geliştirilmesi,
- ❖ Daha ucuz ve daha hızlı iş kurma sürecinin geliştirilmesi,
- ❖ İş ortamını ve girişimciliği teşvik edici kanun ve mevzuat düzenlemeleri yapılması,
- ❖ İş ortamı için yetkinlik eğitiminin gerçekleştirilmesi,
- ❖ Elektronik ortamda işlem yapma yetkinliğinin artırılması,
- ❖ KOBİ'lerin teknolojik altyapılarının ve kapasitelerinin desteklenmesi,
- ❖ Elektronik ticaret modellerinin geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması,
- ❖ Vergi yükünün iyileştirilmesi ve finansman kaynaklarına erişimin geliştirilmesi,
- ❖ Tek pazarın ötesindeki fırsatların geliştirilmesi,
- ❖ AB ve ulusal platformlarda KOBİ'lerin daha etkin temsili,
- ❖ İşletmelerin iş hayatına daha kolay ve ucuz yollarla giriş yapabilmelerinin sağlanması.

Söz konusu başlıklar üzerinde çalışılabilmesi için geliştirilmiş programlar ise şöyle sıralanabilir;

- ❖ Pazara Erişim Programları

²³ Figen Yılmaz, **Türkiye'de Küçük ve Orta Boy İşletmeler**, T. İş Bankası, İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü, 5 Aralık 2003, s.8

- ❖ Eğitim ve Danışmanlık Programları
- ❖ KOBİ Bilgilendirme Programı
- ❖ Çevre Programı
- ❖ İşletmeler arası “Sınır Ötesi İşbirliği” Programları
- ❖ Finansman Programları
- ❖ Teknolojiye Erişim ve Teknoloji Transferi Programları
- ❖ Bilimsel ve Teknik Araştırma ile Teknolojik Geliştirme Programları

AB Komisyonu, Feira Zirvesi’nde belirlediği bu hedeflere ulaşabilmek amacıyla, “AB İşletmeler 4. Çok Yıllı Programı”nı geliştirmiş ve 2000 yılı Aralık ayında 2001 - 2005 yıllarını kapsayan “Çok Yıllı Program”ı yürürlüğe koymuştur. Program, AB’nin, diğer Birlik politikalarının kapsamadığı KOBİ’lere özgü eylemleri için, yasal ve mali çerçeveyi oluşturmaktadır.

2000 – 2010 yıllarını kapsayan Lizbon Stratejisi’nin amacı ise bilgiye dayanan, rekabetçi ve dinamik bir Avrupa pazarında faaliyet gösteren işletmelerin uluslararası rekabet gücünü artırmak olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda; Ar-Ge ve yenilikçilik, bilgi ve eğitim, ekonomik reform, sosyal bütünleşme, çevre ve istihdam gibi başlıklar Strateji’nin KOBİ’ler için önemli gördüğü başlıkları olarak belirtilebilir.

ENSR İşletme Anketi’ne göre 2000 yılı itibarıyla ondokuz Avrupa ülkesinde²⁴ toplam 20.5 milyon işletme olup, bu işletmelerin yüzde 99.8’ini KOBİ niteliğindeki işletmeler, yine aynı toplamın yüzde 93.1’ini ise mikro ölçekli işletmeler oluşturmaktadır. 20.5 milyon işletmenin toplam istihdamı 121.8 milyon kişi olup, yine

²⁴ Adı geçen ondokuz AB üyesi ülkeler; Belçika, Lüksemburg, Hollanda, Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere, İrlanda, Danimarka, Yunanistan, İspanya, Portekiz, Avusturya, İsveç, Finlandiya, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Slovenya, Estonya’dır.

toplam istihdamın yaklaşık yüzde 66.4'ü KOBİ'ler tarafından sağlanmaktadır. Aynı değerler çok fazla değişiklik göstermeyerek 2003 yılında da geçerliliklerini korumuşlardır.

Tablo 2.8.
Ondokuz Avrupa Ülkesinde Özel Sektör Göstergeleri (2000)

	Mikro	Küçük	Orta	Toplam KOBİ	Büyük	Toplam İşletmeler
İşletme sayısı (1000)	19,045	1,200	170	20,415	40	20,455
Çalışan sayısı (1000)	41,750	23,080	15,960	80,790	40,960	121,750
İşletme başına çalışan sayısı	2	20	95	4	1,020	6
İşletme başına ortalama satış (milyon Euro)	0.2	3.0	24.0	0.6	255.0	1.1
Satışlarda ihracat payı (%)	7	14	17	13	21	17
Kişi başı yaratılan katma değer (1000 Euro)	40	75	105	65	115	80
Katma değerde işçilik payı (%)	66	66	58	63	49	56

Kaynak : ENSR İşletme Anketi, 2002

Ondokuz Avrupa ülkesinde işletmelerin dağılımına bakıldığında ise mikro işletmelerin İtalya, İspanya ve İngiltere'de yaygın olduğu, İskandinav ülkelerinde ise büyük işletmelerin yer aldığı, İtalya, İspanya ve Fransa'da ise KOBİ'lerin ekonomideki ağırlıklarının, Kuzey Avrupa ülkelerinden daha fazla olduğu görülmektedir.

Satışlar açısından durum incelendiğinde; büyük işletmelerin KOBİ'lere oranla çok ciddi bir fark yarattıkları görülmekle birlikte, KOBİ sayısının toplam içindeki oranının yüksekliği, genel ortalamayı işletme başına 1.1 milyon Euro düzeyine çekmektedir. Tablo 2.9.'dan da görülebileceği gibi ölçek farkı olmaksızın yıllık ortalama rakamlar birbirine çok yakın değerlerde seyretmektedir.

Tablo 2.9.

Ondokuz Avrupa Ülkesi'nde 1988 - 2001 Arası Reel Satış Artışları (%)

	Mikro	Küçük	Orta	KOBİ Toplamı	Büyük	Genel Toplam
Tüketim Malları	1.4	0.9	0.3	0.9	0.0	0.6
Yatırım Malları	2.1	2.2	0.8	1.7	0.6	1.3
Ara Mallar	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7
Yurtiçi Satışlar Toplamı	2.0	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8
İhracat	5.8	6.1	6.4	6.1	6.2	6.2
TOPLAM SATIŞLAR	2.2	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4

Kaynak : ENSR İşletme Anketi, 2002

İstihdam açısından ise AB ülkeleri içinde Kuzey Avrupa ülkelerinde işletme başına düşen işçi sayısı, Güney Avrupa ülkelerinden daha fazladır. İtalya, İspanya gibi Güney Avrupa ülkelerinde bir küçük işletme kültürü oluşmuştur. Bu ülkelerde küçük işletmeler genellikle turizm, inşaat, perakende ticaret ve yerel hizmet gibi işlerle, İngiltere'de ise mikro ve küçük işletmeler daha çok serbest meslek, finans, medya gibi gelir seviyesi yüksek işlerle uğraşmaktadırlar.

KOBİ'ler, reel katma değer yaratma açısından büyük ölçekli işletmelere göre bazı sektörlerde daha avantajlı görünmekle birlikte, toplamda daha geride kalmaktadırlar. Son yıllarda otomotiv, ilaç, elektronik, danışmanlık vb. gibi sektörlerde yaşanan şirket birleşmeleri ve/veya şirket iflasları ise KOBİ'lerin büyük ölçekli firmalara göre daha hızlı hareket etmelerini ve istihdam artışı yaratmalarını sağlamıştır. Yine karlılıkta da KOBİ'ler özellikle verimlilik artışı etkisiyle büyük ölçekli işletmelere oranla daha iyi oranlar yakalamışlardır. Söz konusu artış oranları Tablo 2.10.'da gösterilmiştir.

Tablo 2.10.

Ondokuz Avrupa Ülkesi'nde 1988 - 2001 Yılları Arasında Yıllık Ortalama Katma Değer, İstihdam ve Karlılık Artışları (%)

Yıllık Ortalama Artış	Reel Katma Değer		İstihdam		Karlılık	
	KOBİ	BÜYÜK	KOBİ	BÜYÜK	KOBİ	BÜYÜK
Doğal Kaynaklardan Üretim	2.2	1.8	2.1	3.1	-0.5	-0.5
Sanayi Üretimi	2.4	3.0	-0.9	-1.1	1.0	1.0
İnşaat	1.2	0.6	0.5	-0.3	0.5	0.3
Toptan Ticaret	1.0	0.8	1.0	0.6	0.1	0.0
Perakende Ticaret	1.8	0.8	0.3	-1.3	0.8	0.6
Ulaşım, iletişim	2.9	3.0	1.6	0.8	0.2	0.7
Üretim hizmetleri	2.4	2.8	1.5	1.5	0.0	-0.3
Müşteri hizmetleri	1.8	2.2	0.0	-1.0	0.3	0.6
TOPLAM	2.1	2.6	0.3	-0.1	0.5	0.3

Kaynak : ENSR İşletme Anketi, 2002

KOBİ'lerin performansları içinde buldukları ekonomik ve siyasi koşullar, ülkeler arası komşuluk ilişkileriyle de alakalıdır. ENSR İşletme Anketi'ne göre AB KOBİ'leri arasında işbirliği faaliyetleri giderek artmaktadır. En çok işbirliği yapan ülkeler Finlandiya, Norveç, İzlanda, Danimarka, İtalya ve İsveç'tir. Buna karşılık en az işbirliği ise Portekiz'dedir.

ENSR İşletme Anketi'ne göre; AB'nin genişlemesinden kaynaklanan risklere karşı, KOBİ'lerin yüzde 6'sı stratejik önlemler aldıklarını, yüzde 14'ü ise almayı planladıklarını belirtmişlerdir.

KOBİ'lerin sadece ekonomik hayatta değil, sosyal hayatta da önemli rolleri vardır. Ülkede geniş bir alana yayıldıkları için bölgesel gelişmişlik farklarını gidermede, mülkiyeti geniş bir alana yaymada, istihdam olanağı sağlamada, bunu sürdürmede ve demokratik hayatı canlı tutmada önemli işlevlere sahiptirler. Güçlü KOBİ'lerin, büyük

işletmeleri de olumlu yönde etkileyerek, ekonomik ve sosyal rahatlamaya katkı sağlayacakları söylenbilir.

2.1.3. KOBİ'lerin Ekonomi İçin Avantaj ve Dezavantajları

Günümüzde KOBİ'ler; yeni istihdam alanları yaratan, toplumsal istikrarı korumada rolü olan, yeni fikirler üreten ve yenilikleri takip eden, değişikliklere kolay ayak uyduran, ekonominin genişlemesine ivme kazandıran, bölgesel kalkınmayı hızlandırarak büyük yerleşim yerlerine g engelleyen, bireysel tasarrufları yatırıma yönlendirerek büyük sanayi kuruluşlarının tamamlayıcısı işletmeler olma özelliklerinden dolayı ekonominin temel taşlarını oluşturan birimler haline gelmişlerdir. Bu bağlamda KOBİ'lerin ekonomiye katkıları beş temel başlık altında toplanabilir²⁵;

1. İstihdam yaratma,
2. Esneklik sayesinde yeniliklere hızla uyum,
3. Girişimciliği teşvik,
4. Butik retim sayesinde ürün farklılaşması,
5. Büyük işletmelere ara malı temini.

Günümüzde lke ekonomilerinin ve dolayısıyla dünya ekonomisinin gelişiminde sağlamış oldukları çeşitli faydalar veya avantajlardan ötürü, KOBİ'lerin gelişmesine daha çok önem verilmektedir. Söz konusu önemin başlıca nedenleri şunlardır;

- ❖ KOBİ'ler buldukları ülke ekonomisine dinamizm sağlarlar, çünkü ekonomik kriz ve olumsuzluklardan daha az etkilenirler.

²⁵ Ankara Ticaret Odası, **Basel II "KOBİ'lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi"**, s.38

- ❖ Daha az yatırımla daha çok üretim ve ürün çeşitliliği sağlayabilirler.²⁶
- ❖ Emek yoğun teknolojiyle çalışma ve kaynak kullanımında etkili olma özelliğine bağlı olarak ülke çapında istihdamın artırılmasına ve işsizliğin azaltılmasına katkıda bulunurlar.²⁷ Bir başka deyişle toplam istihdam açısından istikrar unsurudurlar.²⁸
- ❖ Bölgeler arası kalkınmada denge unsuru niteliğindedirler. Üretim ve sanayileşmeyi bütün ülkeye yaymada etkin bir araç konumundadırlar.²⁹
- ❖ Tam rekabet şartlarına ve değişen pazar şartlarına kolayca uyum sağlayarak ve gelir yelpazesi içinde orta sınıfı oluşturarak ekonomide denge unsurudurlar.
- ❖ Küçük birikimler ve aile birikimlerinin doğrudan yatırımlara yansıtılabilmesinde önemli işlevleri yerine getirirler.³⁰
- ❖ Büyük ölçekli işletmelerinin destekleyicisi ve tamamlayıcısı olma özellikleri bulunmaktadır.

Bununla birlikte, KOBİ'lerin bir ülke ekonomisi için dezavantaj olarak gösterilebilecek kriterleri;

- ❖ Genellikle gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde ekonomide kayıt dışılığın artmasında önemli rolleri vardır.
- ❖ Mali tablolarındaki düzensizlik ve belirsizlik nedeniyle mali denetimler esnasında zorluklar yaşamaktadırlar.

²⁶ Ayhan Yüksel, **Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, ARD, Araştırma Raporları: 2005/4, Ağustos 2005, s.8

²⁷ Muhittin Şimşek, s.22

²⁸ İlhan Uludağ ve Vildan Serin, **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler – Yapısal ve Finansal Sorunlar, Çözümler -**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1991 – 25, İstanbul, 1991, s.19

²⁹ Tahir Akgemci, s.19

³⁰ A.g.e., s.19

- ❖ Maliyet düşürme çalışmaları sırasında kaliteden ödün vermek ve düşük kaliteli ürün üretmek konusunda büyük firmalar kadar hassas davranmamaktadırlar.
- ❖ Genel istihdam üzerinde büyük paya sahip olmalarına rağmen eğitim seviyesi düşük kişilerle çalışmaları ya da çalışabilmeleri, ülke istihdamının genel eğitim seviyesi üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.
- ❖ Risk yönetimi konusunda bilgi sahibi olmamaları ya da düşük seviyede bilgi sahibi olmaları, ülke ekonomisinin istikrarını etkilemekte, kırılganlığını artırmaktadır.

2.1.4. KOBİ'lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Yapıları itibarıyla daha büyük ve çok uluslu işletmelere oranla daha esnek davranabilme ve çalışabilme, daha hızlı karar alabilme potansiyeline ve imkanına sahip KOBİ'ler, bu özelliklerini avantaja dönüştürebildikleri ve güçlü yönlerini geliştirebildikleri ölçüde verimliliklerini artırabilmektedirler.

Bu çerçevede KOBİ'lerin güçlü yön olarak kullanabilecekleri ve geliştirebilecekleri noktalar şöyle sıralanabilir;

- ❖ Organik yapı anlamında, basit ve odaklanmış organizasyon yapılarına sahiptirler.
- ❖ Firma içi bürokrasinin azlığı nedeniyle, karar mekanizmaları daha hızlı çalışır.
- ❖ Firma ölçüsü ve genel olarak informal ağ yapısı nedeniyle iç iletişimde büyük firmalara oranla daha hızlı ve etkilidirler. Aynı zamanda bu durum kontrol mekanizmasının da daha kuvvetli işlemlerini sağlamaktadır.

- ❖ Değişen pazar koşullarına hızlı tepki verilebilir ve bunu kullanarak geniş pazarlara hakim olabilirler.
- ❖ Küresel pazarda müşteri kitlelerinin değişik özelliklere sahip olması ve müşteri isteklerinin sürekli olarak değişip, çeşitlenmesi; pazarlara yakın olan “müşteri odaklı” bir yönetim anlayışına sahip olan KOBİ’leri şanslı bir konuma getirmektedir.³¹
- ❖ Firmanın küçük, çalışanlar arasındaki ilişkilerin sıkı olması nedeniyle teknik personelin diğer bölümlerle ilişkileri vardır.
- ❖ Yasal düzenlemelerde KOBİ’ler için kolaylaştırıcı uygulamalar bulunabilmektedir.
- ❖ KOBİ’lerin yenilikçi faaliyetlerinin desteklenmesi için çeşitli destek programları mevcuttur.

KOBİ’lerin yapısal özelliklerinden kaynaklanan zayıflıkları ise sermaye yetersizliği, teknolojik bilgi yetersizliği, girdi teminindeki zorluklar ve mesleki ve teknik bilgi eksiklikleri başlıkları altında toplanabilirler.³² Diğer taraftan, KOBİ’lerin zayıf yönleri olarak sayılabilecek, verimlilik ve karlılıklarını düşüren ve belki de büyük işletmeler arasında yer almalarını önleyen önemli noktalar bulunmaktadır. Bu anlamda KOBİ’ler genellikle;

- ❖ Ölçekleri nedeniyle, ihtiyaç duydukları bazı hizmetleri kendileri üretebilme gücüne sahip değildirler.
- ❖ Üretim ve satış arasındaki koordinasyon yetersizliği verimliliklerini etkilemektedir.
- ❖ Teknolojik bilgi birikimine erişimde sorunlar yaşamalarının yanı sıra teknoloji yönetimi becerileri de kısıtlıdır ya da yoktur.

³¹ Muhittin Şimşek, s.15

³² A.g.e., s.19

- ❖ Finansman kaynaklarına erişimde güçlük çekerler, finansal planlamada yetersizdirler.
- ❖ Genel yönetim yetersizliği ve özellikle stratejik kararların işletme sahip veya ortaklarınca alınması, orta ve alt düzey çalışanların tam katılımının sağlanamaması³³ gibi sorunlar yaşarlar.
- ❖ Yenilik konusunda çalışacak kalifiye personeli firmaya çekmek ve firmada “uzun süre” istihdam etmekte zorlanırlar.
- ❖ Yaşanan küresel süreçler içinde ulusal sınırlar ötesindeki pazarlara erişimleri güçtür.
- ❖ İş ortamında uymak zorunda oldukları mevzuat karmaşık geldiğinden pek çok idari, hukuki ve ticari işlemi yerine getirmekte zorlanırlar.

Avrupa Komisyonu'nun KOBİ'lere yönelik bir çalışmasında³⁴ sorulan “Hangi düzenlemeler işletmenizin daha fazla gelişmesine katkıda bulunur?” sorusuna KOBİ'lerin verdikleri cevaplarla:³⁵

- ❖ Yüzde 31'i, faaliyette buldukları alana yönelik sosyal ve ekonomik anlamda düzenleme ve programlar,
- ❖ Yüzde 16'sı piyasa yapısına uygun daha kalifiye elemanlar istihdam edilebilmesi,
- ❖ Yüzde 14'ü finansal program ve fonlara erişimin daha da kolaylaştırılması,
- ❖ Yüzde 11'i Birlik dışındaki ekonomik birimlerle rekabet ve yarış için daha sert ve katı düzenlemeler yapılması,

³³ Tahir Akgemci, s.16

³⁴ European Commission, “**Surveys on SME access to finance in the EU Member States**”, Flash Eurobarometer, Brussels, 2005, <http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/surveys.htm>, (1 Ekim 2006)

³⁵ Kadir Yıldırım, s.30

- ❖ Yüzde 6'sı işletmesinin geliştirilmesi için bir tavsiye ve destek hizmeti sunulması,
- ❖ Yüzde 9'u ise daha büyük üretim kapasitesi kurulabilmesi

yönünde düzenlemelerin yapılmasının işletmelerinin geliştirilmesinde etkili olacağına dikkat çekmiştir. Kalifiye çalışan eksikliği, yeni teknolojilere uyum, altyapı, kalite yönetimi AB'de faaliyet gösteren KOBİ'ler için sorun teşkil eden konu başlıklarıdır.

Söz konusu zayıf yönleri güçlendirmek için geliştirilebilecek çözüm yollarından bazıları ise;³⁶

- ❖ Girişimciliğin ön plana çıkarılması,
- ❖ Şirketler için bürokratik düzenlemelerin basitleştirilmesi ve yenilenmesi, böylece yenilik, yaratıcılık ve girişimciliğin geliştirilmesinin sağlanması,
- ❖ İşletmeler, özellikle KOBİ'ler için mali şartların iyileştirilmesi,
- ❖ Özellikle AB ülkelerinde faaliyet gösteren işletmeler için hem AB destek hizmetleri, programları ve bilgi ağlarına daha kolay erişimlerinin sağlanması hem de bu hizmetleri veren kurumlar arasındaki koordinasyonun sağlanması,
- ❖ Şirketlerin sürdürülebilir rekabet gücüne sahip olması için inovasyona açık ve yenilikçi olması, yüksek katma değerli mal üretimine yönelmesi

olarak sıralanabilir.

³⁶ Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, **AB Üyelik Sürecinde KOBİ'ler**, EPRI Dış Politika Etütleri, Ankara, 12 Aralık 2005, ppt.14

2.2. TÜRKİYE’DE KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER

2.2.1. KOBİ Tanımı

Türkiye’de, KOBİ’lere yönelik etkinliklerde bulunan kurum ve kuruluşların görev tanımları, hedef kitleleri ve etkinliklerine ayırdıkları kaynakları çerçevesinde hizmet götördükleri grupları belirleyen farklı KOBİ tanımları kullandıkları görülmekte, gerek tanım belirlemede seçilen ölçütler, gerekse bu ölçütler çerçevesinde belirlenen limitler farklılıklar göstermektedir.

Yakın geçmişe kadar uzlaşmış bir KOBİ tanımının olmaması ve KOBİ’lere hizmet veren her kurum ve kuruluşun farklı bir KOBİ tanımından hareket etmesi, uygulamada farklılıklar oluşturmuş ve KOBİ’lerin bir kısmı bazı uygulamaların içinde yer alırken, diğerleri bazı uygulamaların dışında kalabilmiştir. Diğer taraftan söz konusu durum, KOBİ’lere yönelik istatistiklerin de farklı sonuçlar vermesine yol açmıştır. Bazı KOBİ tanımlarının sadece “imalat sanayii”nde faaliyet gösteren işletmeleri kapsamaması, diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmeleri, esnaf ve sanatkarları kapsam dışında bırakmış ve bu durum işletmelerin mevcut teşvik ve desteklerden yararlanamamaları sonucunu doğurmuştur. Öte yandan farklı KOBİ tanımlarının bulunması, hizmet sunucularla hizmet talep edenler arasında anlayış farklılığına yol açmış, uygulamaların etkinliğini azaltmış ve hizmetlerde şeffaflığın sağlanmasının önünde önemli bir engel haline gelmiştir. KOBİ tanımı yapılırken, zaman, ekonominin gelişmişlik düzeyi, sanayileşme düzeyi, kullanılan teknoloji, pazarın büyüklüğü, faaliyette bulunan iş kolu, kullanılan üretim tekniği ve üretilen ürün özellikleri³⁷ olmak üzere çok sayıda faktörün ele alınması gerekmektedir.

Türkiye’de özel sektöre ait işletmelere ilişkin ilk sınıflandırma: 1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi’nde belirlenen ve özel sektörü kalkındırmayı amaçlayan politikalar doğrultusunda 1927 yılında çıkarılan Teşvik-i Sanayi Kanunu’nda yapılmış,

³⁷ İlhan Uludağ - Vildan Serin, s.1

bu Kanun’da en az 5 çalışanı olan işletmeler birinci sınıf işletme olarak kabul edilmiştir. 1936 yılında yürürlüğe konulan 2008 sayılı İş Kanunu’nda ise 10 kişiden az çalışanı bulunan işyerleri, küçük sanayi olarak kabul edilmiştir.³⁸

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın 28 Ocak 2005 tarihinde kayıt dışı ekonomi ile mücadele için hazırladığı formül konusunda yapılan açıklamalarda, KOBİ tanımının Bakanlar Kurulu tarafından yapılmasına izin veren bir yasa çıkaracağı belirtilmiştir. Kuruluşlara göre değişen KOBİ tanımları Tablo 2.11.’de gösterilmektedir.

Tablo 2.11.
Türkiye’de Kuruluşlara Göre KOBİ Tanımı

KURULUŞ	TANIM KAPSAMI	TANIM KRİTERİ	MİKRO ÖLÇEKLİ İŞLETME	KÜÇÜK ÖLÇEKLİ İŞLETME	ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME
KOSGEB	İmalat Sanayii	İşçi sayısı	-	1-50 işçi	51-150 işçi
HALKBANK	İmalat Sanayii, Turizm, Yazılım Geliştirme	İşçi Sayısı Sabit Yatırım Tutarı (TL)	- 400 milyar TL	- 400 milyar TL	1-250 işçi 400 milyar TL
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayii, Turizm, Tarımsal Sanayi, Eğitim, Sağlık, Yazılım Geliştirme	İşçi Sayısı, Yatırım Tutarı, KOBİ Teşvik Belgesine Konu Yatırım Tutarı (TL)	1 - 9 işçi 600 milyar TL	10 - 49 işçi 600 milyar TL	50 - 250 işçi 600 milyar TL
DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı, Sabit Yatırım Tutarı (ABD Doları)	- -	- -	1 - 200 işçi 2 milyon \$
EXİMBANK	İmalat Sanayi	İşçi Sayısı	-	-	1-200 işçi

Kaynak : Hazine Müsteşarlığı, DTM, KOSGEB, EXİMBANK, T.Halk Bankası.

Tüm bu tanımlar 2005 yılı sonuna doğru birleştirilmiş, Bakanlar Kurulu’nun 19 Ekim 2005 tarihli “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkındaki Yönetmelik”e göre yapılan KOBİ tanımı ile:

³⁸ Umut Uzel – Özlem Köprülü, “Bölgesel Kalkınmada KOBİ’lerin Rolü, Denizli Örneği”, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/umutozelozlemkopru.pdf> s.4 (31 Ekim 2006)

- ❖ Yıllık 10 kişiden az çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hâsılatı ya da bilanço büyüklüğü 1 milyon YTL'yi geçmeyen çok küçük ölçekli işletmeler, *Mikro Ölçekli İşletme*,
- ❖ Yıllık 50 kişiden az çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hâsılatı ya da bilanço büyüklüğü 5 milyon YTL'yi geçmeyen işletmeler, *Küçük Ölçekli İşletme*,
- ❖ Yıllık 250 kişiden az çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hâsılatı veya Bilanço büyüklüğü 25 milyon YTL'yi aşmayan işletmeler, *Orta Büyüklükte İşletme* olarak sınıflandırılmıştır.

Tablo 2.12.
Türkiye’de KOBİ Tanımı

KOBİ Tanımı	Çalışan Sayısı	Yıllık Ciro
Mikro Ölçekli İşletme	10'dan az	1 milyon YTL'ye kadar
Küçük Ölçekli İşletme	50'den az	5 milyon YTL'ye kadar
Orta Ölçekli İşletme	250'den az	25 milyon YTL'ye kadar

Bununla birlikte, tanımın kapsamının genişliği bazı sorunları beraberinde getirmektedir. Aynı KOBİ kapsamı içinde tutulan mikro ölçekli bir işletmeyle orta ölçekli işletmenin sorunları ve çalışma şekilleri birbirinden doğal olarak farklıdır.

2.2.2. Türkiye’de KOBİ’lerin Gelişimi

Türkiye’de KOBİ’lerin tarihi 13. yüzyılda kurulan “Ahilik Sistemi”³⁹ne kadar uzanmaktadır. Ahi Evran tarafından kurulan Ahilik örgütü, günümüzün KOBİ’leri için temel kaynaklardan birini oluşturmaktadır. Ahi örgütleri; standart üretim, standart fiyat, sosyal güvenlik, işçi-işveren ilişkileri, hizmet içi eğitim gibi konularla, bugün Türkiye ekonomisindeki KOBİ'lere yol gösterici nitelikteki uygulamaları, yüzyıllar öncesinde yaşamıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun son dönemlerinde Ahilik sistemi, yerini “Lonca Sistemi”ne bırakmış, Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküş sürecindeyken 1913 yılında loncalar kapatılmıştır. Bununla beraber, gümüş ve altın işleri, ayakkabı imalatı, el dokumacılığı, kalıpcılık, bakırcılık ve mutfak aletleri konusunda KOBİ’ler varlıklarını korumuşlardır. Bu kuruluşların temelleri başlangıçtan beri o denli sağlam atılmış, kuralları zamanın ve toplumun gereklerine ve gerçeklerine o denli uyum sağlamıştır ki, bu kurallar sonradan, kent ve kasabaların belediye hizmetleri ve bu hizmetlerin kontrolleri için örnek alınmış kanun nizamnameleri şeklinde resmileştirilmiştir. Ahilik sistemi, sanat ya da meslekleri için gerekli hammadde tedarikinden onun işlenişine ve satışına dek, her aşamayı inceden inceye kurallara bağlamıştır. Bu durum, hem meslek erbabı hem de üretici-tüketici arasındaki ilişkilerde rekabet, haset ve kavga gibi sürtüşmeleri ortadan kaldırmıştır.⁴⁰

Lozan Barış Görüşmeleri sırasında gerçekleştirilen İzmir İktisat Kongresi’nde (17 Şubat – 4 Mart 1923), Cumhuriyet döneminde izlenecek ekonomi politikası saptanmış, Kongre’nin “sanayi ve sorunları” bölümünde sanayi bankalarının kurulmasından söz edilmiş ve bu doğrultuda 1924 yılında İş Bankası ve 1925 yılında maden işletme ve kredi sağlama amacıyla Sanayi ve Maden Bankası kurulmuştur.⁴¹ Esnaf-sanatkarlar ile küçük üretici kesimini bir örgüt altında birleştirmeyi öngören

³⁹ Temeli X. Yüzyıla dayanan, XIII. Yüzyılda Anadolu’da kökleşmiş olan Ahilik, tarihi ve sosyo-ekonomik zorunlulukların ortaya çıkardığı mesleki, dini, ahlaki bir Türk esnaf birliği kuruluşudur. Ahi kuruluşları çevresel ve toplumsal karakterini korumuş, üretici ve tüketici ilişki ve bağlarını en iyi biçimde düzenlemeyi kendilerine amaç edinmişlerdir. <http://www.pamukkale.gov.tr/tr/content.asp?id=359>, (5 Ocak 2007)

⁴⁰ “Ortaçağ’dan Günümüze Denizli’de Yaşam ve Ahilik” <http://www.pamukkale.gov.tr/tr/content.asp?id=359>, (12 Ekim 2007)

⁴¹ “Etibank’ın Madenciligi”, <http://www.inkilap.info/archives/132>, (12 Ekim 2007)

Ticaret ve Sanayi Yasası, 1924 yılında yürürlüğe girmiş, aynı zamanda kooperatifleşme hareketi de başlamış ve ilk olarak 1925 yılında İstanbul Umum Ayakkabıcılar Kooperatifi ile 1926 yılında İstanbul Umum Saraç Sanatkarları Kooperatifi kurulmuş, diğer kooperatifler de yurt çapında gelişmeye ve yayılmaya başlamıştır.⁴² Cumhuriyetin ilk dönemlerine Türkiye ekonomisinde sanayi başta olmak üzere hızla bir kalkınma hamlesi başlamış, sermaye gücü ve en önemlisi de insan kaynağı açığı ile bu hamle devam ettirilmeye çalışılmıştır. Atatürk'ün söz konusu açığı kapatmak için 1933 yılında uygulamaya koyduğu “Beş Yıllık Sanayi Planı” ile Türkiye ekonomisinin kalkınması için ilk önemli adım atılmıştır. 1933 yılında esnaf ve küçük sanayicinin finans problemlerini ve buna bağlı olarak kredi gereksinimini gidermek için Halk Bankası ve ülke sanayisini geliştirmek için Sümerbank, iki yıl sonra da Maden Tetkik Arama Kurumu ile birlikte “madencilik, enerji üretimi ve dağıtım alanlarında faaliyet göstermek üzere” Etibank kurulmuştur. 1937 yılına kadar uygulanan bu plan, tüm olumsuzluklara ve eksik kalifiye insan gücüne rağmen, yüzde 9.6 ile bugüne kadar uygulanan tüm kalkınma planlarında elde edilen en yüksek büyüme oranına erişmiştir.⁴³ 1943 yılında ise ticaret ve sanayi odaları ile esnaf odaları ve ticaret borsalarının yasası hazırlanarak yürürlüğe girmiş, 1949 yılından sonra “5373 Sayılı Kanun”la esnaf odaları, ticaret ve sanayi odalarından ayrılarak bağımsız olarak çalışmaya başlamıştır.⁴⁴ 1963 yılından itibaren hazırlanan “Beş Yıllık Kalkınma Planları”nda, KOBİ’ler sürekli olarak yer almış, geliştirilmeleri için özel ilgi gösterilmiş ve değerlendirmeler yapılmıştır.

Bu süreçte KOBİ’lerin, değişen dünya ekonomik düzeninin gelişen talebini cevaplayabilecek işletme anlayış ve yapısına ulaşmaları ve teknolojik gereksinimleri karşılayabilmeleri amacıyla çeşitli destek programları uygulanmıştır. Bu programlar özellikle Türkiye’nin 1996 yılı itibarıyla Gümrük Birliği’ne girmesi ile daha fazla önem kazanmış, bu çerçevede KOBİ’lerin rekabet güçlerini arttırıcı önemlere öncelik verilmiştir.

⁴² Selman Karayılmazlar, ve Diğerleri, “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tarihsel Gelişimi ve Tanımlama Kriterleri”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Dr. H. İbrahim Bodur Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007, s.154

⁴³ http://www.koniks.com/topic.asp?TOPIC_ID=3283, (12 Ekim 2007)

⁴⁴ Selman Karayılmazlar ve Diğerleri, s.154

Bununla birlikte, Türkiye'nin, 1990'lı yıllardan itibaren, gerek sanayileşmiş ülkelerdeki örnekler ve gerekse Dünya Bankası ve uluslararası kalkınma kuruluşlarının çalışmaları sayesinde, önem vermeye başladığı KOBİ'lere karşı henüz etkin bir politika ortaya koyamadığı da söylenebilir. Dahası 1990'lı yıllar boyunca uygulanan maliye ve para politikalarına bağlı olarak makro ekonomik yapıda artan kırılanlıklar, Türkiye ekonomisiyle birlikte KOBİ'leri de bir yığın sorun ile karşı karşıya bırakmıştır.

Türkiye'nin 2002 yılında Slovenya'nın Maribor şehrinde düzenlenen konferansta kabul ettiği "Küçük İşletmeler için Avrupa Şartı"nda belirtilen ilke ve esaslar çerçevesinde, "KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı" hazırlanmıştır. Bu sayede, Türkiye'nin KOBİ'lere yönelik temel hedef, ilke ve politikaları AB'nin KOBİ'lere yönelik temel stratejileri ile uyumlu hale getirilmiştir.⁴⁵ "KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı", KOBİ'lere yönelik temel stratejileri belirlemek, mevcut politika ve programların kapsamını değerlendirerek gerekli ve öncelikli faaliyetleri detaylı bir şekilde ortaya koymak, istenilen hedeflere ulaşma yolunda taraflara düşen görevleri açık bir şekilde ifade etmek ve gerekli eylem ve projeleri oluşturmak amacıyla orta vadeli bir strateji dokümanı olarak hazırlanmıştır.

AB'nin Aralık 2000'de yürürlüğe koyduğu "4. Çok Yıllı Program"a ise Türkiye yaklaşık iki yıl sonra 6 Ocak 2003'ten itibaren katılmış ve Program'da belirlenen;⁴⁶

- ❖ KOBİ'lerde istihdam geliştirme önlemleri alınması,
- ❖ Bürokratik, mali ve sosyal engellerin azaltılması, basitleştirilmesi, çalışma ortamlarının iyileştirilmesi, yeni işletme kurmanın teşvik edilmesi,
- ❖ İş yönetimi kalitesinin yükseltilmesi,

⁴⁵ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, "**İş Ortamı ve Girişimcilik**" **Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor**, Bilgi Toplumu Stratejisi, Peppers & Rogers Group, Ankara, 10 Mart 2006, s.14

⁴⁶ Figen Yılmaz, s.2

- ❖ Ar-Ge (İnovasyon) çalışmalarının desteklenmesi,
- ❖ Finans/kredi kaynaklarının geliştirilmesi,
- ❖ KOBİ'lerin iç pazara entegrasyonu ve uluslararası pazarlama açılımının desteklenmesi,
- ❖ Diğer önlemler kapsamında:
 - Bilgi çağına uyum sağlanması,
 - Kamu ihalelerine katılımın desteklenmesi,
 - İşletme kültürünün geliştirilmesi

şeklinde sıralanan KOBİ Genel Politikaları'nı uygulamaya geçirmeye başlamıştır.

4. Çok Yıllı Program'ın öncelikli hedefleri ise:

- ❖ KOBİ'lere yönelik yasal ve bürokratik düzenlemelerin sadeleştirilmesi,
- ❖ Enformasyon şebekeleri ile KOBİ'lerin uluslararası pazarlara açılımının teşvik edilmesi,
- ❖ KOBİ'lerin rekabet gücünün artırılması, Ar-Ge, inovasyon ve eğitim olanaklarının geliştirilmesi,
- ❖ Girişimci ruhunun teşviki ve özel hedef kitlelerin belirlenerek desteklenmesi şeklinde sıralanabilir.

Türkiye'nin refah seviyesinin artırılması kapsamında, 2003 yılının Eylül ayında, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) ve ilgili kuruluşlar tarafından hazırlanan "Türkiye Sanayi Politikası" onaylanmıştır. Onaylanan Türkiye Sanayi Politikası'nın hedefleri arasında da yine KOBİ'lere yönelik maddeler yer almış, hedefler⁴⁷;

⁴⁷ T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, "İş Ortamı ve Girişimcilik" Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor, s.31

- ❖ İhracatın artırılması,
- ❖ Yatırımların teşvik edilmesi,
- ❖ Teknolojik kapasitenin artırılması ve Ar-Ge'nin özendirilmesi,
- ❖ Kalite ve verimliliğin artırılması,
- ❖ İşgücü yetkinlik alanlarının genişletilmesi,
- ❖ Girişimciliğin ve KOBİ'lerin geliştirilmesi,
- ❖ İstikrarlı büyüme için organize sanayi bölgelerinin yaratılması

şeklinde sıralanmıştır. Daha sonraki yıllarda yine KOBİ'leri desteklemek ve herhangi bir gelişme kaydedilememiş sorunlara da çözüm getirebilmek amacıyla⁴⁸,

- ❖ Teşvik tedbirlerinin yeniden düzenlenmesi,
- ❖ Devlet Yardımlarının İzlenmesi ve Denetlenmesi Hakkında Kanun'un çıkarılması, devlet yardımlarının izlenmesi konusunda bir otoritenin oluşturulması,
- ❖ Yatırımcılara bedelsiz arsa tahsis edilmesi,
- ❖ Doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması,
- ❖ Devlet yardımlarının envanterinin çıkarılması, etkinliğinin araştırılması ve öneriler getirilmesi amacıyla bir özel ihtisas komisyonunun oluşturulması,
- ❖ Yatırımlarda devlet yardımları bakımından bölgesel ayrımların yeniden yapılması,

⁴⁸ T.C.Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı**, Ankara, Ocak 2004, s.23-24

- ❖ Kriz ve sermaye yetersizliği nedeniyle kapanan veya düşük kapasite ile çalışan tesislerin ekonomiye kazandırılması ve yeni yatırımların gerçekleştirilmesinin sağlanması ve
- ❖ KOBİ yatırımlarının desteklenmesine ilişkin tedbirler geliştirilmiştir.

Düzenlenen program ve izlenen politikalardan büyük bir bölümü KOBİ'ler tarafından ya bilinmemekte ya da KOBİ'lerce çözüm olarak görülmediği için gereken önem verilmemektedir. Bunun da bir diğer sorun olduğu söylenebilir.

2000'li yıllarda, KOBİ'lere ilişkin olarak alınan önlemlerin yanı sıra Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda (2001 – 2005) KOBİ'lere geniş yer verilmiştir. Plan'da, imalat sanayiinde, bilgi ve iletişim teknolojileri başta olmak üzere Ar-Ge, yeni ürün ve teknoloji geliştirme, çevre koruma, KOBİ'lerin gelişmesi, istihdam yaratma ve bölgeler arası gelişmişlik farklarının azaltılmasına yönelik yatırımların desteklenmesine devam edileceği belirtilmiştir.⁴⁹ Türkiye ekonomisinin gelişimi için KOBİ'lerin verimliliklerinin ve katma değer içindeki paylarının artırılmasını amaçlayan politika başlıklarını içeren Plan, aynı zamanda uluslararası rekabet güçlerini geliştirmeyi de hedeflemektedir. Diğer taraftan risk sermayesi gibi yeni finansman enstrümanlarının ve modern yönetim tekniklerinin üniversiteler aracılığıyla ve paylaşımıyla geliştirilmesi de programa alınmıştır.⁵⁰ Söz konusu planda “KOBİ'ler sermaye piyasası ve mali piyasalarla düzenli çalışan bir ortamda modern finansman araçları ve kurumları ile desteklenecektir” denilmiş, aynı konu Dokuzuncu Plan'da da yer almıştır. Verimlilik, sermaye, teknoloji ve işletmeciliğin en etkin şekilde kullanımı sonucu rekabet piyasası talebine uygun yüksek kalite mal ve/veya hizmet üretilmesi ile sağlanabilir.

⁴⁹ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 2001 - 2005**, Ankara, Haziran 2000, s.122

⁵⁰ OECD, **Small and Medium-Sized Enterprises in Turkey**, s.11

2.2.3. KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri

KOBİ'ler gerek sayıları gerekse istihdamın önemli bir kısmını sağlamalarından dolayı Türkiye ekonomisi içinde büyük değere sahiptirler. Diğer taraftan KOBİ'erin, sadece ekonomik hayatta değil, sosyal hayatta da önemli rolleri vardır. KOBİ'ler, ülkede geniş bir alana yayıldıkları için bölgesel gelişmişlik farklılıklarını giderme, mülkiyeti tabana yayma, istihdam olanağı yaratma ve bunu sürdürmenin yanı sıra demokratik hayatı canlı tutma bakımından da önemlidirler.⁵¹

Uzun yıllar makro ekonomik istikrarın olmadığı Türkiye ekonomisinde; 1990 – 2001 yılları arasında yaşanan iç ve dış kaynaklı krizler, gerek bankacılık sektörü, gerek finans sektörü ve gerekse reel sektör üzerinde yıkıcı etkiler yaratmış, sektörler arası harmonizasyonun ve yakın ilişkilerin zedelenmesine sebep olmuştur. 1990'lı yıllardan itibaren oluşan ve ekonominin önemli ve çözülemeyen bir sorunu haline gelen kamu finansman açığının sürekli olarak büyümesi, kamu kesiminin borçlanma gereksinimini her yıl biraz daha artırmış, bu durum ise gerek kısa vadeli fon piyasasında gerekse uzun vadeli fon piyasasında kaynakların yüzde 90'ına yakın bölümünün devlete gitmesine, dolayısıyla da reel sektöre aktarılamamasına neden olmuştur. Bu durumdan en çok etkilenen kesim de doğal olarak kaynak ihtiyacı içinde faaliyetlerini ve verimliliklerini sürdürmekte zorlanan KOBİ'ler olmuştur. Türkiye'de tasarruf miktarının düşüklüğü ve mevcut kaynakların da risk oranı çok düşük, faizi yüksek kamu kağıtlarına yatırılarak değerlendirilmesi ve bu durumun geçtiğimiz yıllara kadar hem küçük tasarruf sahipleri hem de finans ve bankacılık sektöründe yer alan kuruluşlar tarafından yapılması, sanayi kesimine, özellikle de KOBİ'lere kaynak aktarımında yetersiz kalınmasına sebebiyet vermiştir.

Diğer taraftan yüksek enflasyon oranları, özkaynak yetersizliğine karşı kullanılacak dış kaynakların maliyetini de yükselttiğinden, geçmiş dönemlerde KOBİ'lerin dış kaynak sağlamada ilk sırada yer alan kuruluşlar olan bankalarla

⁵¹ Ali Sayılır ve Diğerleri, "KOBİ'ler Finansal Destekleri Kullanma Yetkinliğinde mi? Muğla İlinde Ampirik Bir Çalışma", **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006, s.185

çalışmalarını da güçleştirmiştir. 2000 ve 2001 yılı krizleri öncesine kadar daha çok büyük ölçekli firmalara kredi vermeyi veya grup şirketleri içinde yer alan yine büyük ölçekli firmalarla çalışmayı tercih eden bankalar, yatırımlarını da daha ziyade faizi/getirisi yüksek riski düşük kamu kağıtlarında değerlendirmişlerdir. Kriz sonrasında ise büyük firmalara verilen kredilerde geri dönüş problemlerinin yaşanması nedeniyle, sektörün risklerini dağıtmak istemesinin yanı sıra yürürlüğe giren yeni bankacılık kanunu, ekonomide enflasyon düşüşü ile birlikte faiz ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerindeki düşüşler gibi gelişmeler reel sektör – bankacılık sektörü ilişkisinin yeniden kurulabilmesine yardımcı olmuş, özellikle 2004 yılından sonra bankaların, ticari, işletme veya KOBİ bankacılığı olarak tanımladıkları bölümlerini ve ürünlerini geliştirmelerini sağlamıştır.

Kronik enflasyon sorunu ve buna bağlı olarak yüksek faiz oranları, kurlardaki ayarlamalar ve yaşanan finansal krizler, düşük kur – yüksek faiz gibi sorunların yan etkileri, makro ekonomik dengeler üzerinde yarattığı belirsizlik ve istikrarsızlık gibi olumsuz yansımalarına ek olarak, hem büyük ölçekli firmalar hem de KOBİ'lerin maliyetleri üzerinde de hissedilmektedir. Mali sistemden reel sektöre fon aktarımını olumsuz etkileyen krizler, işletmelerin içsel kaynak yaratma süreçlerini de olumsuz biçimde etkilemektedir. Faizlerin yükselmesi ve buna karşılık talebin düşmesi işletmelerin satışlarının azalmasına, stoklarının artmasına ve ekonomide kapasite fazlasının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ayrıca kriz dönemlerinde, satışlarını arttırmak amacıyla işletmelerin vadeli satışlara yöneldikleri ve genel olarak işletmelerin ticari borçları ile kısa vadeli banka kredilerinin miktarında artış olduğu görülmektedir.⁵² Satış hacimlerindeki daralma, işletmelerin üretimlerinin yanında istihdamlarını da azaltmaktadır.⁵³ Öte yandan işletmeler, yatırımlarını da azaltmakta, hatta yeni yatırımlarını neredeyse durdurmaktadır. Bir başka sonuç ise, işletmelerin tekil olarak iflas etme risklerinin de artmasıdır.⁵⁴ Durum bu kapsamda incelendiğinde; Türkiye

⁵² Mehmet Hüseyin Bilgin ve Diğerleri, **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2002 – 41, İstanbul, 2002 s.51

⁵³ A.g.e., s.50

⁵⁴ A.g.e., s.56

ekonomisinin yıllar itibarıyla çizdiği tablo altında özellikle dış pazarlarda Türk KOBİ'lerinin rekabet gücünün oldukça zayıf olmasının nedenleri ortaya çıkmaktadır.

Küreselleşme ve hızlı teknolojik gelişme sürecinde uluslararası piyasalarda uzmanlaşma ve teknoloji geliştirme yetkinliği rekabet gücünün önemli unsurları haline gelmiştir. Rekabet avantajı unsurlarının hızla değiştiği bu süreçte, bilgi ve iletişim teknolojileri iş yapma biçimlerinde köklü değişiklikler meydana getirmiştir. Ekonomik gelişmede bilgi yoğun ve yüksek katma değerli mal ve hizmet üretimi ön plana çıkmış, özellikle işgücünün eğitim seviyesi ve gerekli yeteneklere sahip olması önem kazanmıştır.⁵⁵

Rekabet güçlerindeki zayıflıklar nedeniyle, KOBİ'ler genellikle faaliyet gösterdikleri bölgelerde ya da ilde satış yapmayı tercih etmektedirler. Türkiye'deki KOBİ'ler incelendiğinde; satışlarının yüzde 80'ini buldukları şehirde gerçekleştiği görülmektedir. İhracattan gelen satış geliri ise sadece yüzde 6'dır. Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında işletmenin bulunduğu şehir dışına yaptığı satışların da çok az olduğu görülmektedir. Bu karşılaştırma Tablo 2.13.'de verilmiştir.

Tablo 2.13.

Ülkelere Göre İşletmelerin Satış Cirolarının Geldiği Yer (%)

	ABD	İNGİLTERE	ALMANYA	FRANSA	BREZİLYA	ÇİN	TÜRKİYE
Yurtiçi (aynı şehir)	60	47	46	31	80	64	80
Yurtiçi (farklı şehir)	38	46	46	56	10	29	14
Yurtdışı (ihracat)	2	7	8	13	10	7	6

Kaynak : Microsoft Türkiye, **KOBİ Pazarı Araştırması**, İstanbul, 2003

⁵⁵ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Yüksek Planlama Kurulu, **Dokuzuncu Beş Yıllık Kalkınma Programı (2007 – 2013) 2007 Yılı Programı**, Ankara, 12.10.2006, s.81

Diğer taraftan AB ülkeleri ile Türkiye'deki KOBİ'lerin cirolarının yanı sıra diğer noktalardan karşılaştırmaları yapıldığında Tablo 2.14'ün de gösterdiği gibi özellikle verimlilik konusunda Türkiye'deki KOBİ'lerin çok alt seviyede kaldıkları gözlenmektedir.

Tablo 2.14.
AB ve Türkiye'deki KOBİ'lerin Karşılaştırması

	AB	TÜRKİYE
Firma Sayısı	19 milyon adet	1,8 milyon adet
KOBİ'lerin Oranı	%99.9	%99.8
Ekonomide yaratılan katma değer oranı	%81.0	%38.0
KOBİ'lerin toplam istihdama oranı	%67.0	%76.7
Kapasite Kullanımı	%80.0	%25.0

Kaynak: Ziya Akkurt, Akbank, İstanbul
www.finanskulup.org.tr/assets/etkinlik/ziya_akkurt_kobiler_finansal_hizmetler.pdf - (12 Aralık 2007)

Devlet İstatistik Enstitüsü (eski adıyla DİE yeni adıyla TÜİK) Genel Sanayi İş Yerleri Sayımı (GSİS)'na 2002 yılı verileri firma sayısı açısından Tablo 2.14.'ü teyit eder nitelikte olup, Türkiye'de tarım dışı tüm işletmelerin sayısı 1,881,433 olarak tespit edilmiştir. 2002 yılı sonrasında KOSGEB tarafından yapılan araştırmalar sonucunda oluşan Türkiye'nin işletme sayısı ve hukuki yapısı verilerinde çok farklı değerler oluşmamakla birlikte, büyük, küçük ve orta ölçekli ayrımı olmaksızın toplam işletme sayısı 1,720,598 olarak belirlenmiş olup, bu değer yüzde 98.99'u KOBİ tanımına giren işletmelerdir.

Tablo 2.15.

Türkiye’de İşletme Sayısı ve İmalat Sanayi’nin Yeri

Ölçek (Kişi)	Girişim Sayısı	Yüzde (%)	İmalat Sanayi Girişim Sayısı	Yüzde (%)	İmalat Sanayi / Toplam (%)
İşletme Sahibi	23,762	1.38	1,509	0.61	6.35
1 – 9	1,633,509	94.94	220,030	89.12	13.47
10 – 49	53,246	3.09	20,325	8.23	38.17
50 – 99	5,080	0.30	2,453	0.99	48.29
100 – 150	1,804	0.10	946	0.38	52.44
151 – 250	1,387	0.08	719	0.29	51.84
251 +	1,810	0.11	917	0.37	50.66
Toplam	1,720,598	100.0	246,899	100.0	14.35

Kaynak : KOSGEB, **2002 Yılı Genel Sanayi İş Yerleri Sayımı: İmalat Sanayi Değerlendirmesi**, Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkez Müdürlüğü Yayını, Ankara, Şubat 2005, s.6

Tablo 2.15.’ten de görülebileceği gibi toplam işletme sayısının yüzde 14.35’ine denk gelen 246,889 işletme, imalat sanayinde faaliyet göstermekte olup, imalat sanayinde KOBİ kapsamına giren işletme sayısı yüzde 99.3’tür. İmalat sanayinin GSYİH içindeki payı ise 2000 yılında yüzde 19.2’den 2005 yılında yüzde 20.8’e ulaşmıştır. Diğer taraftan genel dağılım, hem toplam işletme sayısında hem de imalat sanayinde yer alan işletmeler için 10 kişinin altında istihdama sahip işletmelerde yoğunlaşmaktadır.

Türkiye’de 2002 yılı itibarıyla toplam işletme sayısı içinde 10’dan az işçi çalıştıran mikro ölçekli firmaların payı yüzde 96.32, 10 - 49 işçi çalıştıran küçük ölçekli firmaların payı yüzde 3.09, 50 - 250 işçi çalıştıran orta ölçekli firmaların payı yüzde 0.48’dir. Bu itibarla, Türkiye’deki işletmelerin yüzde 99.89’u AB’ne uyumlu KOBİ tanımına girmektedir. KOBİ’lerin önemli bir bölümünün de mikro ölçekli firmalar

olduğu görülmektedir. Diğer taraftan toplam istihdam içinden aldıkları pay yaklaşık yüzde 76.7⁵⁶ seviyesindedir.

Tablo 2.16.
Toplam İşletmelerin Büyüklük Grubuna Göre Dağılımı (2002)

İş Yeri Büyüklük Grupları	alışan Sayısına	Dağılım (%)
KOBİ	1-250	99.89
<i>Mikro</i>	<i>0</i>	<i>1.38</i>
<i>Mikro</i>	<i>1-9</i>	<i>94.94</i>
<i>Küçük</i>	<i>10-49</i>	<i>3.09</i>
<i>Orta</i>	<i>50-99</i>	<i>0.30</i>
<i>Orta</i>	<i>100-150</i>	<i>0.10</i>
<i>Orta</i>	<i>151-250</i>	<i>0.08</i>
Büyük	251+	0.11

Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK) bildirgelerine göre 2002 yılında SSK'ya kayıtlı işçi çalıştıran işyerlerinin sayısı 726,673'dr. Bu işletmelerde 5,058,865 kişi sigortalı olarak çalışmakta olup, ortalama sigortalı sayısı 7 kişi civarındadır. SSK'ya kayıtlı işletmelerin yüzde 99.7'si KOBİ tanımına girerken, toplam sigortalıların yüzde 79.1'ini KOBİ'lerde istihdam edilmektedir. Bu da daha önce verilen sayıyı teyit eder niteliktedir.

⁵⁶ T.C.Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Preliminary National Development Plan (2004 – 2006)**, Ankara, Aralık 2003, s.23

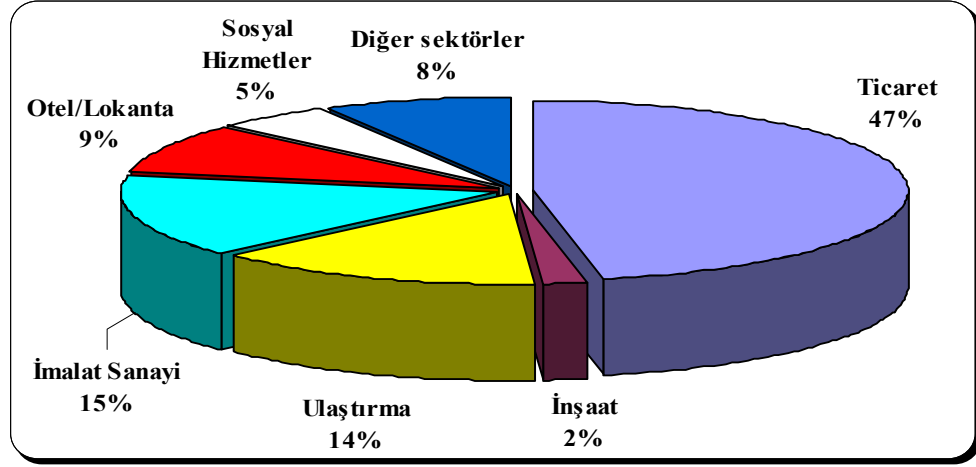
Tablo 2.17.

SSK'ya Kayıtlı İşyerlerinin Büyüklük Grubuna Göre Dağılımı (2002)

	İşyeri Sayısı (Adet)	Sigortalı Sayısı (Adet)	İşyeri Sayısı (%)	Sigortalı Sayısı (%)
KOBİ (1 - 250)	724,660	3,999,964	99.72	79.07
Mikro 1 - 9	643,661	1,529,482	88.58	30.23
Küçük 10 - 49	69,287	1,401,594	9.53	27.71
Orta 50 - 250	11,712	1,068,888	1.61	21.13
Büyük (251 +)	2,013	1,058,901	0.28	20.93
Toplam	726,673	5,058,865	100.00	100.00

GSİS'e göre SSK'ya kayıtlı işçi çalıştıran işyerleri, toplam işletmelerin yaklaşık yüzde 38.6'sını teşkil etmektedir. İşyerlerinin önemli bir bölümünü de şahsı adına BAĞKUR'a kayıtlı esnaf ve sanatkarlar teşkil etmekte olup, 2002 itibarıyla BAĞKUR'a kayıtlı tarım dışı aktif sigortalıların sayısı 2,420,641 kişidir. Tarım dışı tüm işletmelerin sayısı ile karşılaştırıldığında bir işletmede birden fazla Bağkur sigortalısı olduğu görülmektedir. SSK'ya kayıtlı sigortalı sayısının, toplam çalışan sayısına oranı ise yüzde 78'dir. Türkiye ekonomisinde yaygınlıklarının yanı sıra mevcut kayıtlı işgücünün çok büyük bir bölümünün KOBİ'lerde istihdam edilmekte olduğu ve 25 yaş altı nüfusunun işgücündeki yüksek dikkate alındığında, KOBİ'lerin öneminin Türkiye'nin AB'ne giriş sürecinde daha da artacağı söylenebilir.

Türkiye ekonomisinde işletmelerin yoğunlaştığı sektörler ise ticaret, komisyonculuk, tamirat, ulaştırma, depolama, haberleşme, imalat sanayii, otel ve lokantalar, diğer sosyal, toplumsal ve kişisel hizmet faaliyetleri ile gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleridir. Toplam işletmelerin yüzde 94.6'sı bu sektörlerde faaliyet göstermektedir. İmalat sanayii işletmeleri içerisinde ise sırasıyla tekstil, konfeksiyon, deri, metal eşya sanayi, mobilya, gıda, içki, tütün, ağaç ve mantar ürünleri ile makine ve teçhizat sektörlerinde yoğunlaşma vardır. Grafik 2.1.'de KOBİ'lerin sektörel dağılımları görülmektedir.

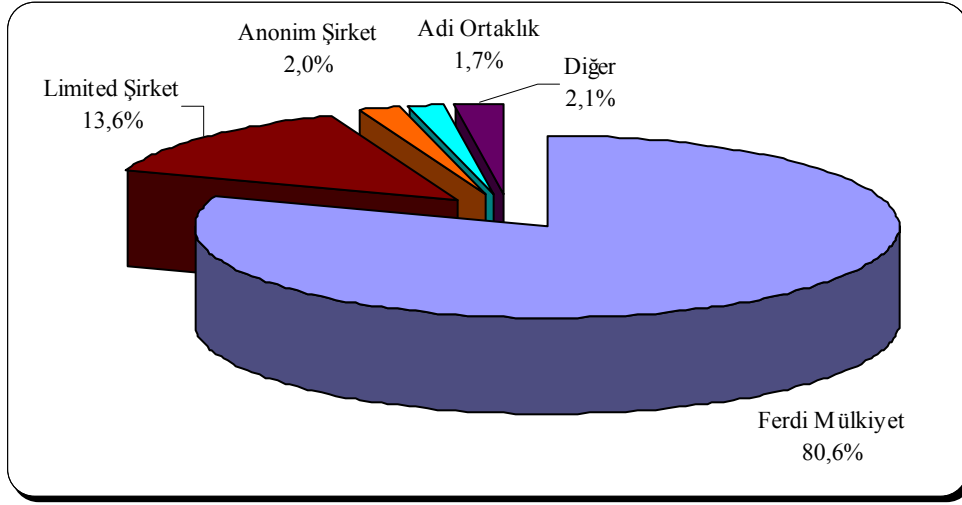


Grafik 2.1. KOBİ'lerin Sektörel Dağılımları

Kaynak : Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, **Avrupa Birliği Üyelik Sürecinde KOBİ'ler**, EPRI Dış Politika Etütleri, Ankara 12 Aralık 2005, ppt.12

İşletmelerin ortalama ölçek büyüklüğü 3.4 kişidir. Ortalama ölçek büyüklüğü mikro işletme boyutunu aşan sektörler ise; kok kömürü, rafine edilmiş petrol ürünleri; madencilik, taşocakçılığı; radyo, TV, haberleşme cihazları; motorlu kara taşıtları, karoseri, kimyasal madde ürünleri, elektrik, gaz, su, kâğıt ve kağıt ürünleri, diğer ulaşım araçları, ana metal sanayi, tekstil, konfeksiyon, deri, eğitim hizmetleri, hurda yeniden değerlendirme ile taş ve toprağa dayalı ürünlerden oluşmaktadır.

Grafik 2.2.'nin de gösterdiği gibi 2002 itibarıyla Türkiye'deki yaklaşık 1.7 milyon işletmenin yüzde 80.6'sı ferdi mülkiyet, yüzde 13.6'sı limited şirket, yüzde 2'si anonim şirket, yüzde 1.7'si adi ortaklıktır. Dağılım, Türkiye'nin KOBİ yapısının daha çok şahıs şirketi ve özellikle de aile işletmeleri karakteristiğine sahip olduğunun bir göstergesidir.



Grafik 2.2. İşletmelerin Hukuki Durumlarına Göre Dağılımı (2002)

Kaynak : Devlet İstatistik Enstitüsü, **Genel Sanayi İş Yerleri Sayımı (GSİS)**, Sayı: B.02 Ocak DİE.0 Ekim 00.906-164, Ankara, 14 Ekim 2003

PricewaterhouseCoopers (PwC) firmasının yaptığı “Küresel Aile Şirketleri” araştırması⁵⁷na göre Türkiye’de her 100 şirketten 95’ini aile şirketleri oluşturmakta, GSMH’nın yüzde 75’ini oluşturan bu aile şirketlerinin üçtebiri de önümüzdeki 5 yıl içinde el değiştirmeyi hedeflemektedir.⁵⁸

İşletmelerin demografik dağılımında ise İstanbul ili, işletme sayısında genel toplamın yüzde 18.7’sine çalışan sayısında ise yüzde 27.8’ine sahiptir. Bölge olarak ise özellikle İstanbul, Bursa, Kocaeli’nde sanayileşmenin hızlı artışı nedeniyle, Marmara Bölgesi diğer bölgelere göre çok daha yüksek orana sahiptir. Türkiye genelinde ise İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Antalya ve Konya toplam işletmelerin yüzde 45’e yakın bölümü faaliyette bulunduğu illerdir. Diğer taraftan 2002 yılından sonra gelişen iller kapsamında Kocaeli, Kayseri, Eskişehir, Manisa, Adana, Mersin, Gaziantep, Afyonkarahisar, Trabzon gibi iller de KOBİ yoğunluğu açısından ve Organize Sanayi Bölgesi (OSB) sayısı ve büyüklüğü bazında çarpıcı gelişme göstermiş olan merkezlerdir. Son yıllarda OSB kurulması ve geliştirilmesi konusunun hız

⁵⁷ PriceWaterhouseCoopers, s.9

⁵⁸ **Hürriyet**, “3 aile şirketinden birinin 5 yılda el değiştirme planı var”, 10 Ocak 2008

kazanmasının yanı sıra KOBİ'ler de sağladıkları çeşitli avantajlar nedeniyle bu bölgeleri faaliyetlerini sürdürmek için tercih etmektedirler. Bununla birlikte, Türkiye'deki işletmelerin, özellikle de imalat sanayiinde faaliyet gösteren işletmeleri yaklaşık yüzde 95'ini mikro ölçekli işletmelerin oluşturması, ölçekleri nedeniyle kendilerine, ulaşım, altyapı ve iyi yetişmiş ve eğitilmiş personel istihdamı konusunda avantaj sağlayan OSB ve küçük sanayi siteleri gibi oluşumlar içinde yer almalarının önünde bir engel teşkil etmektedir.⁵⁹

KOBİ'lerin Türkiye ekonomisinde yerine ait istatistiki tahminler, yaklaşık olarak toplam imalat sanayi katma değerinden yüzde 30, yatırımlardan yüzde 27, üretimden yüzde 38⁶⁰ ve ihracattan yüzde 20 oranlarında pay aldıklarını göstermektedir. Devlet Planlama Teşkilatı tarafından hazırlanmış olan “Ön Ulusal Kalkınma Planı (2004 – 2006)” belgesinde, KOBİ'lerin rekabet güçlerini artırmak için alınan tedbirler, KOBİ'lerin artık bir devlet politikası ile geliştirilmesi gerekliliği yönünde ciddi çalışmaların yapıldığının bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Planda öngörülen tedbirler şu şekilde sıralanmıştır;⁶¹

1. KOBİ'lerin kullanabilecekleri finansman araçlarını çeşitlendirmek,
2. KOBİ'lere yönelik finansman dışı destekleri arttırmak,
3. KOBİ'lere yönelik teknoloji transferini teşvik etmek,
4. KOBİ'lerin ARGE kapasitelerini geliştirmek,
5. KOBİ'lerin e-ticarete geçmelerini teşvik etmek ve bu konuda onlara altyapı geliştirme destekleri vermek.

⁵⁹ T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, “İş Ortamı ve Girişimcilik” **Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor**, s.15

⁶⁰ T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Preliminary National Development Plan (2004 – 2006)**, s.23

⁶¹ Müstakil Sanayi ve İşadamları Derneği, **Yeni Ekonomik Dönemde KOBİ'ler İçin Rekabet ve Büyüme Stratejileri**, s.37

2.2.4. KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisi İçin Avantaj ve Dezavantajları

Türkiye'deki KOBİ'lerin küreselleşmenin olumsuz etkilerinden korunabilmesi, küresel rekabete yine küresel ölçekte yanıt verebilmesi için; belli ve tanımlı özelliklere sahip, etkinlik ve verimliliğinin ölçülmesi her sektör için önemli bir konu haline gelmiştir.

Toplam işletme sayısı içinde neredeyse tamamı denebilecek kadar büyük bir paya sahip KOBİ niteliğindeki işletmelerin (ki mevcut sayının önemli bir bölümü de küçük ölçekli işletmelerdir) varlığının, Türkiye ekonomisi açısından avantajları şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Daha az yatırımla daha çok üretim ve ürün çeşitliliği sağlayabilmektedirler.
- ❖ Daha düşük yatırım maliyetleriyle istihdam imkanı yaratmaktadırlar.
- ❖ Yapıları itibarıyla ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenmektedirler.
- ❖ Talep başta olmak üzere piyasa değişmelerine daha kolay uyum gösterebilmektedirler.
- ❖ Teknolojik yeniliklere daha yatkındırlar.
- ❖ Bölgeler arası dengeli kalkınmaya katkı sağlarlar.
- ❖ Gelir dağılımındaki çarpıklıkları azaltırlar.
- ❖ Bireysel tasarrufları teşvik eder, yönlendirir ve hareketlendirirler.
- ❖ Büyük sanayi işletmelerinin vazgeçilmez destekleyicisi ve tamamlayıcısı niteliğindedirler. Büyük ölçekli işletmelerin kullandıkları hammadde, yardımcı malzeme, işletme malzemesi veya yarı mamul gibi girdileri

üretmek onların gelişimini tamamlama ve böylece ekonomide “yan sanayi” oluşturma⁶² işlevi görmektedirler.

- ❖ Politik ve sosyal sistem açısından denge ve istikrar unsuru durumundadırlar
- ❖ Kalkınmayı tabana yayma gibi önemli fonksiyonları ile Türkiye ekonomisinin de temel dinamiğini oluşturmaktadırlar.⁶³

KOBİ’lerin ekonomiye faydalarının yanında hem diğer KOBİ’ler için, hem de kendileri için 10 büyük fırsat sundukları söylenebilir;⁶⁴

- ❖ ***İç Pazarda Büyüme;*** KOBİ’ler iç pazarda büyüme için kendilerine uygun bir strateji yaratabilme bilgi ve yeteneğine sahip olmadıklarından dolayı bu konuda danışmanlık şirketleri ve Ar-Ge faaliyetlerine ihtiyaç duymaktadırlar.
- ❖ ***Dış Pazara Açılma;*** Hem yeni pazarlara açılma hem de yeni pazarlarda tutunma hususunda sıkıntı çeken KOBİ’ler, yine bu konuda da yurtdışı yatırım danışmanlığı ve fuar şirketlerine ihtiyaç duymaktadırlar.
- ❖ ***Markalaşma;*** KOBİ’lerin yüzde 60’ı markalaşma konusunda herhangi bir çalışma yapmamış olmaları bu konuda da danışmanlık almaları gerektiğinin bir göstergesidir.
- ❖ ***Maliyet Düşürme;*** KOBİ’ler birbirleri için daha uygun maliyetli ara mal ve hizmetler üretmek pazar paylarını artırabilirler.
- ❖ ***Teknolojik İyileştirme;*** KOBİ’ler hala teknolojiden uzak ticaret yapmaktadırlar. Uygun çözümler üretilmesi halinde bu pazarda çok büyük bir potansiyel bulunmaktadır.

⁶² Tahir Akgeçici, S.20

⁶³ Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, ppt.5

⁶⁴ Adapazarı Ticaret ve Sanayi Odası, **Sakarya İli İktisadi Raporu 2006**, Adapazarı 2006,

- ❖ **Yatırım İçin Ek Fırsat;** KOBİ'lerin kredi kullanımından aldığı pay sanıldığı kadar yüksek değildir. Bankalar ve katılım bankaları ile birlikte diğer finansman imkanı sağlayan kuruluşlar bu pazarı müşteri isteklerine göre değerlendirdiklerinde hem bankacılık ve finans sektörü hem de reel sektörün karlı çıkacağı söylenebilir.
- ❖ Türkiye'deki KOBİ'ler düşük işletme sermayesiyle çalışmaktadırlar. İşletme sermayesi yetersiz olan KOBİ'lere yönelik ciddi ve rekabetçi çözümler üreten finans kurumları için ciddi bir pazar bulunmaktadır. KOBİ'lerin sadece yüzde 30.48'i kredi kullanmakta, yüzde 69.52'si ise kredi kullanmamaktadır. Bu fonlama ise banka ağırlıklı olarak gerçekleşmektedir. Toplam fonların yüzde 93.85'i bankalar tarafından sağlanırken yüzde 5.20'si katılım bankaları, yüzde 0.95'i ise faktoring kuruluşlarınca sağlanmaktadır.
- ❖ **Yeni Ürün Geliştirme;** KOBİ'lerin Ar-Ge çalışmaları için yönlendirilmeleri, kendi alanlarındaki gelişmelerden haberdar edilmeleri ve artan bilgi seviyelerine paralel olarak yatırımlarını bu yönde yapmaları, üniversiteler ve Ar-Ge kuruluşları ile iş birliklerinin artmasını sağlayacaktır.
- ❖ **Kalitenin İyileştirilmesi;** Türkiye'deki KOBİ'lerin yüzde 60'tan fazlası, kalite artırma ile ilgili ciddi bir çalışma yapmamaktadır. Kalite belgeleri alınması yönünde yapılacak çalışmalar için yine danışmanlık hizmetlerine ihtiyaç duyacaklardır.
- ❖ **Yeni Dağıtım Kanalı Oluşturma;** Lojistik şirketlerinin, yeni dağıtım kanalı ihtiyaçlarını bir an önce fark etmesi ve gerekli hizmeti sunmaları gerekmektedir.

Türkiye ekonomisinde özellikle istihdam açısından önemli bir yere sahip bulunan KOBİ'lerin sisteme olan katkıları ise⁶⁵;

1. Bölge sanayisinin gelişimine başlangıç oluşturmak,
2. Bölge sanayisinin tamir ve bakım yönünden sorunlarını çözmek,
3. Özel beceri ve teknik isteyen kimi malları üretmek,
4. İkincil (tali) kontrol yoluyla büyük sanayi işletmelerine yardımcı olmak

şeklinde özetlenebilir.

Türkiye'nin ekonomik ve sosyal yapısında çok önemli bir yeri olan KOBİ'lerin başlıca sorunları ve ülke ekonomisi açısından dezavantajları ise şöyle belirtilebilir;

- ❖ Kredi temininde hala güçlük çekmektedirler. Toplam banka kredilerinden aldıkları pay yüzde 28 seviyesindedir. Dolayısıyla yatırım finansmanında özkaynak kullanımı devam etmekte, fakat bunun yetersiz kaldığı bilinmektedir.
- ❖ Teşviklerden yararlanabilme imkanları ve bilgileri düşük seviyededir.
- ❖ Diğer finansman araçlarını fazla tanımamakta ve bu nedenle de yeterince yararlanamamaktadırlar. Bununla birlikte, sayıca fazla olmaları ve finansal araçlar açısından düşük riskli gruplar oluşturmaları, KOBİ'leri bu kurumlar için cazibe merkezi ve yeni hedef pazar konumuna getirmektedir.
- ❖ Teknoloji kullanım düzeyleri genellikle düşüktür.
- ❖ Yurtiçi ve yurtdışı teknik ve ticari gelişmeleri izleyememektedirler.
- ❖ Kalifiye eleman sıkıntısı çekmektedirler.

⁶⁵ Tahir Akgemci, s.38

- ❖ Düşük rekabet gücü sorunuyla karşı karşıyadırlar.
- ❖ Küçük ölçekli ve dağınık yapıda olmalarından dolayı verimlilikleri düşüktür. Bu durum ise çeşitli sektörlerde atıl kapasite oluşumuna neden olmaktadır.
- ❖ Ürettikleri ürün ve hizmetlerin kalitesi genellikle düşüktür.
- ❖ Standartlara uygun üretim yapmadıklarından dolayı ihracat potansiyelleri düşüktür. İç talepteki düşüş veya yetersizlik karşısında işletme sermayesi gereksinimiyle karşılaşmakta ve piyasada kalmakta zorlanmaktadır.
- ❖ Sektörel Dış Ticaret Şirketleri (SDTŞ) şeklinde yapılanmalarında çeşitli sorunlar olup, bu konudaki mevzuat karmaşıktır.
- ❖ Teşvik mevzuatının karmaşık ve çelişkili olmasının da etkisiyle mevzuatı iyi bilmemekte ve yatırım finansmanında maliyeti yüksek yöntemleri seçmektedirler.
- ❖ Devlet teşviklerinden ve diğer finansman araçlarından yeterli ölçüde yararlanamamaktadırlar.
- ❖ Yurtiçi ve yurtdışı teknik ve ticari gelişmeleri izleyememekte dolayısıyla global pazarda rekabet şanslarını yitirmektedirler.
- ❖ Doğru yere, doğru sektöre uygun şekilde yatırım politikaları üretememektedirler.
- ❖ Vergiler ile SSK ve BAĞKUR primlerinden kaçınmak için yaygın olarak kayıt dışı çalışmaları için haksız rekabete yol açmalarının yanı sıra devletin gelir dengesini de olumsuz etkilemektedirler.
- ❖ KOBİ'lere hizmet veren kurumların koordineli çalışmaması ve bir çatı altında toplanamamış olması, işletmelerin ihtiyaçları olan bilgilere ulaşmalarında zaman kaybı ve isteksizlik yaratmaktadır.

Türkiye ekonomisi için KOBİ'lerin sorunlarını oluşturan başlıklar dünya ekonomisindeki ile hemen hemen aynıdır. KOBİ'lerin kayıt dışılık oranlarının yüksek olması, kurumsallaşmamaları gibi ülke ekonomisi için dezavantaj sayılabilecek başlıkların yanı sıra Türkiye'de faaliyet gösteren KOBİ'lerin ömürlerinin kısa olması da yine ekonomik açıdan bir başka dezavantajdır. Bununla birlikte, ülke ekonomisinin iyi veya kötü yönetilmesiyle işletme yaşam süresi arasında da doğrudan ilişki söz konusudur ve süre üzerinde etkiye sahiptir. Özellikle ekonomideki istikrarsızlıklar ve arka arkaya yaşanan krizler şirketlerin ömrünü kısaltan en önemli etken olarak ön plana çıkmaktadır. Diğer taraftan bir işletmenin uzun ömürlü olması, tecrübeli ve donanımlı olması, iyi yönetilmesi anlamına gelmektedir. Türkiye'de özellikle de KOBİ'lerde şirketleşme kültürünün gelişmemiş olması, şirket sirkülasyonuna, işletme ömrünün kısılmasına, ticari hayatın gelişmemesine ve işsizliğin artmasına yol açmaktadır.

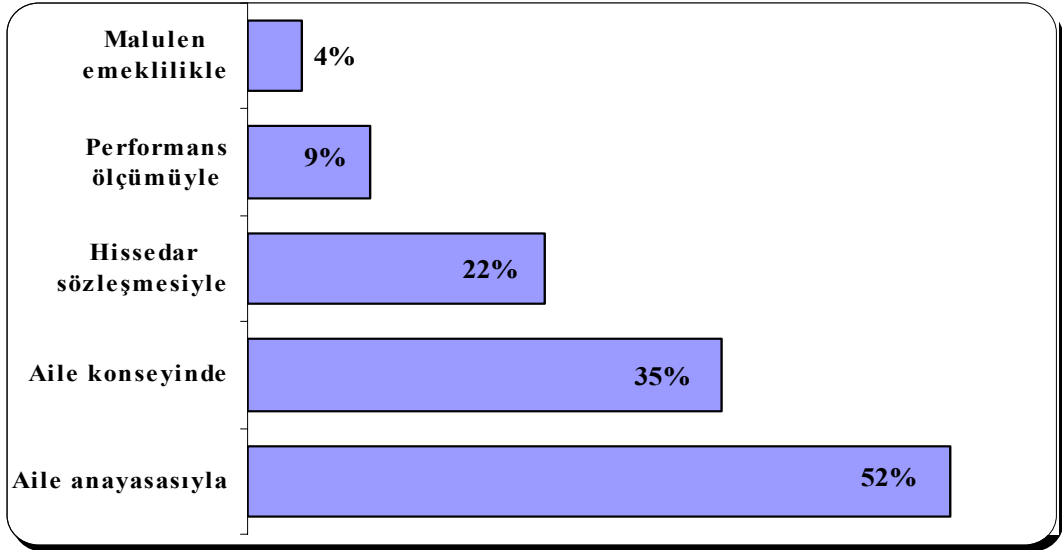
Türkiye'deki işletmelerin yüzde 90 gibi bir çoğunluğu aile işletmesi yapısında olup, bu oran dünya genelindeki firmalar için yüzde 65 - 80'i, Amerikan Fortune Dergisi'nin yaptığı en büyük 500 listesindeki kuruluşlar içinse yüzde 40'ı seviyesindedir. Aile şirketlerinin en önemli sorunlarından birisini "kurumsallaşamama" oluşturmaktadır. Gerçekten de tüm işletmelerin çok büyük bir kısmını oluşturan aile şirketlerindeki miras kavgaları, yetki devrindeki güçlükler, boşanmalar ve aile içi yönetim anlaşmazlıkları, bu şirketlerin ömrünün kısılmasına neden olmaktadır. Bu konuda yapılan bir araştırmaya⁶⁶ göre aile şirketlerinin ömrü, Türkiye'de dünya ortalamasının çok altında olup, yaklaşık 12 yıldır. Amerika, Avrupa ve Japonya'da 4. kuşak patron ve yöneticiler işlerinin başındayken, Türkiye'de bu oran 3. kuşakta ve 4. kuşakta oldukça azdır. ABD'de yapılan bir araştırmaya göre birinci kuşakta son bulan aile şirketi sayısının oranı yüzde 80, ikinci kuşağa ulaşanların oranı yüzde 16 ve üçüncü kuşakta devam eden aile şirketi sayısının oranı ise ancak yüzde 4'te kalmaktadır.⁶⁷ Diğer taraftan ortalama ömür süresi de şirket türlerine göre değişmektedir.⁶⁸ "En uzun

⁶⁶ Ankara Ticaret Odası, "1923 - 2005 Cumhuriyet'ten Günümüze Şirket İstatistikleri", Ankara, Aralık 2005, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=331&l=1>, (9 Kasım 2006)

⁶⁷ Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler Raporu**, Aralık 2005, s.35

⁶⁸ Ankara Ticaret Odası, "1923 - 2005 Cumhuriyet'ten Günümüze Şirket İstatistikleri",

yaşayan şirketler” 20 yıllık ortalama ömür ile “kollektif şirketler”, “en kısa ömürlü şirketler” ise 4 yıllık ortalama ömür ile “müesseseler”dir. Araştırmaya göre, “kooperatifler” ortalama 17 yıl, “komandit şirketler” 16 yıl, “anonim şirketler” ve “şahıs firmaları” 13 yıl, “limited şirketler” 10 yıl yaşamakta, “yabancı şirketler”in ortalama ömrü ise 9 yılda kalmaktadır.⁶⁹ Türkiye’de şirketlerin kapanma nedenleri olarak ise genel ekonomik sebepler, ölüm, devir ve birleşme, mahkeme kararıyla fesih, sermaye yetersizliği, finansman teminindeki güçlük, ortaklar ve yönetimdeki ihtilaflar, ticareti terk vb. sebepler gösterilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin kurumsallaşmaya verdikleri önemin artması, gelecek nesillere ulaşabilmeleri açısından son derece önemlidir.⁷⁰ “Küresel Aile Şirketleri” araştırmasına göre Türkiye’deki aile şirketlerinin sorunları çözme şekli ise Grafik 2.3.’de gösterildiği gibi daha çok aile anayasası ile olmaktadır.



Grafik 2.3. Türkiye’deki Aile Şirketleri Sorunları Nasıl Çözüyor?

Kaynak : Hürriyet, “3 aile şirketinden birinin 5 yılda el değiştirme planı var”, 10 Ocak 2008

⁶⁹ Ankara Ticaret Odası, “1923 - 2005 Cumhuriyet’ten Günümüze Şirket İstatistikleri”,

⁷⁰ Ankara Ticaret Odası, Basel II “KOBİ’lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi”, s.44

2.2.5. Türkiye’de KOBİ’lerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Ekonomilerin ve insanların hangi nedenlerden dolayı KOBİ’lere yöneldiğine bakıldığında; KOBİ’lerin güçlü yönlerini bağımsızlık, mali fırsatlar, toplumsal hizmet, iş güvenliği, aile fertlerine istihdam olanağı sağlama ve mücadele⁷¹ başlıklarıyla sıralamak mümkündür. KOBİ’lerin ya da KOBİ kurmanın zayıf yönleri ise, satışlardan doğan dalgalanmalar, rekabet koşulları, artan sorumluluklar, mali kayıplar, çalışanla ilişkiler, yasalar ve kararname ve başarısızlık riski olarak özetlenebilir.⁷²

KOBİ’lerin yenilikçilik sürecinde güçlü yönleri ve geliştirebilecekleri yeteneklerinden bazıları şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Firma içi bürokrasi az olduğundan hızlı karar alabilirler.
- ❖ Girişimci ruhları yüksektir.
- ❖ Firma içindeki informal ağ yapısı nedeniyle iç iletişim hızlı ve etkilidir.
- ❖ Değişen pazar koşullarına hızlı tepki verilebilir, geniş pazarlara hakim olabilirler.
- ❖ Yasal düzenlemelerde KOBİ’ler için kolaylaştırıcı uygulamalar söz konusudur. Bilindiği gibi KOBİ’lerin yenilikçi faaliyetlerinin desteklenmesi için çeşitli destek programları mevcuttur.
- ❖ Organik yapıda, basit ve odaklanmış organizasyon yapılarına sahiptirler.

Ülke ekonomisinde KOBİ’lerin varlığı, ekonominin büyüklüğü ve gelişimi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle de bazı konuların devlet politikası olarak kabul edilmesi ve geliştirilmesi, belirli noktalarda KOBİ’lere desteklerin sağlanmasının, hem işletmelerin gelişimi hem de ülke ekonomisinin gelişimi açısından

⁷¹ Doğan İ. Kargül, **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yönetim Sorunları ve Çözümleri**, Yayın No: 1997 – 47, İstanbul, 1997, s.3

⁷² A.g.e., s.4

çok önemli olduğu söylenebilir. GfK Türkiye, tarafından yapılan “Türkiye’deki İş ve Yatırım İklimi Anketi”,⁷³ Türkiye’de hükümet uygulamalarından kaynaklanan ve işletmeleri etkileyen, güçsüz olmalarına neden teşkil eden sorunları; teşviklerin yetersizliği, gümrük hizmetlerinin yetersizliği, karar vermede şeffaflık ve sektörel kararlarda uluslararası standartlara ve prosedürlere uygunlukta yetersizlik, çevre kanunlarının uygulanmaması ve yetersizliği, elektrik masrafları, elektrik kesintileri ve elektrik gücünün kalitesi, altyapı, gelir vergileri oranının yüksekliği⁷⁴ şeklinde sıralamaktadır.

KOBİ’lerin genel anlamda faaliyetleri sırasında karşılaştıkları ve zayıf yönlerinin oluşmasına neden olan temel sorunları;

- ❖ Finansman
- ❖ Pazarlama – Kalifiye Eleman
- ❖ İhracat - Üretim
- ❖ Kalite ve Standart
- ❖ Üniversite - Sanayi işbirliği
- ❖ KOBİ Hizmet Kuruluşları ve Bürokrasi

şeklinde sıralanabilir.

Türkiye’deki KOBİ’lerin yüzde 94.4’ünü 1 - 9 kişi istihdam eden mikro ölçekli işletmeler oluşturmaktadır. İşletmelerin küçük olması;

- ❖ profesyonel kadrolaşmayı,
- ❖ rekabet şartlarına uygun kalite ve fiyatta üretim yapılmasını,

⁷³ **Referans**, “Türkiye’deki ABD’li şirketlerin yüzde 72’si yatırım planlıyor”, 21 Şubat 2008

⁷⁴ **Milliyet**, “ABD’li şirketler Türkiye’deki yatırımlarını artırmayı hedefliyor”, 20 Şubat 2008

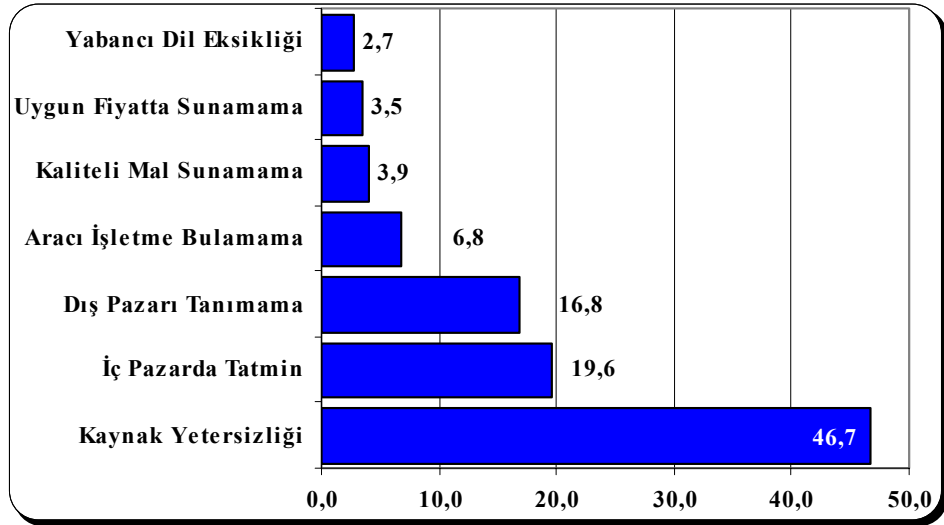
- ❖ etkin pazarlamayı,
- ❖ finansal destek sağlamayı ve verimliliği arttırıcı araştırma geliştirme faaliyetlerini engellemekte ve

sonuç olarak faaliyetleri sırasında KOBİ'lerin zayıf yönlerini oluşturmaktadır. KOBİ'lerin gelişmelerini engelleyen zayıf yönleri ve yenilikçilik sürecinde karşılaştıkları zorluklar ise şu şekilde özetlenebilir;

- ❖ Genellikle girişimcilik ve yenilikçilik kültürü ile teknoloji yönetimi becerilerinden yoksundurlar.
- ❖ Girişimleri hemen hiç desteklenmemektedir. Banka ve diğer finansal kurumlardan yeterli desteği yakın geçmişe kadar görememiş olmaları KOBİ girişimciliğinin artmasını engellemiştir.
- ❖ Yeterince kurumsallaşamamaları, sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine imkan vermemektedir.
- ❖ Özkaynakları yetersiz düzeydedir.
- ❖ Finansman kaynaklarına erişimde güçlük çekmektedirler.
- ❖ Ölçekleri nedeniyle ihtiyaç duydukları bazı hizmetleri kendileri üretebilme gücüne sahip değildirler.
- ❖ Yönetim ve organizasyonda konusunda zaafiyetleri vardır.
- ❖ Yenilik konusunda çalışacak kalifiye personeli firmaya çekmekte ve firmada istihdam etmekte zorluk yaşamaktadırlar.
- ❖ İş ortamında uymak zorunda oldukları mevzuat karmaşık geldiğinden pek çok idari, hukuki ve ticari işlemi yerine getirmekte zorlanmaktadırlar.
- ❖ Teknolojik bilgi birikimine erişimde sorunlar yaşamaktadırlar.
- ❖ Pazar ve sektör hakkındaki bilgileri yetersizdir.

- ❖ Pazarlama ve tanıtım konusunda altyapı ve bilgi eksiklikleri vardır.
- ❖ Rekabet güçleri düşüktür.
- ❖ Yaşanmakta olan küresel süreçler içinde ulusal sınırlar ötesindeki pazarlara erişimleri güçtür.
- ❖ İşyerinin veya yerleşim alanının küçüklüğü verimli üretim yapılmasında engel teşkil etmektedir.

KOBİ'lerin dış pazarlara açılma konusundaki güçlük ise özellikle ülke ekonomisi açısından önemlidir. Yapılan araştırmalar, KOBİ'lerin ihracat yapma konusunda önemli zorluklarla karşı karşıya kaldıklarını göstermektedir. Bu çerçevede, ihracat yap(a)mama nedenleri ve ağırlıkları Grafik 2.4.'de sıralanmıştır.



Grafik 2.4. KOBİ'lerin İhracat Yap(a)mama Nedenleri (%)

Kaynak : KOSGEB, **KOSGEB Saha Araştırma Çalışması Ön Değerlendirme Raporu**, Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkezi Müdürlüğü, İzleme Değerlendirme ve Koordinasyon Grubu, Ankara, Aralık 2004

Genel anlamda KOBİ'lerin zayıf yönleri, aslında sorun yaşadıkları konular üzerinde yoğunlaşmaktadır. Yönetim, üretim yönetimi, pazarlama yönetimi, ihracat ile ilgili sorunlarının yanında, KOBİ'lerin ulusal ve işletme düzeyinde karşılaştıkları çeşitli sorunları bulunmaktadır. İşletme düzeyindeki sorunları ise ölçeklerinden kaynaklanan finansal anlamda sorunlar ve dış pazarda rekabet güçlerini etkileyen faktörler olarak ayrılabilir. Bu durum Tablo 2.18.'de gösterilmektedir.

Tablo 2.18.
KOBİ'lerin Sorunları

KOBİ'lerin Ulusal Düzeydeki Sorunları	KOBİ'lerin İşletme Düzeyindeki Sorunları	
	Ölçeklerinden Kaynaklanan Finansal Sorunlar	Dış Pazarda Rekabet Güçlerini Etkileyen Sorunlar
1. KOBİ'leri ihracata yöneltmek veya ihracatlarını geliştirmek için planlı bir strateji izlenmemesi, 2. Küçük sanayi sektörünü geliştirmeyi ve bu sektörün ihracata katkısını hedefleyen amaçların ortaya konmaması, 3. Mevcut amaçların küçük sanayi sektörünün ihracatının gerçekleştirilmesine yönelik olmaması, 4. KOBİ'leri desteklemek için belirlenmiş bir hedef olsa dahi alınan önlem ve uygulamaların bu amaca uygun olmaması, 5. KOBİ'ler için talep piyasasını koordine edecek bir kuruluşun olmaması, 6. İç piyasa şartlarının dış piyasaya göre daha cazip olması, 7. İhracatta mevcut uygulamaların KOBİ'lerin aleyhine işlemesi, 8. Bürokratik engeller, 9. Teşvik tedbirlerinin yetersizliği, 10. KOBİ'lerin organize olmaması	1. İhracata yönelik üretimin finansmanı için kredi bulma zorluğu, 2. Ucuz ve kaliteli hammadde bulma güçlüğü, 3. İhracat pazarlaması faaliyetlerinin sınırlı kaynaklar sebebiyle karşılanamaması, 4. Satış geliştirme, tanıtım faaliyetlerinin mali açıdan çok külfetli olması,	1. Kalite düşüklüğü, 2. Dış fiyatlamada hatalar, 3. Rakipleri yeterince tanımama 4. Hatalı pazarlama stratejisi 5. İhracat konusunda bilgi ve eleman eksikliği, 6. İhracata yönelik üretim için kapasite yetersizliği, zor ve riskli olarak kabul edilen dış pazarları konusunda psikolojik engeller, 7. Ürünlerin ihracata uygun olmaması, 8. Dış ticarete yönelik organizasyon ve kurumların yeterince yardımcı olmaması,

Kaynak : Tahir Akgemci, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, Haziran 2001, s.32 - 33

KOBİ'lerin sorunları konusunda yapılan bir çalışmanın sonuçları Tablo 2.19.'da gösterilmektedir. 1996 yılında yapılan söz konusu çalışmanın sonuçlarına göre o dönemde ortaya çıkan ilk 5 konu başlığının hala yerini koruduğunu görmek mümkündür.

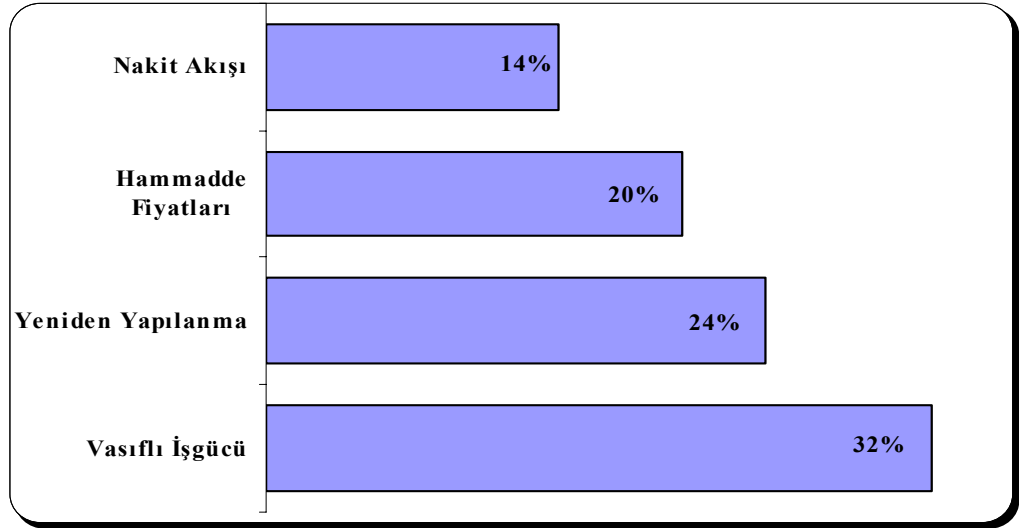
Tablo 2.19.

KOBİ'lerin Sorunlarının Önem Derecesine Göre Dağılımı

Sorunlar	Küçük Ölçekli (%)	Orta Ölçekli (%)	Büyük Ölçekli (%)
Kısa vadeli finans	30.8	33.5	32.2
Uzun vadeli finans	7.1	6.5	6.3
Personel İle İlgili	26.0	17.7	16.8
Üretim İle İlgili	9.3	11.0	8.7
Pazarlama İle İlgili	5.1	5.5	5.8

Kaynak : Bakış Dergisi, Eylül/Ekim 1996, Sayı:56, s.22

Türk aile şirketi sahiplerinin yüzde 68'i şirket faaliyetlerini en fazla etkileyen faktörün hükümet politikaları ve mevzuat olduğuna inandıkları⁷⁵ görülmektedir. Başka bir çalışmaya göre⁷⁶ ise güncel bir değerlendirme kapsamında şirketleri etkileyen en önemli zorluklar Grafik 2.5.'de gösterilmiştir.



Grafik 2.5. Şirketleri Etkileyen En Önemli Zorluk

Kaynak : PriceWaterhouseCoopers, **Aile Şirketlerinde Fark Yaratmak “Kuşaklar Boyunca Kalıcı Büyüme”**, Küresel Aile Şirketleri Araştırması 2007/2008, Kasım 2007,

⁷⁵ **Hürriyet**, “3 aile şirketinden birinin 5 yılda el değiştirme planı var”

⁷⁶ PriceWaterhouseCoopers, s.34

Hem Tablo 1.19.'da hem de Grafik 1.5'te işletmelerin yaşadıkları ve etkilendikleri zorluklar arasında finansman ve nakit akışı ile ilgili sorunları önemli yer tutmaktadır. KOBİ'lerin özellikle bankacılık sektörü kaynaklı finansman olanaklarından faydalanmaları için kurumlar tarafından istenen teminatları gösterebilmeleri çoğunlukla imkansız görülmektedir. Türkiye'de iş melekleri tarzı organizasyonların benimsenmemesi ve girişim sermayesi şirketlerinin henüz gelişmemiş olması, faaliyet gösteren kurumların da sayıca düşük olması ve belirli konularda özellikle de teknolojik alanlarda yeni fikirlerin desteklenmesi, hem finansman hem de KOBİ girişimciliğinin önünde engel teşkil etmektedir. KOBİ'lerin gelişmiş ülkelerde olduğu gibi proje kredilerinden faydalanmaları için bankacılık sektöründe gerekli düzenlemelerin yapılması orta vadede zorunlu görülmektedir. KOBİ'lerin genelde küçük ölçekli olmaları, işletme sahiplerinin bilgi eksiklikleri, desteklerden yararlanmalarında en önemli bir engeldir.

3. KOBİ'LER İÇİN FİNANSMAN YÖNTEMLERİ VE KOBİ BORSALARI

3.1. TEORİK OLARAK KOBİ'LERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

Çağdaş finansman yönetimi anlayışıyla birlikte işletmeler, bilançolarının pasif bölümlerinin farkına varmış, varlıklar kadar kaynakların da verimli ve etkin bir biçimde yönetilmesi gerektiğini kavramışlardır. Bu, finansal yöntemlerin sıklıkla kullanılması zorunluluğunu da beraberinde getirmiştir.⁷⁷ Genel olarak sermayenin kaynaklarına göre işletmelerin finansman türleri; özkaynaklardan finansman, yabancı kaynaklardan finansman ve oto finansmandan oluşmaktadır. Bunlardan özkaynaklardan finansman ve oto finansman içsel finansman kaynaklarını, yabancı kaynaklardan finansman ise dışsal finansman kaynaklarını oluşturmaktadır.⁷⁸ Öte yandan firmanın menkul kıymet bileşimi olarak da tanımlanabilecek “sermaye yapısı” farklı bileşenlerden oluşabilir. Bazı şirketler tamamıyla özkaynak finansmanına dayanırken, bazıları borçlanmadan yana tercihlerini kullanırlar. Bir işletme ihraç edebileceği çok farklı menkul kıymetle sayısız bileşim oluşturabilir ancak toplam piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaran özel bileşimi bulmaya çalışır.⁷⁹ Optimal sermaye yapısı, risk ve getiri arasında denge kuran ve böylece hisselerin fiyatını maksimize eden ve aynı zamanda sermaye maliyetini minimize eden bir sermayedir.⁸⁰

Sermaye yapısına ilişkin teorilerden “Dengeleme Teorisi”,⁸¹ sermaye yapısının, borcun vergi tasarrufuyla finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengeye dayandırıldığı teoridir. Bu teori, hedef borç oranlarının firmadan firmaya değişebileceğini öngörür. Buna göre güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan işletmelerin hedef oranları yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip, karsız işletmeler esas olarak özkaynak finansmanına

⁷⁷ Tayfun Deniz Kuğu, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:11 Sayı:2 Yıl: 2004, s.141

⁷⁸ Mehmet Hüseyin Bilgin ve Diğerleri, s.51-52

⁷⁹ Serpil Yaşar, **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, SPK Yayınları, Yayın No:200, Ankara, Temmuz 2006, s.4

⁸⁰ A.g.e., s.7

⁸¹ **Dengeleme Teorisi**, sermaye yapısının, borcun vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengeye dayandırıldığı teoridir.

dayanmalıdırlar.⁸² Diğer teori olan “finansman hiyerarşisi teorisi”ne göre ise, firmalar iç finansmanı tercih ederler, çünkü; fonlar hisse senedi değerini düşürebilecek bir etki yaratmazlar ve eğer dış finansman gerekliyse firma önce borçlanır, hisse senedi ihracına ancak son çare olarak başvurur. Bu teoride hedeflenmiş açık bir borç-özkaynak bileşimi yoktur ve içsel ve dışsal iki tür özkaynak vardır. İçsel özkaynak hiyerarşik sırada yukarıda, dışsal olanı ise ikinci sıradadır.⁸³

Öte yandan işletmelerde kullanılan kaynaklar vade yapısına göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek enflasyon ve risk nedeniyle uzun vadeli borçlanma uygulamasının yaygın olmadığı da belirtilmelidir.⁸⁴ Bir başka deyişle, bu ülkelerdeki orta vadeli kaynaklar gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli fonksiyonlarını yerine getirir. Bu bakımdan finansman kaynaklarının kısa ve uzun vadeli olarak iki başlık altında incelenebilir.

Bir işletmenin başvurduğu kısa vadeli finansman kaynakları, genel olarak, o işletmenin bir yıl içinde geri ödemek zorunda kalacağı kısa süreli borçları şeklinde tanımlanabilir. Kısa vadeli finansman kaynakları daha çok işletme sermayesinin finansmanında özellikle de alacak ve stok finansmanı için kullanılmaktadır. Bir firmanın kısa vadeli finansman kaynakları tutarını belirleyen etmenler ise;

- ❖ Firmanın varlıklarının yapısı,
- ❖ Mevsimlik ve dönemsel değişimler hakkında tahminler,
- ❖ Kısa süreli kaynakların maliyeti,
- ❖ Faiz oranlarında değişmeye ilişkin beklentiler,
- ❖ Likidite ile ilgili riskler,
- ❖ Kısa süreli borçları konsolide etme veya erteleme olanağı,

⁸² Serpil Yaşar, s.6

⁸³ A.g.e., s.7

⁸⁴ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2003, s.223

- ❖ Ekonominin içinde bulunduğu koşullar ve
- ❖ Kurumsal yapı ve firmanın hukuki şekli olarak sıralanabilir.

Finansman kaynakları içinde ilk başvurulacak kaynak olan özkaynaklar, işletmenin kuruluş aşamasında tesis, ekipman, vb. yatırım ihtiyaçlarının karşılanmasında ve faaliyetlerine başlamasında, daha sonraki aşamalarda ise şirketin yeni yatırımlara gitmesinde ve büyümesinde ihtiyaç duyulan temel finansman kaynağıdır. Ayrıca şirketin kuruluş aşamasından sonra elde edeceği kar ve maruz kalacağı zararlar özkaynak artış ve azalışındaki temel unsurları oluşturmaktadır.⁸⁵ İşletmeler için sürekli bir kaynak niteliğinde olan özkaynak, yasal yapıları ne olursa olsun yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağını oluşturduğu gibi, mevcut firmaların borçlanarak kaynak sağlamalarına da olanak verir.⁸⁶ Özkaynak ile finansman denilince en genel anlamda, firmanın elde ettiği karı dağıtmayarak bünyesinde bırakması, şirket bünyesinde bulunan değerlerin sermayeye eklenmesi ya da yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle dışarıdan kaynak teminine gitmesi anlaşılmaktadır. Yatırımlarda özkaynak finansmanının artması firmalar için daha az risk primi ile kaynak sağlamaları açısından, bankacılık sektörü içinse firmaların borç geri ödeme kapasitelerini yükseltmesi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.⁸⁷ Bu kapsamda özkaynak ile finansmanın avantajları olduğu gibi dezavantajları da bulunduğundan işletmelerin planlamalarını yaparken kendileri için en karlı durumu seçmeleri maliyetleri açısından önemli bir karardır. İşletmelerde özkaynak ile finansman kararlarını etkileyen başlıca faktörler,⁸⁸

- ❖ Firmanın satış ve karlarının istikrarı,
- ❖ Geleceğe ait tahminler,
- ❖ Alternatif finansman kaynaklarının elverişsizliği,
- ❖ Firmanın cari mali yapısı,

⁸⁵ Ayhan Yüksel, s.9

⁸⁶ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, s.753

⁸⁷ TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006, s.25

⁸⁸ Öztin Akgüç, s.756 - 757

- ❖ Firmanın likidite durumu,
- ❖ Kaynak maliyeti,
- ❖ Kaldıraç etkisi,
- ❖ Firmanın kısa sürede hızla büyüme amacı,
- ❖ Kredi sözleşmelerinde yer alan koşullar,
- ❖ Teşvik tedbirlerinden yararlanma şeklinde sıralanabilir.

Ekonomik durgunluk ve satışların düştüğü dönemlerde özkaynak ile finanse edilmiş firmalar, sabit yükümlülükleri düşük düzeyde olduğu için, varlıklarını tehlikeye düşürmeden, iflas olasılığı ile karşılaşmadan faaliyetlerini sürdürebilme şansına sahip olduklarından dolayı, özkaynak ile finansman makro ekonomi ve toplumsal açıdan da arzu edilen bir finansman şeklidir.⁸⁹ Diğer taraftan ekonomide durgunluk dönemlerinde pay senetlerinin fiyatlarında düşüş, firmaların özkaynak maliyeti dolayısıyla da genel olarak sermaye maliyetini yükseltiyor olması yatırımların azalmasına neden olması açısından istenmeyen bir durumdur.

Genel olarak bütün girişimciler bir yatırıma başlarken ilk önce kendi özkaynaklarını kullanmaktadırlar. Çünkü bu kaynakların kullanımından dolayı herhangi bir faiz ödemesi yapmaları gerekmemektedir. Bu noktada sermayenin alternatif maliyeti kavramının girişimciler tarafından gözardı edildiği varsayılmaktadır. Aynı şekilde girişimcilerin yakın çevresinden (aile, yakın arkadaş) kullandığı fonlar karşılığında herhangi bir faiz ödemek zorunda olmadığından (kullanılan kaynağın ülkenin yerel para cinsinden olduğu varsayılmakta olup, yabancı para cinsinden alınan borçlarda döviz kurlarının yükselmesi sonucu kullanılan kaynağın değer artış oranında bir maliyeti ortaya çıkmaktadır) dolayı girişimciler daha rahat bir şekilde yatırımlarını yapabilmektedirler.

⁸⁹ Öztin Akgüç, s.755

3.2. DÜNYADA KOBİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Modern bir ekonominin mali yapısı, mali piyasalar ve kurumların birleşiminden meydana gelir ve o ekonominin önemli bir parçasını oluşturur.⁹⁰ Ekonomilerde tasarrufların yatırımlara aktarılması işlevi; fon talep edenler ile fon arz edenlerin bulunduğu sermaye piyasalarının da bir parçası olduğu, mali piyasalar tarafından yerine getirilir. Diğer taraftan mali piyasalar, toplanan fonların işletmeler tarafından yatırıma dönüştürülmesini sağlayarak ekonominin büyümesinde de yardımcı olurlar.

AB başta olmak üzere günümüzde birçok gelişmiş ülkede, KOBİ'lerin başlangıç dönemlerinde yüksek risk ve yüksek genel giderlerinden ötürü ortaya çıkan finansman zorluğunun giderilmesini teminen, gerekli program ve kurumlar oluşturulmuştur. Kamu destek mekanizmalarının yeterliliği, yerel koşullara uygun, sade ve erişilebilir olmalarına bağlıdır. Bu da ancak yerel bankaların ve girişim sermayesi fonlarının aracılığıyla sağlanabilir.

AB'de KOBİ'lere yönelik finansman 4 başlık altında toplanmaktadır. Bunlar sırasıyla;⁹¹

1. KOBİ'lerin doğrudan başvurabildiği çevre, enerji, eğitim ve Çerçeve Programı gibi fonlar,
2. AB'de bölgeler veya sosyal gruplar arasındaki eşitsizliklerin azaltılmasına yönelik faaliyetlere mali destek sağlayarak, ekonomik ve sosyal uyumun teşvik edilmesini hedefleyen Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu ve Avrupa Sosyal Fonu gibi Yapısal Fonlar,

⁹⁰ Serpil Yaşar, s.1

⁹¹ Okan Veli Şafaklı ve Erdal Gürayay, "AB Sürecinde KKTC'de KOBİ'lerin Finansmanına Yönelik Yerel Bankaların Rolü Üzerine Bir Araştırma", **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005, s.188

3. Başta bankalar olmak üzere finansal kurumların aracılık yaptığı finansman araçları ve
4. Asya, Japonya ve Kore gibi AB dışı ülkeleri kapsayan diğer desteklerdir.

AB'nin finansman kuruluşları olan Avrupa Yatırım Bankası (AYB) ve Avrupa Yatırım Fonu (AYF) da KOBİ'lerin finansman gereksinimlerine önemli ölçüde destek sağlamaktadır. Bu nedenle de AB'nde yerel bankaların KOBİ finansmanındaki rolünü banka kaynaklı ve AB kaynaklı olarak iki başlık altında incelemek daha doğru olacaktır. AB ülkelerindeki yerel bankalar, kendi kaynakları yanında, AB'nin sağladığı desteklere finansal aracılık yoluyla da KOBİ'lere finansman yaratılmaktadır.⁹²

AB ülkelerinde KOBİ'lere ilişkin destek önlemleri konusunda, direkt olarak KOBİ'lere yönelik yeni enstrümanlar ve programlar uygulanmaktadır. Birlik, KOBİ'lerin yönetimini, finansmanını ve “know-how”ını geliştirmeye yönelik, iş enformasyon örgütleri (EURO-INFO-CENTERS), uluslararası işbirliği örgütü ve programları (BC-NET, BCC Networks, EUROPARTENARIAT ve INTERPRISE programları ve taşeronluk faaliyetleri) ve pilot programlar (“EURO-MANAGEMENT” Venture Capital, “Commerce-2000”) kanalıyla, KOBİ'lerin gelişimine yardımcı olmaktadır.

3.2.1. Risk Sermayesi

Firmalara hisse veya hisseye dönüştürebilir borç şeklinde uzun vadeli yatırım yapan, finansmandan başka yönetim ve/veya ilişki desteği de sağlayan ve farklı şirketlere yapılan yatırımlar sayesinde risklerini yayan fonların yaptıkları yatırımlar “finansal ortaklıklar” altında değerlendirilmekte ve “finansal ortaklıklar” olarak tanımlanan “risk sermayesi” yatırımları dünyada en hızlı büyüyen finansman araçları olarak görülmektedir. Risk sermayesi yatırımı, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve

⁹² Okan Veli Şafaklı ve Erdal Güray, s.188

menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı⁹³ olarak tanımlanmaktadır. Halka arz veya bono ihracı gibi sermaye piyasaları araçlarının ve banka borcunun uygun şartlarla sağlanamadığı durumlarda, kaynakların gelecek vadeden, şirketlere ve projelere aktarılmasında finansal ortaklıklar önemli rol oynamaktadır.⁹⁴

KOBİ'lerin, yüksek rekabetin yaşandığı piyasada ayakta kalabilmeleri, teknolojik gelişmenin yakalanmasıyla mümkündür. Rekabet etmedeki en önemli strateji, işletmenin Ar-Ge çalışmalarına önem vermesidir. Ancak bu tür çalışmalar riskli, uzun vadede karlı ve kalifiye insan gücü gerektiren yatırımlardır. Ar-Ge yatırımlarına girişimcilerin kendi kaynakları yetersiz kalmakta ve mevcut piyasadaki kaynak bulmakta zorlanmaktadır. Ayrıca mevcut piyasadaki sermayedarlar bu yatırımların geri dönüşünün uzun vadeli ve riskinin yüksek olması sebebiyle yatırım yapmaktan çekinmektedirler.⁹⁵

Risk sermayesi iyi bir iş kurma fikrine, gerekli girişimcilik yeteneğine ve bilgisine sahip, ancak iş kurmak için sermayesi olmayan girişimcilere, fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı sağlayan bir alternatif finansman yöntemi olarak tanımlanmaktadır. Diğer yandan risk sermayesi, risk sermayedarı tarafından yeni fikirler ya da teknolojiler üreten gelişme potansiyeli yüksek KOBİ'lere, edinecekleri pay karşılığında yaptıkları özkaynak benzeri bir yatırım aracı olarak da değerlendirilebilir. Yani, risk sermayesi, kendilerine finansman arayan şirketlerin veya yeni fikirleri olan girişimcilerin, kendilerine yatırım yapabilecek yeni fikirleri olan

⁹³ Ayhan Algüner, **Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:199, Ankara, Haziran 2006, s.32

⁹⁴ "Finansal Ortaklıklar" http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/14763, (15 Mayıs 2007)

⁹⁵ "Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları" <http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>, (15 Mayıs 2007)

girişimciler ve şirketler arayan ve risk almaya hazır sermayedarlarla buluşması olarak da tanımlanabilmektedir.⁹⁶

Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteğiyle bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları gerekmektedir.⁹⁷

Amerika Risk Sermayesi Derneği (National Venture Capital Association - NVCA) risk sermayesini, “önemli ekonomik değerler üretme potansiyeli olan, genç ve hızlı büyüyen firmalara yatırım yapan profesyonellerin sağladığı para” olarak tanımlarken, İngiltere Risk Sermayesi Derneği (British Venture Capital Association - BVCA) “borsaya kote olamayan firmaların büyüyüp başarılı olabilmeleri için, hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan para” olarak tanımlamaktadır.⁹⁸

Dar anlamda risk sermayesi “büyük hisse sahibi (risk sermayedarı) yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan KOBİ’lerin oluşması, faaliyete ve üretime geçmesi için yaptığı uzun vadeli yatırım” şeklinde tanımlanmaktadır.⁹⁹ Literatürde geçen risk sermayesi tanımlarının birleştiği noktalar; risk sermayesinin bir yatırım finansman modeli olması, daha çok özkaynak finansmanı olması, sermaye kazancı şeklinde yüksek getiri sağlaması, riskin çok yüksek olması, uzun vadede getiri sağladığı için sabır gerektirmesi şeklinde sıralanabilir.

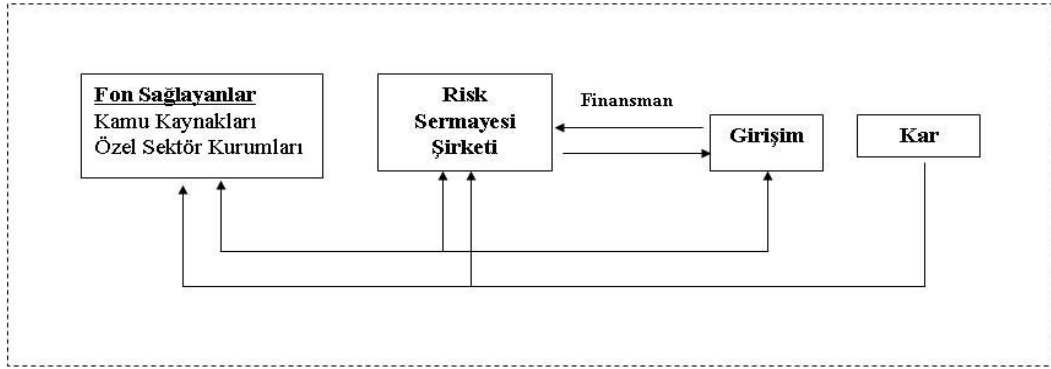
⁹⁶ http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/185, (17 Mayıs 2007)

⁹⁷ Ayhan Algüner, s.32

⁹⁸ Beytullah Yılmaz, s.32

⁹⁹ Buket Gencer, “Risk Sermayesi Sisteminde Küçük ve Orta Boy İşletmeler İçin Önemi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, (**Yüksek Lisans Tezi** Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü), Haziran 1996, s.58

Şekil 3.1.'in de gösterdiği gibi risk sermayesinin tarafları; “fon sağlayıcılar” başlığı altında tanımlanabilecek; şahıslar, şirketler, bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, sosyal güvenlik fonları gibi kurumsal ve bireysel yatırımcılardır. Genellikle profesyoneller tarafından oluşturulan risk sermayesi fonlarının dünyadaki dağılımına bakıldığında; ABD’de bireysel yatırımcıların, Avrupa’da ise kurumsal yatırımcıların risk sermayesi fonları üzerindeki ağırlığı görülmektedir. 250 milyar dolardan daha yüksek bir arenaya sahip risk sermayesinde ABD, Avrupa, Japonya ve İsrail yüksek yatırımlara öncülük etmekte birlikte telekomünikasyon, biyoteknoloji, internet teknolojileri ve sağlık en çok kullanılan sektörler olarak ön plana çıkmaktadır.



Şekil 3.1. Risk Sermayesi Tarafları

Kaynak : European Venture Capital Association (EVCA)

Risk sermayedarının görevi ise teknolojik yeniliği olmayan KOBİ'lere finansman desteği sağlamak değil, yeniliklerle büyüme hedefi olan KOBİ'leri büyük ölçekli işletmeler yapmak veya yeni bir icadı olan bireyleri bir araya getirerek finansman sağlamaktır.

Tarihsel gelişimine bakıldığında; 1946 yılında ABD’de General Doriot, Ralph Flanders, Karl Compton, Merrill Griswold ve Amerikan Araştırma Geliştirme Şirketi’nin (American Research & Development Corporation - ARD) bu alanda ilk fonu oluşturarak risk sermayesinin başlangıcını gerçekleştirdiği ve Doriot Kuralları ortaya

koyduđu¹⁰⁰ görülmektedir. Buna göre; bir projenin risk sermayesi portföyünde yer alabilmesi için;

- a) Yeni teknoloji, pazarlama ve yeni ürün konseptlerine sahip olması,
- b) Yatırımcılara açık olması,
- c) Ürünlerin prototip aşamasında ve bir patente sahip olması gerekir.

Özellikle KOBİ'lerin geliştirebilecekleri yeni fikirlerin hayata geçirilmesi ve pazarlanabilmesi amacıyla ABD'de 1953 yılında bazı bankalar ve yatırım şirketleri tarafından küçük ölçekli işletmelere uzun vadeli fonlarla finansman hizmeti sağlamak üzere Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration - SBA), kurulmuştur. Girişimcilerin girişimlerini finanse edebilmesi ve risk sermayesi sağlayabilmesi için likidite sağlayan ikinci el piyasasının bulunması çok önemlidir. 1971 yılında Gelişmekte Olan Şirketler Borsası'nın (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System - NASDAQ) açılması ise risk sermayesi finansman modelinin hızlı gelişim göstermesini sağlamıştır. Böylece KOBİ'lerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyiş daha düzenli hale getirilmiştir. Bu açıdan piyasa yapıcılık mekanizmasına dayalı NASDAQ modeli en iyi örnektir. NASDAQ, tam elektronik ticaret platformlarıyla başta teknoloji bazlı şirketler olmak üzere firmaların büyük miktarlarda fon temin etmelerini kolaylaştırmaktadır. Sermaye sahibi yatırımcılar bu piyasadaki hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçekçi bilgi edinme imkanına sahip olurken, risk sermayesiyle büyüyen şirketler de burada rahatça kotasyon (kayıt) imkanı bulmuş ve hisse satımı gerçekleştirmişlerdir. Ayrıca 1978'den sonra çıkarılan yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelir vergisi muafiyetlerinin artırılması, emeklilik fonlarının önemli bir bölümünün risk sermayesi fonlarına aktarılmasını teşvik etmiştir. Risk sermayesi finansman yönteminin güçlendirilmeye çalışılması etkilerini hızlı göstermiş, ABD'de 1980'de 1.2 milyar dolar risk sermayesi fonu kullanılırken, bu rakam 1999 yılında bir önceki yıla göre yüzde 160'lık bir artış hızı göstererek 50

¹⁰⁰ Nesrin Şirvan, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, İstanbul Üniversitesi, Bankacılık Araştırma Merkezi, 2002 s.9

milyar dolar, 2000 yılında 60 milyar dolar, 2004 yılında ise 100 milyar doların üzerinde gerçekleşmiştir. Yaratılan bu yeni sermayenin üçteikisi gibi çok büyük bir ağırlığı internet sektörüne yatırılmıştır. ABD'deki Silikon Vadisi halen bir risk sermayesi merkezi durumundadır.

Japonya'da 1974 yılında kurulan risk sermayesi girişim merkezi ise önceleri bankalarca KOBİ'lere verilen yatırım kredilerine yüzde 80'i oranında kefalet vermiş, yani kamu kuruluşlarının desteğinde kurulmuş daha sonra banka ve aracı kuruluşlar tarafından kurulan risk sermayesi şirketleri ile geliştirilmiştir. Risk sermayesi kullanımında ABD'nde yatırımlar daha ziyade başlangıç sermayesi seviyesinde desteklenirken, Japonya'da fonlar genelde gelişme aşamasındaki şirketlere yönelmektedir.¹⁰¹

AB ülkelerinde ise mali sistemin daha ziyade bankacılık sistemi ağırlıklı olmasının da etkisiyle, risk sermayesi kaynaklarının büyük bir bölümü bankalar tarafından yaratılmakta ve risk sermayesi yatırımı işletmenin hisse senetlerini alarak değil borç karşılığı kredi verilerek yapılmaktadır. Diğer taraftan Amerika ve Avrupa'da uygulanan risk sermayesi yöntemleri ve algılamaları da birbirinden farklılık göstermektedir. Avrupa'da risk sermayesi tanımı, borsada kotasyonu olmayan girişimlere hisse alım yoluyla kurucu ortak olunarak sağlanan sermaye, yani kurucu ortaklık hissedarlığı (private equity) tanımıyla eş değerken, Amerika'da bu iki kavram kesin olarak birbirinden ayrılmaktadır.¹⁰²

Genel olarak bakıldığında, Avrupa'da 1980'li yıllarda risk sermayesi yatırımlarının hızlanarak, 125 milyar Sterlin'e ulaştığı, 1999 yılında ise sadece İngiltere'de 11,000 şirketin 2,500,000 Sterlin tutarında risk sermayesi fonuyla fonlandığı görülmektedir. Bunun en önemli sebebi, 20-21 Kasım 1997 tarihlerinde

¹⁰¹ T.C.Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Bölgesel Gelişmede Temel Araçlar ve Koordinasyon Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007 – 2013, Ankara, 28 Haziran 2006, s.18

¹⁰² Tayfun Deniz Kuğu, s.144

istihdama ilişkin olarak düzenlenen Lüksemburg Konseyi Sonuç Bildirgesi'dir. Bildirge'de Avrupa risk sermayesi piyasalarının istihdam yaratmada önemli rol oynayacağı belirtilmiş ve Komisyon'dan 1998 Konsey toplantısı için AB'de risk sermayesi piyasalarının gelişmesindeki engellerin saptanmasına ilişkin bir rapor hazırlanması istenmiştir. Bu amaçla, "Risk Sermayesi: AB'de İstihdam Yaratmada Anahtar" başlıklı bir bildirge yayımlanmıştır. Bildirge'de KOBİ'ler ve yüksek büyüme potansiyeli bulunan şirketlere özel fon sağlayan risk sermayesi piyasalarının, yeni başlayan şirketlerin gelişmesinde önemli rol oynadığını vurgulanmıştır. Aynı zamanda risk sermayesi piyasalarının istihdam yaratmada araç olarak geliştirilmesinin gerekliliği ile risk sermayesinin AB'de finansman aracı olarak kullanılmasının önündeki engeller ortaya koyulmuştur. Bildirgeyi takiben 1998 Temmuz'da yayımlanan "Risk Sermayesi Eylem Planı" ile AB'de risk sermayesine ilişkin devam eden iyileştirici faaliyetlerle birlikte kısa ve uzun vadede alınması gereken önlemler belirlenmiştir¹⁰³

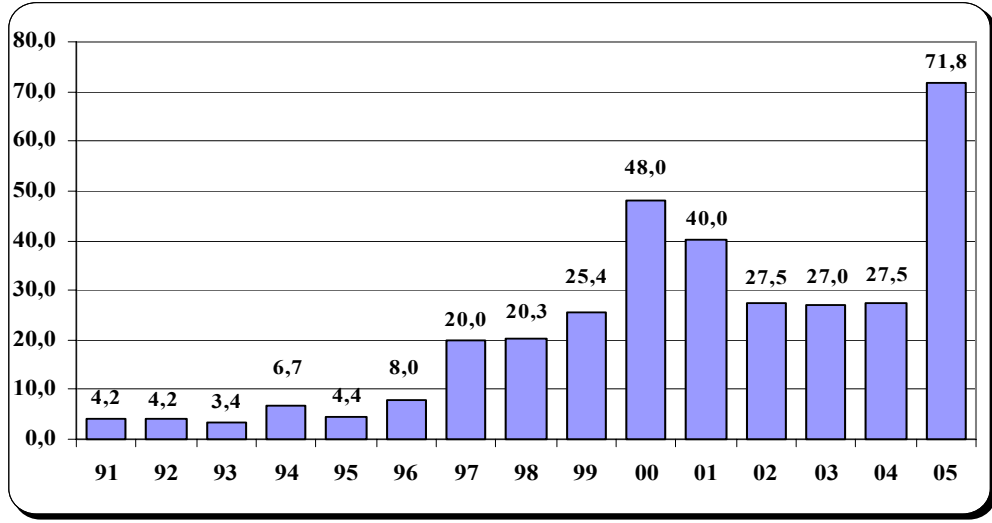
Ülke bazında bazı detaylara girildiğinde ise; İngiltere risk sermayesi konusunda AB ülkelerinden bazı noktalarda ayrıldığı ve holdingler, bankalar ve bölgesel kuruluşlar aracılığıyla risk sermayesi kaynağını oluşturduğu görülmektedir. Risk sermayesi sektörünün geliştirilmesi için devlet sermaye kazançlarının bir kısmı için vergi muafiyeti sağlanmıştır. Sistem, bankaların gelişme potansiyeli taşıyan KOBİ'lerin hisse senetlerini satın alarak bu şirketlere ortak olmakta ve gerekli sermaye desteğinin sağlanması şeklinde işlemektedir. KOBİ'lere teknik ve risk sermayesi cinsinden sermaye sağlama amacıyla İngiltere'de 1946'da Ulusal Araştırma ve Geliştirme Şirketi (The National Research and Development Corporation - NRDC) kurulmuştur. Ayrıca 1945 yılında Bank of England tarafından ilk risk sermayesi şirketi 3İ Corporation (Investment in Industries - 3İ) kurulmuşsa da 1980 yılına kadar faaliyette bulunmamıştır. Fransa'da da yine bankalar risk sermayesi sektöründe ağırlıklı paya sahip olup KOBİ'lere destek amacıyla 1967'de Ulusal Geliştirme ve Araştırma Ajansı (Agence Nationale de Valorisation de la Recherche - ANVAR) kurulmuştur. Ayrıca tescil masrafları düşük tutularak küçük şirketlerin ikinci piyasaya girişleri

¹⁰³ Şakir Sakarya ve Suat Kara, "AB Sürecinde KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Uygulanabilirliği; Türkiye Üzerine Bir İnceleme", **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006, s.176

kolaylaştırılmıştır. Kişisel tasarrufları özendirmek için, yatırım kazançları ile ilgili olarak hisse senedi kazançları üzerinden yüzde 25'e varan vergi indirimleri sağlanmıştır. Almanya'da ise risk sermayesi kamu şemsiyesi altında gelişmiş, 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla büyük çapta bir risk sermayesi şirketi kurulmuş, ancak bürokratik yapı ve yönetimde çok başlılık nedenlerinden dolayı zarar etmekten kurtulamamıştır.

Avrupa'nın diğer ülkelerinde de risk sermayesinin gelişmesi yönünde ciddi adımlar atılmış ve devlet kademesinde teşvik edilmiştir. Belçika'da yüksek teknolojiye yönelik girişimlere, kurumlar vergisinden muafiyet sağlanmıştır. Bireysel yatırımcıların vergilendirilebilir gelirlerinden, hisse senedi satın alma fiyatının yarısı kadar indirim yapılmakta ve sermaye kazançlarından muafiyet sağlanmaktadır. Danimarka'da hisse senedi yoluyla elde edilen kazançlar üzerindeki vergi kaldırılarak, hisse senedinden sağlanan karlar vergiden muaf tutulmuştur. Avrupa ülkeleri dışından örnek olarak gösterilebilecek Avustralya'da ise risk sermayesi arzını özendirmek için yatırımcılara, yatırım tutarının yüzde 100'ü oranında vergi indirimi hakkı tanınmıştır.

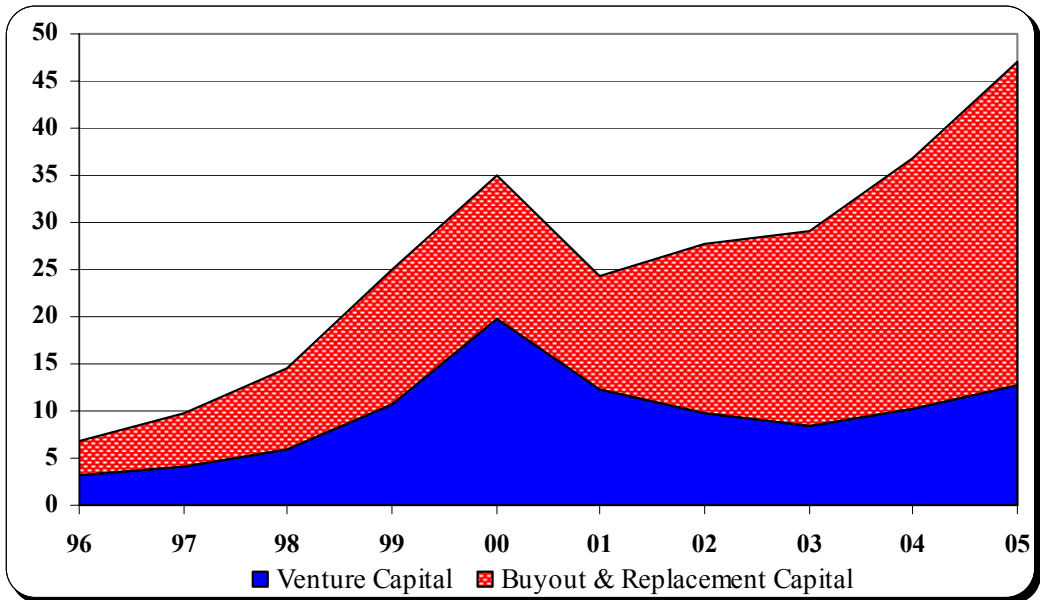
AB ülkelerinde özel sektörün katkılarının yanı sıra kanunlarla da desteklenen ve cazip hale getirilen risk sermayesi fonları yıllar itibarıyla gelişme göstermiş özellikle 2000'li yıllarda sıçrama yapmıştır. Grafik 3.1. risk sermayesi fonlarının gelişimini göstermektedir.



Grafik 3.1. Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Gelişimi (Milyar Euro)

Kaynak : EVCA, 2005 Annual European Private Equity Survey,

Diğer taraftan yine European Private Equity & Venture Capital Association’un hazırladığı rapora göre 2005 yılında toplam 47 milyar Euro’luk bir yatırım risk sermayesi modelleri kapsamında yatırımcılara aktarılmıştır.



Grafik 3.2. Yatırımların Dağılımı (Milyar Euro)

Kaynak : EVCA, 2005 Annual European Private Equity Survey,

Grafik 3.2.'den de görülebileceği gibi risk sermayesi türü yatırımlar yıllar itibarıyla yerini hisse satın almaya bırakmıştır. 2000 yılında 35 milyar dolarlık yatırımın içindeki yüzde 56'lık değeri olan venture capital, 2005 yılında toplamdan yüzde 27 pay alabilmiştir. 2005 yılında yatırımların en çok yapıldığı ülke ise İngiltere olmuş, Fransa ve Almanya onu takip etmiştir. Tüketim, iletişim ve yüksek teknoloji ile ilgili şirketler ise bu yatırımlardan en çok faydalanan şirketler grubunda yer almışlardır.

ABD'den başlayan ve dünyanın belirli bölgelerinde hızlı gelişim kaydeden risk sermayesi fon kaynakları mali sistem farklılıkları nedeniyle ülkeden ülkeye değişiklikler göstermektedir. Risk sermayesi fon kaynaklarını oluşturan kuruluşlar açısından Amerika, İngiltere ve Türkiye açısından bir karşılaştırmanın yapıldığı Tablo 3.1.'de Türkiye'de risk sermayesi oluşumunun Amerika ile daha çok benzeştiği diğer bir ifade ile Amerikan modelinin benimsenmiş olduğu görülmektedir.

Tablo 3.1.
Risk Sermayesi Kuruluşları Ülke Karşılaştırması

Amerika	İngiltere	Türkiye
1. Bağımsız Risk Sermayesi ortaklıkları	1. Bankaların oluşturduğu fonlar	1. Bağımsız Risk Sermayesi şirketleri
2. Şirketlerin Risk Sermayesi ile ilgili kuruluşları	2. Yatırım kuruluşları destekli fonlar	2. Şirketlerin Risk Sermayesi bölümleri
3. İş geliştirme şirketleri	3. BES (Business Expansion Funds)	3. Küçük işletmelere yatırım yapan özel şirketler
4. Küçük işletme yatırım şirketleri	4. Şirket ve diğer özel sektör fonları	4. Ar-Ge konusunda faaliyet gösteren özel ortaklıklar
5. Ar-Ge ortaklıkları	5. Yarı resmi kuruluşların fon kaynakları	5. Bankaların bu alanda faaliyet gösteren kolları
6. Özelleşmiş fonlar ve incubator'ler		

Kaynak : Nesrin Şirvan, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Bankacılık Araştırma Merkezi, 2002, s.17,

Tablo 3.1.'de adı geçen kuruluşları kısaca şöyle tanımlanabilir;

Bağımsız Risk Sermayesi Şirketleri; Kurumsallaşmış risk sermayesi kaynaklarıdır. Özel ortaklıklar kanalıyla sermaye sağlamaktadırlar. Bu tür şirketlerce

finanse edilen firmalar genellikle sınırlı sorumlu şirketler olarak yapılanmaktadır. Risk sermayedarı yönetim kadrolarında söz hakkına sahip olmaktadır.

Finansal Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri; Genellikle ticari bankaların ve sigorta şirketlerinin kendi kredi koşullarına uymayan risk ve getirisi yüksek yatırımların finansmanı için risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır. Kendileri söz konusu şirketlerin sınırlı sorumlu ortakları durumundadır.

Finansal Olmayan Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri; Daha çok büyük sanayi şirketleri tarafından kurulurlar ve amaçları piyasadaki yoğun rekabetten galip çıkabilmek ve paylarını arttırmak için yeni ürün geliştirerek güçlü bir yapıya sahip olmaktır.

Küçük İşletme Yatırım Şirketleri; Küçük işletme yatırım şirketleri kendi aralarında; kredi ağırlıklı (lending oriented) ve özkaynak ağırlıklı (equity oriented) olarak farklı türlere ayrılmaktadır. Özkaynak ağırlıklı küçük işletme yatırım şirketlerinin sermayesi 2 milyon dolar civarındadır. Bu işletmeler yüksek oranda devlet kaynağı kullanmaktadırlar. Portföylerinin en çok yüzde 33'ü gayrimenkul yatırımlarına ayrılabilir. Bu tür şirketler yurtdışına yatırım yapamazlar. Kuruluş için en az 1 milyon dolar özkaynak şartı vardır. Küçük işletme yatırım şirketleri genellikle kredi verme yönü gelişmiş ve bu yüzden risk sermayesi kuruluşu olma özelliğini kaybetmeye başlamıştır. Küçük işletme yatırım şirketleri küçük işletmelere borç sağlayan özel finansman kuruluşları kimliğindedir.

Risk sermayesinin hem bir finansman aracı, hem de bir yatırım aracı olarak kullanılabilceği ise “risk sermayesi yatırımları profesyonel yatırımcıların uzun vadede faiz geliri veya temettü değil, sermaye kazancı sağlamayı amaçladığı riskli yatırımlardır”¹⁰⁴ tanımında açıkça belirtilmektedir. Bununla birlikte, temelde risk sermayesi yatırımlarının özünde Ar-Ge çalışmalarının bulunması, yatırımların nakit akışlarının belirli bir dönem için negatif olmasına ve fonun kaynaklarını olumsuz yönde etkilemesine neden olmaktadır.

¹⁰⁴ Nesrin Şirvan, s.10

KOBİ'lere ortak olunmak suretiyle, uzun vadede finansman sağlayan risk sermayesi yatırımlarının temel ölçütü "teknolojik yenilik" içermesidir. Diğer bir deyişle, risk sermayesi ile desteklenecek projeler, öncelikle üretim ve pazarlamaya yönelik yeni fikir ve teknolojiler içermelidir. Risk sermaye fonunun kullanılacağı yatırım projesi temelde gelişme potansiyeli gösteren yeni teknolojileri ve malların üretimini kapsamalı, ayrıca dinamik ve yaratıcı KOBİ'lere yönelik olmalıdır. Risk sermayesinin kapsamı yatırımlarla da sınırlı değildir. Girişimci aynı zamanda yönetsel bilgi birikimini ve deneyimini de kullanabilmekte ve aktif olarak firmanın fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine katılabilmektedir. Bunun nedenlerinden biri, işletmenin yönetsel deneyimlerinin risk sermayesi şirketine göre daha az olması, diğeri ise risk sermayesi şirketi açısından üstlendiği riski azaltmak için firmayı kontrol altında tutmak istemesidir.¹⁰⁵ Finans sektöründe, belirli amaçlar için kullanımı öngörülen ve bu amaçlar için oluşturulan bir finansal fon olan risk sermayesinin temel özellikleri ise şu şekilde sıralanabilir;¹⁰⁶

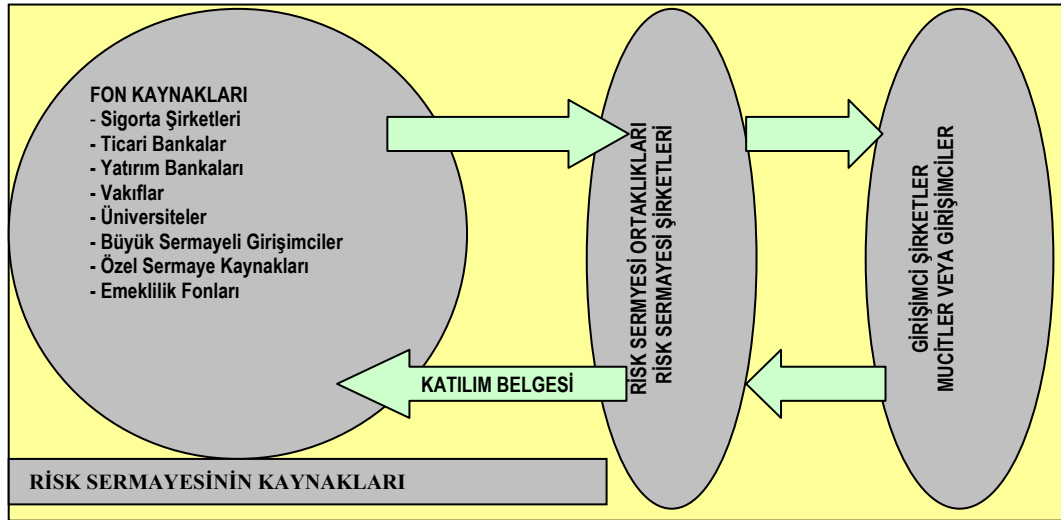
- ❖ Girişimci şirketlere ortak olarak finansman sağlarlar,
- ❖ Sağladıkları finansman kaynağı uzun vadeli, geri ödemesiz ve faizsizdir,
- ❖ Ortak oldukları şirketlere yeni ürün ve hizmet geliştirme konusunda yardım ederler,
- ❖ Şirketlerin yönetimlerine katılarak şirket stratejisi belirler ve şirketin kurumsallaşma sürecini hızlandırırlar,
- ❖ Azınlık hissesini tercih ederler (en fazla yüzde 49),
- ❖ Yeni ve hızlı büyüyen sektör ve şirketleri tercih ederler,
- ❖ Yüksek getiri beklentisi nedeniyle yüksek risk alırlar,
- ❖ Yatırımdan genelde 5 ile 7 yıl arasında çıkarlar.

¹⁰⁵ http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/98, (17 Mayıs 2008)

¹⁰⁶ İstanbul Sanayi Odası, 5. Sanayi Kongresi, **Sürdürülebilir Rekabet Gücü Küresel Değişimde Yeni Dinamikler ve Türk Sanayiinin Yol Haritası Özet Kitabı**, Süleyman Yılmaz, KOBİ Girişim Sermayesi A.Ş.Genel Müdürü Sunumu 1-2 Kasım 2006, s.54

sağlamaktadır. Risk sermayesinin amacı; fikir ve yeteneğe sahip taraf ile kaynakları elinde tutan ve bu kaynakları doğru yönlendirerek yatırım yapmayı isteyen tarafı buluşturmasıdır. Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli. Yatırımların geri ödeme süreleri 5 ile 10 yıl arasındadır.¹⁰⁸

Çarkın dönmesinde çok önemli bir paya sahip olan risk sermayesi kaynakları ya da risk sermayedarlarını kurumlar oluşturabileceği gibi kişiler de oluşturabilirler. Risk sermayesi şirketleri, finansal ve endüstriyel kuruluşlarla bireylerden fon sağlamakta, sermayeyle birlikte yönetim ve pazarlama desteklerini de beraberinde vermektedirler. Şekil 3.3.'te de gösterildiği gibi çok farklı kaynaklardan elde edilen fonlar, girişimci şirketler tarafından özellikle de teknolojik konulardaki icatların geliştirilmesinde kullanılmaktadırlar.



Şekil 3.3. Risk Sermayesinin Kaynakları

Kaynak: Beytullah Yılmaz, “KOBİ’lerin Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:33, 2004

¹⁰⁸ Sevim Güngörürler, **Dünya Pazarları İle Rekabette Alternatif Bir Finansman ve Yatırım Aracı Risk Sermayesi**, İzmir Ticaret Odası, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, Mart 2005, s.32

Risk sermayedarı için yapılacak yatırımda başarılı olabilmenin en önemli kriteri yönetimdir. Risk sermayedarı iki türlü hareket edebilir;

- *Yönetim içinde (hands on) yer alarak;* Sermayedar yatırım yapılan şirketin yönetim kurulunda birebir yer alır. Dolayısıyla bu, sermayedar ve firma arasında yakın ve düzenli görüşmelere yol açar. Risk sermayedarı, teknoloji, şirketin pazarlama stratejisi ve üst yönetim konularında aktif katılım sağlar.¹⁰⁹ Bu tip yönetimlere katılan şirketler “Faaliyet Ağırlıklı Risk Sermayesi Firmaları” olarak da adlandırılırlar.
- *Yönetimin dışında (hands off) kalarak;* Sermayedarlar dolaylı katılım sergilerler ve sadece şirketin bazı kritik kararlarının alınmasında rol oynarlar. Daha ziyade temsilci veya gözlemci gibi hareket ederler. Şirketle olan ilişkileri ise seyrek ve formal raporlarla sınırlıdır. Yönetimlere katılmayı tercih etmeyen şirketler “Danışma Ağırlıklı Risk Sermayesi Firmaları” olarak da adlandırılırlar. Bu tip bir kontrol biçimi genellikle yatırım tutarının çok büyük miktarlarda olmadığı durumlarda ve yatırım yapılan işletmenin rahat hareket etmesini sağlamak için yapılmaktadır.
- *Yapısal ağırlıklı risk sermayesi şirketleri* ise şirkete yönetim desteği vermedikleri gibi yönetime de katılmazlar.

Risk sermayesi şirketlerini diğer finans kurumlarından ayıran özellikler;¹¹⁰

1. Yeni ve hızlı büyüyen şirketleri finanse ederler.
2. Finansman sağladıkları şirketlerden hisse alırlar.
3. Finansman sağladıkları şirketlere, yeni ürün ve hizmet geliştirme konusunda yardım ederler.

¹⁰⁹ http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/100, (15 Haziran 2007)

¹¹⁰ “Risk Sermayesi”, <http://www.kobinet.org.tr/haber.php?id=110>, (15 Haziran 2007)

4. Ortak oldukları şirketlerin yönetimlerinde söz sahibi olarak, şirket stratejisini belirlemeyi amaçlarlar.
5. Yatırım yaptıkları şirketlerdeki hisse payları genellikle yüzde 50'nin altındadır.
6. Yüksek getiri beklentisiyle yüksek risk alırlar.
7. Finansman sağladıkları şirketlere ilişkin beklentileri uzun dönemlidir.
8. Yatırımlarının taşıdığı riski, aynı anda pek çok şirkete, finansman karşılığında ortak olarak azaltmayı amaçlarlar.
9. Diğer risk sermayesi şirketleriyle ortak yatırımlar yaparlar.
10. Yüksek teknoloji üreten şirketlere yatırım yapmanın yanı sıra hemen hemen bütün sektörler ilgi alanları içindedir.
11. Yatırımlarından çıkışları genellikle ya ortak oldukları şirketi borsada halka arz etme yöntemiyle ya da şirketle ilgilenen daha büyük bir şirkete hisselerini satma yöntemiyle gerçekleşir.

Temel anlamda risk sermayesi kapsamında, ele alınabilecek her yatırımın ihtiyacına ve niteliğine göre finansman modeli söz konusudur. Risk sermayesinin faydaları ise;¹¹¹

- ❖ Yeni ve yüksek büyüme ve karlılık potansiyeli gösteren projelere yatırım yapar.
- ❖ Hisse senedi karşılığında yapıldığından, şirketlerin hisse senedi satın alınarak ortak olunur.
- ❖ Ürün ve hizmet üretimine yardımcı olur.

¹¹¹ "Risk Sermayesi (VC Venture Capital)", http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/185, (15 Haziran 2007)

- ❖ Şirket yönetimine katılır, stratejik kararlarda yardımcı olur, uzun dönemli düşünür.

Risk sermayesi şirketleri, genelde kendi stratejileri doğrultusunda yatırım yapıp sektörel uzmanlaşmaya gitmekle birlikte, her sektörde, her coğrafik yerleşim alanında, ve firmaların her aşamasında yatırım yapabilirler. Genel uygulamaya bakıldığında ise yerel düzeyde örgütlenmiş, bir konuda ihtisaslaşmış risk sermayesi şirketlerinin çoğunlukta olduğu görülmektedir. Risk sermayesi şirketleri genellikle başlangıç sermayesini finanse ederken, teorik olarak şirketlerin “şirket ömrü çizelgesinin” ikinci aşama sermayesi, olgunluk aşaması, köprü finansman, satın alma aşaması gibi aşamalarında da yatırım yapabilir.¹¹² Yeni açılan şirket sayısı her ne kadar girişimcilik ruhunun ve yeni fikir yelpazesinin bir göstergesi olsa da, açılan şirketlerin hayatta kalma oranları da ekonomiye sürdürebilir katma değer yaratma açısından önemlidir.¹¹³ “İşletmelerin Yaşam Döngüsü” olarak da tanımlanabilecek bir işletmenin finansal yaşam eğrisi, iş ortamına yeni giren bir girişimcinin, yeni iş fikirleri üretip bunları hayata geçirmesi, iş kurması ve işletmesini idame ettirmesi aşamalarını içine almaktadır.

En önemli beklentileri kaynak aktardıkları yatırımlardan yüksek getiri elde etmek olan risk sermayesi şirketleri, bu anlamda aldıkları risklerle doğru orantılı bir kar hedefi belirlemektedirler. Bu şirketler, belirledikleri getiriye borsada halka arz ya da hisse satışı vb. yöntemlerle elde ederek yani girişimcilere ödünç verdikleri fonları geri alarak yeni projelere aktarmaktadırlar. Bu kapsamda bir risk sermayedarı ile girişimci arasında başlangıçtan itibaren işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için bir anlaşmanın olabilmesi ve bu anlaşma için de bazı şartların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu şartları belirleyen durumları aşağıdaki gibi sıralanabilir;¹¹⁴

- ❖ Yatırımcının niteliği,

¹¹² http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/99, (8 Temmuz 2007)

¹¹³ T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, “İş Ortamı ve Girişimcilik” **Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor**, s.51

¹¹⁴ Nesrin Şirvan, s.19

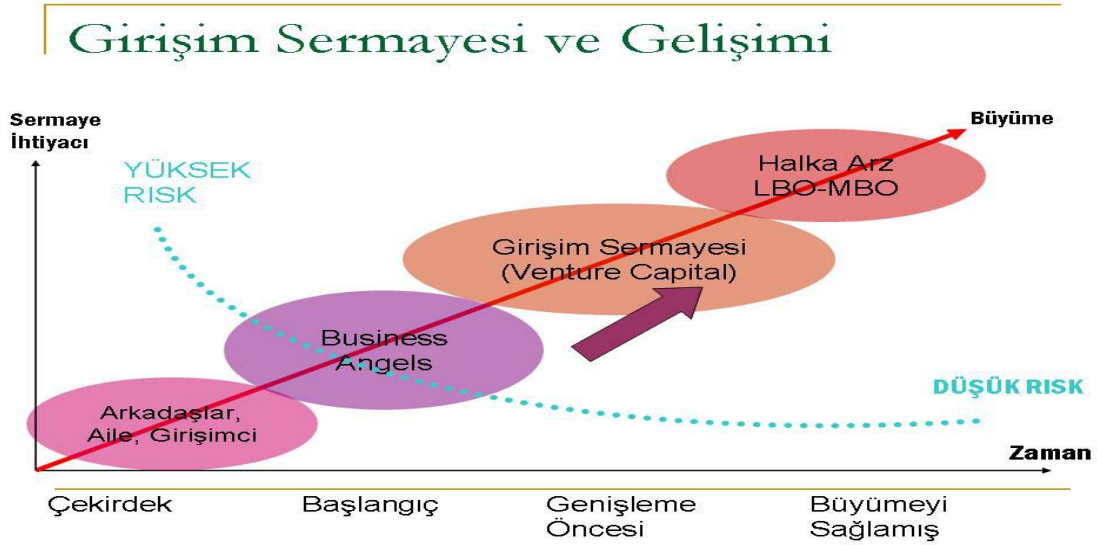
- ❖ Teknolojik ve sosyal trendler,
- ❖ Son borsa verileri,
- ❖ Fonun kalitesi, başarıları,
- ❖ Firmanın karar alıcı konumundaki yöneticilerinin geçmişteki performansı,
- ❖ Diğer risk sermayesi firmalarının başarılarının karşılaştırılması,
- ❖ Portföydeki mevcut şirketlerin karışımı ve
- ❖ Fonun büyüklüğü

Risk sermayesi finansmanının tipik aşamaları ise düşüncenin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine kadar yeni bir ürün için kurulan ya da var olan genç bir işletmenin kaynak gereksiniminin bir risk sermayesi kurumunun verdiği özkaynakla karşılanmasına dayanmaktadır.¹¹⁵ Bu anlamda risk sermayesi yoluyla finanse edilecek işletmelerin finansman ihtiyaçları açısından buldukları aşamalar farklı isimlerle adlandırılmakla birlikte, temelde beşe ayrılmaktadır. İş melekleri kavramı ise finansmanın tüm aşamalarına girebileceği gibi, genellikle projenin başında verdikleri desteklerle anılmaktadırlar. Aşamalar şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Tohum Finansmanı - Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)
- ❖ Başlangıç Finansmanı - Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital)
- ❖ Serpilme (Büyüme) Finansmanı - Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage & Gate Financing)
- ❖ Köprü Finansmanı (Bridge Financing)
- ❖ Hasat Finansmanı

¹¹⁵ http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/99, (8 Temmuz 2007)

Finansmanın, çekirdek ya da girişim aşamasında genelde arkadaş, aile, girişimci tarafından, başlangıca kadarki kısmında iş melekleri tarafından; genişleme sürecinde ise önce girişim sermayesi sonrasında da bankacılık, halka arz ve diğer kaynaklar tarafından sağlama imkanı vardır.



Şekil 3.4. Girişim Sermayesi ve Gelişimi

Kaynak : Nesrin Şirvan, “Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Bankacılık Araştırma Merkezi, 2002 s.53

Şekil 3.4.’ten de görülebileceği gibi risk sermayesi ile ilgili aşamalar ve aşamaların risklilik oranları değerlendirildiğinde, en riskli alan çekirdek sermayenin sağlandığı projeye giriş veya başlangıç safhasıdır. Büyümenin arttığı alanlar ise risk sermayedarının riskinin düştüğü ve gelir beklentisinin yükseldiği safhalardır.

Risk sermayesi finansman modelini kullandıran risk sermayesi şirketleri veya fonları, genellikle başlangıç sermayesini finanse ederken teorik olarak şirketlerin “şirket ömrü çizelgesi”nin;

- ❖ İkinci aşama sermayesi,
- ❖ Olgunluk aşaması,

❖ Köprü finansman,

❖ Satın alma aşaması (Leveraged/Management Buyout - MBO)

gibi aşamalarında yatırım yapabilir. Söz konusu aşamalara göre risk tablosu Tablo 3.2.'deki gibi gösterilebilir.

Tablo 3.2.

Yatırım Aşamalarında Zaman Risk Tablosu

Yatırım Tipi	Zaman (yıl)	Risk
Erken aşama finansmanı; <ul style="list-style-type: none">Tasarım Finansmanı (prototip geliştirilme aşaması)Başlangıç sermayesi (start-up) (iş oluşturma aşaması)Erken geliştirme (zararda veya yeni kazanç sağlamaya başlamış işletmenin geliştirilmesi)	7 – 10 5 – 10 3 – 7	Çok yüksek Çok yüksek Yüksek
Geç aşama finansmanı; <ul style="list-style-type: none">Genişleme sermayesi (kurulmuş, karlı işletmenin sermaye ihtiyacı)Köprü finansa çıkış öncesi son destekleme finansmanı	1 – 3 1 – 3	Orta Düşük
Buy-out / Buy-in	1 – 3	Düşük - Yüksek
Şirket kurtarma finansmanı	3 – 5	Orta - Yüksek

Kaynak: Kürşat Tuncel, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, SPK Yayınları, s.16

3.2.1.1. İş Melekleri (Business Angels)

Dünyanın gelişmiş ülkelerinde özellikle KOBİ'ler için oldukça önemli bir finansman yöntemi olan İş Melekleri (Business Angels) Türkiye için oldukça yeni bir kavram olup, bu kuruma karşılık gelen herhangi bir yapılanma bulunmamaktadır. İş melekleri projesi olan kişi veya kurumlara gerek finansal destek gerekse danışmanlık yaparak projenin ilerlemesini sağlayan kişilerdir. Genel olarak sektör ayrımı olmayan iş melekleri yaklaşık 25,000 - 250,000 Euro arasında büyüklüğe sahip projelerle

ilgilenmektedirler.¹¹⁶ Proje gelişim süreci içinde aktif olabilecekleri gibi, pasif olarak da yer alabilirler. Genellikle iş melekleri ağı bölgesel düzeydeki girişimleri danışmanlar ve finansörlerle buluşturan bir yapıya sahiptirler.¹¹⁷

Bir işletmenin başarılı bir şekilde piyasalarda faaliyet göstermesi için parasal kaynakların yanı sıra parasal olmayan kaynaklara, özellikle de nitelikli işgücünü bünyesinde barındırması veya bu kaynağa herhangi bir şekilde ister ücret karşılığında (danışmanlık hizmetinin satın alınması), isterse de ücretsiz olarak (üniversiteler ve sivil toplum kuruluşlarının kar amacı gütmeyen şirketler tarafından verilen hizmetler) temin etmesi gerekmektedir. Mesela bir KOBİ'nin ürün veya hizmet maliyetlerinin uzman kişiler tarafından hesaplanması, KOBİ'nin ürettiği ürünü fiyatlandırma sürecini oldukça kolaylaştıracaktır. Bu profesyonel yardım, KOBİ'nin fiyat bakımından yurtiçi ve yurtdışı piyasalardaki rakipleriyle rekabet etme imkanını artıracaktır. Üretim süreçlerinin incelenmesi sonucunda elde edilen bulguların yorumlanması, KOBİ'nin belki de kaynak israfına yol açan birimlerini gözden geçirmesine veya yeni doğabilecek fırsatları değerlendirmesine yol açabilecektir. KOBİ'lerin kıt olan kaynaklarını bu şekilde tekrar dağıtarak etkin kullanıma geçmesi, dış kaynak ihtiyacının azalmasını da sağlayabilir.

Görüldüğü üzere KOBİ'lere fikir, bilgi birikimi ve tecrübe desteği verebilecek insanlara ihtiyaç duyulmaktadır. İşte bu noktalarda iş melekleri, KOBİ'lere yardım ellerini uzatmaktadırlar. İş melekleri finansmanın yanı sıra belli alanlarda uzmanlaşmış kişilerin biraraya gelip şirketlere özellikle de KOBİ'lere danışmanlık yapmak üzere kurdukları danışmanlık şirketleridir. Bu şirketlerin en önemli sermayeleri ortaklarının bilgi birikimleridir. Bu uzmanlar profesyonel iş yaşamlarında elde ettikleri tecrübeleri, bilgi birikimlerini ve yönetim becerilerini iş melekleri yardımıyla KOBİ'lerin hizmetine (kullanımına) sunmaktadırlar. İş melekleri için en önemli konular; iş planının düzgün ve

¹¹⁶ Claire Munck, **Business Angels and Business Angel Networks in Europe**, European Business Angel Network, Kasım 2006, ppt.4

¹¹⁷ Cristian Saublens, "All Money Is Not The Same" **Guidebook for Public Decision-Makers And Intermediaries**, EURADA, SME Access to Finance, July 2006, s.43

rasyonel olması, iyi bir yönetim grubu ile çalışılması, projenin ayaklarının sağlam yere basmasıdır.

AB'nde iş melekleri ağlarının gelişimi özellikle 1998 yılında Avrupa İş Melekleri Ağı'nın (European Business Angels Network - EBAN) kurulmasıyla daha da hız kazanmıştır.¹¹⁸ EBAN'ın AB fonlarıyla desteklenerek güçlendirilmesi, birçok KOBİ'nin, kuruluşun yönlendirmeleriyle yeni iş fikirlerini hayata geçirebilme imkanına kavuşmasını sağlamıştır. EBAN iş meleklerinin yatırım profiline artırmakla kalmamış, deneyim ve örnek uygulamaların yayılmasına, iş melekleri ağları faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla kamu politikasının şekillendirilmesine de katkıda bulunmuştur.

¹¹⁸ Şakir Sakarya ve Suat Kara, s.178

Tablo 3.3.

Avrupa'da İş Melekleri Ağlarının Sayısı

Ülkeler	1999	2000	2001	2002	2003	2004 Ortası	2005 Ortası
Almanya	1	43	36	40	40	40	43
Avusturya	1	1	1	1	1	1	2
Belçika	4	6	7	7	7	5	6
İngiltere	49	52	48	48	51	51	35
Çek Cumhuriyeti	0	0	0	1	1	2	2
Danimarka	0	1	4	6	8	8	8
Finlandiya	1	1	1	1	1	1	1
Fransa	4	13	32	48	48	40	38
Hollanda	1	1	2	2	3	3	5
İrlanda	1	1	1	1	3	1	1
İspanya	0	1	1	2	3	II	20
İsrail	0	1	1	1	2	2	-
İsveç	1	2	2	2	9	28	28
İsviçre	1	3	3	2	3	7	7
İtalya	2	5	12	11	10	12	12
Letonya	-	-	-	-	-	-	1
Lüksemburg	0	0	0	0	0	1	1
Macaristan	0	0	0	0	0	1	1
Malta	0	0	0	0	1	1	1
Monako	0	1	1	1	1	1	0
Norveç	0	0	1	1	3	7	7
Polonya	0	0	0	0	0	1	2
Portekiz	0	0	1	1	1	1	1
Rusya	0	0	0	0	1	4	4
Türkiye	1	1	1	1	1	2	2
Toplam	66	132	155	177	179	230	227
Sınırötesi Ağlar	0	0	0	0	0	1	1
Toplam	66	132	155	177	179	231	228

Kaynak : EVCA, Yearbook – 2005

AB'de İş Melekleri Ağları, faaliyetlerinin çoğunluğu İngiltere, Almanya ve Fransa gibi büyük ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Tablo 3.3.'den de görüldüğü gibi 2005 yılı ortası itibarıyla söz konusu 3 ülkenin toplamı genel toplamın yüzde 50'sinden fazladır. İngiltere'deki aktif İş Melekleri ağları sayısının 20,000 ile 40,000 arasında olduğu tahmin edilmektedir. Bu ağlar vasıtasıyla yılda yaklaşık 0.8 – 1.6 milyar Euro tutarında 3,000 – 6,000 adet yatırım yapılmıştır. Bir İş Meleği ağının ortalama yatırım hacmi ise 200,000 Euro'dur.

3.2.1.2. Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)

Fikir aşamasının finansmanı ya da yeni bir ürün veya hizmetin yaratılması için gerekli ana sermayenin teminidir. Yani amaçlanan yeni küçük işletmelerin kurulabilmesini sağlamak ve bu ticari örgütlenmelerin mesleki eğitim ihtiyacına cevap verecek finansal kaynakları oluşturmaktır.¹¹⁹ Genellikle işletmeye ait projenin daha önce karşılaşılmamış ihtiyaç duyulan yeni ürün/hizmet ve hızla büyüebilme kapasitesi olan bir pazara sahip olması halinde gerçekleştirilmektedir. Risk oranı yüksek bir yatırımdır, çünkü projenin geleceğiyle ilgili veriler genellikle en az bir yıllık bir süre içinde ortaya çıkar. Sermayedar bu dönem aralığında projenin geliştirilmesinden pazara sunulması arasındaki dönemi finanse eder. Projenin başarısız olma ihtimalinin yüksekliği riskin de yükselmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan çekirdek sermayesinde iki farklı seçenek söz konusudur. Girişimci ya payını bozmadan, büyük çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman kullanır ya da borçlanma oranını en düşük düzeyde tutarak dışarıdan yeni ortak kabul eder.

AB'nde girişimcilerin desteklenmesine verdiği önem çerçevesinde büyüme ve istihdam yaratma potansiyeline sahip yenilikçi küçük işletmelerin (50'den az çalışanı olan) çekirdek sermaye fonlarına erişimlerini kolaylaştırarak özkaynak finansmanı sağlamalarına yardımcı olmayı hedeflemiş ve Üçüncü Çok Yıllı Program kapsamında

¹¹⁹ Beytullah Yılmaz, s.33

“Kurulma Aşamasındaki KOBİ’lere Risk Sermayesi”¹²⁰ veya “Çekirdek Eylemi Sermayesi” olarak tanımlanabilen CREA (Capital Risque pour les Entreprises d'Amorçage)’yı¹²¹ oluşturmuştur. CREA kapsamında Komisyon, büyüme ve istihdam yaratma potansiyeline sahip yenilikçi küçük işletmelerin, çekirdek sermaye fonlarına erişimini kolaylaştırmayı ve özkaynak finansmanı sağlamalarına yardımcı olmayı hedeflemiştir. Ayrıca fon, başlangıç dönemlerindeki işletme giderlerini karşılayarak destek sağlamak ve üç yıllık bir süre için işletme giderlerinin en çok 500,000 Euro olmak üzere, yüzde 50’sini karşılayabilmektedir. Program, Avrupa Incubator Vakfı (European Incubator Foundation - EIF)’nin ortak olduğu “incubator (kuluçka)” veya benzer çekirdek organizasyonlara (diğer uzun vadeli yatırımcıların bulunması gibi) uzun vadeli destekler sağlamaktadır. 2001 - 2005 dönemini kapsayan bu girişime ayrılan bütçe 22 milyon Euro’dur.¹²²

3.2.1.3. Başlangıç Finansmanı (Start-up capital)

Yeni bir ürün veya hizmeti ortaya çıkaracak projelerin başlangıcındaki kaynak ihtiyacını karşılamak üzere kullanılan bir finansman yöntemidir. Günümüzde iş fikrine sahip olan bir girişimcinin en büyük ihtiyacı, bunu hayata geçirebilmek, kısacası işe başlayabilmek için sermaye bulmaktır. Çünkü işin henüz çok başında olunmasından dolayı girişimcilerin bankalardan teminatsız kredi temin etmeleri pek kolay değildir. Başlangıç sermayesi, özellikle yüksek teknoloji projelerinin finansmanını sağlamak için kullanılmaktadır. Bu kaynakla girişimcinin araştırma ve geliştirme giderleri finanse edilerek yeni ürünün ortaya çıkarılması sağlanır. Yani genellikle kuruluş süreci içinde olan ya da kısa bir süreden beri faaliyette bulunan fakat ürününü ticarileştirebilme imkanını bulamamış firmaların finansmanında kullanılır. Bu aşamada en çok dikkat edilmesi gereken konular, iş planının titizlikle incelenmesinin yanı sıra, pazar büyüklüğü ve büyüme potansiyeli, şirket gelişimi, pazardan pay alma stratejileri ve

¹²⁰ İktisadi Kalkınma Vakfı, **AB’de KOBİ Destek Mekanizmaları**, No:188 (Türkçe), İstanbul, Ağustos 2005

¹²¹ <http://cordis.europa.eu/finance/src/crea.htm>, (7 Ağustos 2007)

¹²² Özlem Onar, “**2001 – 2005 Çok Yıllı Program**”, <http://stratejigundem.com/yazarlar.php?id=55&type=9>, (7 Ağustos 2007)

şirketin yönetim tarzıdır. Süre açısından başlangıç sermayesi yatırımlarının finansmanı genellikle 3 ile 5 yıl arasındadır.

3.2.1.4. Üretim (Erken Aşama) ve Piyasaya Giriş (Geçit) Aşaması Finansmanı (Early Stage & Gate Financing)

Belirli bir büyüklüğe ulaşmış firmaların mal veya hizmet üretiminde sorun yaşamamalarına rağmen pazarda üstünlük sağlayacak bir marka imajı ve önemli bir pazar payı olmaması durumunda özellikle pazarlanması için ihtiyaç duydukları fonların karşılanması aşamasıdır. Elde edilen karın, ürünü farklılaştıracak harcamaların yapılmasına imkan vermediği durumlarda ortaya çıkan ek finansman sorununun giderilmesidir. Genellikle bu tip firmaların teminat problemleri nedeniyle bankacılık sisteminden kredi almaları pek mümkün olmadığından, sorun erken aşama ve geçit finansmanı yöntemiyle çözümlenebilir. Bu aşamada firmanın bir takım yönetsel problemlerinin de üstesinden risk sermayedarının maddi ve yönetsel desteğiyle gelinebilmektedir. Bu kapsamda yönetimin içinde yer alan (hands on) bir risk sermaye fonu şekli söz konusudur.

3.2.1.5. Köprü Finansmanı (Bridge – Mezzanine Financing)

Genellikle piyasada tutunmuş ve belli bir pazar payına sahip altı ay ile bir yıl içerisinde halka açılmayı planlayan şirketlere, hisse senetlerinin halka arzı için iyi bir yapıda olmakla birlikte, şirketin halka açılana kadar faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasında kullanılan bir yöntemdir. Böylece risk sermayedarı da elindeki hisseleri borsada veya borsa dışında satarak nakte çevirmiş olur. Bir başka ifadeyle, köprü finansmanı büyüme hedeflerini geliştirmiş ve bunu gerçekleştirmek için de yüksek sermaye ihtiyacı içinde olan işletmeler tarafından tercih edilmektedir. Ayrıca firma birleşmeleri ve satın almaları, halka açılma aşaması, yeni piyasalara giriş, yeni ürün geliştirme veya üretim kapasitesini artırma konularında da

köprü finansmanı (mezzanine financing) diğer finansman yöntemlerine oranla işletmeler için daha avantajlıdır.

Köprü finansmanı temel olarak özkaynak ile yabancı sermaye arasında yer alan finansman şekli olmakla birlikte, diğer finansman türlerine göre daha çok özkaynak olarak sınıflandırılmaktadır. Özkaynak karakteri gösteren mezzanine sermayesine “Özkaynak Köprü Sermayesi (Junior Mezzanine)” ve yabancı sermaye karakteri gösteren mezzanine sermayesine de “Borç Köprü Sermayesi (Senior Mezzanine)” denilmektedir.¹²³ Köprü finansmanında özkaynak karakteristiği ve borç karakteristiği karşılaştırmalı olarak Tablo 3.4. ile gösterilmektedir.

Tablo 3.4.
Köprü Finansmanı Karakter Özellikleri

Özkaynak Karakter Özelliği	Borç Karakter Özelliği
Uzun vadeli sermaye yapısı, Anlaşmaya bağlı hak talep edilmemesi, Hisse kullanımı üzerinde farklı seçenekler, Olası faiz ödemelerine bağlı performans.	Geri ödeme zorunluluğu, Performanstan bağımsız faiz kazancı, Vergi avantajı, Anlaşma karşılığı yapılıdır.

Kaynak : <http://www.investmezzanin.at/php/index.php?cat=508&lang=en&rel=1>

Köprü finansmanında eğer kullanan şirket beklenen performansı gösterirse, borç karakterine bağlı olarak gerekli işlemler yapılır. Diğer taraftan şirketin kritik dönemlerinde ise finansmanın daha çok özkaynak karakter özellikleri ön plana çıkar. Yani aslında köprü finansmanı özkaynağı güçlendirmek amaçlı kullanılmaktadır.

¹²³ Şule E. Aydeniz, “AB Sürecinde Türkiye'deki KOBİ'ler için Yeni Bir Finansman İmkanı: Mezzanine (Köprü) Finansmanı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği”, **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006, s.77

Tablo 3.5.

Köprü Sermayesi Türleri Karşılaştırması

Özkaynak Köprü Sermayesi	Borç Köprü Sermayesi
"Yapısal Özkaynak"	"Yapısal Borç"
Junior Mezzanine - Verimli Sermaye	Senior Mezzanine - Akıllı Borç
- Atipik (gizli) ortak - Kar ortaklığı özelliği - İmtiyazlı hisse senedi - Hisse senedi bağlantılı bonolar - Dönüştürülebilir tahviller	- Sabit vade ve seçenekli gizli ortak - Sermaye benzeri borçlar - Hisse borçları - Kişisel (itibar) kredileri - Yüksek getirili bonolar - Hisse senedi ile değiştirilebilir bonolar - Garantili devlet tahvili

Kaynak : <http://www.investmezzanin.at>

Tablo 3.5.'de gösterildiği gibi, "Borç Köprü Sermayesi"nin vadeli oluşu ve sabit bir faiz oranına tabi tutulmasından dolayı yabancı sermaye özelliği ön plana çıkmakla birlikte, kara bağlı olarak geri ödenme imkanından dolayı özkaynak yapısını da korumaktadır. Diğer yöntemlere oranla daha esnek olması özelliğinden dolayı köprü finansmanı kullanılarak özkaynak ile borçlar arasındaki boşluğun kapatılması amaçlanmaktadır. Bu kapsamda köprü finansmanı yapıldığında şirket bilançolarında yer alma durumu ise Tablo 3.6.'nın gösterdiği gibidir.

Tablo 3.6.

Özkaynak Mezzanine Sermayesinin ve Borç Mezzanine Sermayesinin Bilançoda Gösterilmesi

AKTİF	PASİF
Dönen Varlıklar Duran Varlıklar	Yabancı Sermaye Borç Mezzanine Sermayesi Özkaynak Özkaynak Mezzanine Sermayesi

Kaynak : <http://www.investmezzanin.at>

Köprü finansmanı kullandıran kurumlar, genellikle kendilerini yabancı sermayeyle finanse eden özel kaynaklı finansman şirketleri (private equity), bankalar, sigorta şirketleri ve mezzanine fonlarıdır. Rating kuruluşlarının raporlarına göre ilgili

kurumlar tarafından işletmelere verilen köprü finansmanından bir işletmenin faydalanabilmesi yani yatırımın yapılabilmesi için belirli kriterler aranmaktadır. Bunların başında;

- ❖ işletmenin en son açıkladığı finansal tablolarında yıllık satış miktarının belirli bir değerin altında kalmaması,
- ❖ işletmenin sabit nakit akışının bulunması,
- ❖ köprü finansmanı alt limitinin bulunması,
- ❖ operasyonel ve finansal anlamda uzun vadeli planlanmış ve çok iyi hazırlanmış bir iş planı modelinin olması,
- ❖ 5 ile 10 yıl arasında yatırımdan çıkış ihtimalinin olabileceği bir proje/işletme istenmektedir.

Bu kriterlerin aranmasındaki en önemli nedenlerin başında ise köprü finansmanı kullanmak isteyen işletmelerden sermaye sahibi tarafından herhangi bir garanti veya ipotek istenmemesidir. Doğası gereği şirketlerin finansal durumlarının düzeltilmesinde bir ara finansman niteliğindeki köprü finansmanının, özkaynak ve yabancı sermayenin özellikleri bir araya getirildiğinde işletmeler için esnekliği çok yüksek bir finansman modeli ortaya çıkmaktadır. Köprü sermayesinin genel özellikleri şunlardır;¹²⁴

- ❖ İflas durumunda köprü finansmanını veren kurumlara, alacaklılardan sonra sıra gelmektedir. Dolayısıyla ekonomik açıdan köprü finansmanı, özkaynak olarak nitelendirilmektedir.
- ❖ Köprü sermayesini verenler, genellikle firma değerinin artışına paralel olarak karar vermektedirler. İlgili kurum ve şahıslar, artan firma değerine ortak olmayı istemektedir. Köprü finansmanı talep eden firmadan garanti ve ipotek istenmemektedir.

¹²⁴ Şule E. Aydeniz, s.76

- ❖ Köprü finansmanında ödeme koşulları esnektir.
- ❖ Vade, risk sermayesi fonlarına uygun olarak 5 ile 10 yıl arasındadır.
- ❖ Köprü finansmanı, özkaynak özelliği gösterdiği için sermaye yapısı güçlü ve kredibilitesi de yüksek olmaktadır.
- ❖ Çoğunlukla ortaklık paylarında değişim olmadığı için oy kullanma hakkı da değişmemektedir.
- ❖ Firmanın hukuki statüsüne bakılmadan ilgili firmaya mezzanine sermayesi verilmektedir.

Köprü finansmanı kullanan KOBİ genellikle üç senaryodan birini tercih etmektedir. Bunlar;

- ❖ İşletme sahibinin kendi hisselerini geri alması (Leveraged Buy-Out, daha çok Management Buy-Out (MBO) or Management Buy-In (MBI)),
- ❖ Devralma (acquisition finance) veya
- ❖ Yerine geçme (succession issues) şeklindedir.

Mezzanine sermayesinin, özkaynak özelliğine rağmen masraflarının (faiz, kar payı ve diğer masraflar) vergiden düşürülebilir olması ve yabancı sermayeye göre tam veya kısmen ikinci derecede ödenir olmasının yanı sıra diğer özel kaynaklı finansmanlara (private equity) göre avantajları şöyle sıralanabilir;¹²⁵

- ❖ belirli oranda baz faiz,
- ❖ işletmenin başarısına bağlı kar payı,
- ❖ ihtiyaca göre yüksek derecede esneklik,

¹²⁵ Şule E. Aydeniz, s.77

- ❖ borsadan bağımsız ve aynı zamanda borsa girişi için veya diğer ortaklıklar için iyi bir hazırlık olması,
- ❖ işletmenin kontrol kaybına uğramaması,
- ❖ sermayenin sulandırılmaya maruz kalmaması,
- ❖ aynı zamanda banka kredileri alımında kolaylıklar.

3.2.1.6. Hasat Finansmanı – Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesi yatırımlarının en son aşaması, sermayedarın yatırımdan çıkışını oluşturan genellikle 1 ile 3 yıl arasında süren ve riski düşük olan aşamadır. Yatırımdan çıkış ise;

- ❖ Hisse senetlerinin halka satışı,
- ❖ Bir başka şirket tarafından satın alınması,
- ❖ Risk sermayesi şirketinin hisselerinin, yatırımcı şirket tarafından geri alınması,
- ❖ Risk sermayesi şirketinin hisselerinin başka bir yatırımcıya satılması,
- ❖ Şirketin yeniden organize edilmesi,
- ❖ Şirketin tasfiye edilmesi

yollarından birinin tercih edilmesi şeklinde olabilir.

Görüldüğü gibi, yatırımlardan çıkış biçiminin tümü hisse senetlerinin satışına dayalı olarak gerçekleşmektedir. Bu şekilde risk sermayesi şirketlerinin yatırımdan çıkışı bir bakıma sermaye piyasasına yeni şirketlerin girişini sağlayarak sermaye piyasasının arz yönünün gelişmesine de katkı sağlamaktadır.

3.2.1.7. Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Alınması (Management Buy Out - MBO)

Bu finansman türü şirket yönetim kadrosunun işletmeyi elde etmesini mümkün kılmak için sağlanan finansmandır. Günümüzde yenilenen versiyonuyla dünyada en çok kullanılan yöntemlerden biridir. Bu yatırımlar az risk taşıması ve kazançlı olması sebebiyle tercih edilmektedir. Buradan yola çıkarak İngiltere'deki 3İ şirketi MBO'nun başka bir versiyonu olan spin-out'u geliştirmiştir. Bu yöntemde, 3İ şirketi ile ana şirket tarafından yeni bir şirket kurulmakta ve bir müddet sonra ana şirketten ayrılmaktadır. Böylece destekleyiciler şirket ayakta durana kadar riski omuzlamakta ve girişimcinin ilerlemesine yardım etmektedir. Spin-out şirketinin sahiplik ve kontrolü ana şirket, yönetim kadrosu ve risk sermayesi şirketi arasında dengelenmekte ve hiçbir ortaklıkta yüzde 50'den fazla pay alınmamaktadır.

3.2.2. Mikro Finansman

Tanım olarak mikro kredi, finansal kurumların hizmet sunmadıkları veya eksik hizmet sunabildikleri, görece düşük ve düzensiz gelire sahip, kurumsallaşma ve profesyonelleşme konusunda ciddi eksikleri olan kişi veya firmalara, işlerini kurmaları, sürdürebilmeleri ve geliştirebilmeleri için belli usul ve esaslara göre verilen fondur.¹²⁶ Mikro finansman ise, finansal yapıdan faydalanamayan düşük gelirli müşterileri hedefleyen krediler, tasarruflar, sigorta, transfer hizmetleri ve diğer finansal ürünlere karşılık gelmektedir. Bu bağlamda mikro kredi, mikro finansmanın bir unsurudur.¹²⁷

Mikro kredi uygulamaları otuz yıl önce Bangladeş ve Bolivya gibi birkaç ülkede başlatılmış, 1980'lerden sonra ise geliştirilerek Güney Asya, Doğu Asya, Afrika, Doğu Avrupa ve Güney Amerika'daki birçok ülkeye yayılmıştır. 1980'li yıllarda sübvansiyonlu kredilerin amacına ulaşmadığı yönündeki eleştirilerin çoğalması üzerine, piyasa tabanlı bir çözüm olarak gündeme getirilmiştir. Günümüzde tüm dünyada

¹²⁶ Abdülmecit Karataş ve Aslı Deniz Helvacıoğlu, s.139

¹²⁷ A.g.e., s.139

yaklaşık 55 - 60 milyon insana hizmet veren 2,200 mikro kredi kuruluşu bulunmaktadır.¹²⁸ Birleşmiş Milletler (BM), mikro kredinin yoksulluğun azaltılmasına yaptığı katkılara hak ettiği itibarı göstermek amacıyla, 2005 yılını “Uluslararası Mikrokredi Yılı” olarak ilan etmiştir.

Dünya’da mikro finansman hizmeti veren kurumlardan bazıları şunlardır; Grameen Bank (Bangladeş), ACCION Ağı (Latin Amerika), Bank Rakyat (Endonezya) ve PRODEM/BancoSol (Bolivya). Geçtiğimiz yirmi yıl içinde, mikro-finans uygulamaları, hedeflenen belirli sektörleri geliştirmek için verilen arz odaklı kredilerden, talep odaklı ve sürdürülebilir hizmetlere (kredi, tasarruf, sigorta hizmetleri gibi) dönüşmüştür.¹²⁹

Yurtdışında KOBİ’lere özellikle de küçük ölçekli işletmelere destek vermek amacıyla kurulan mikro finansman şirketleri, işletmelere küçük miktarlı krediler sağlayarak ekonomik ömürlerini sürdürmelerine yardımcı olmaktadır. Genel olarak AB’de mikro krediler çok küçük ölçekli aile şirketlerini, genç ve kadın odaklı girişimciliği, başta uzun dönemli işsiz yaşlı erkek ve 25 yaş altı genç kadınlar olmak üzere işsizleri ve göçmen odaklı etnik azınlık gruplarını desteklemek amacıyla kullanılan bir sosyal politika aracı olarak görülmektedir.¹³⁰ Tipik mikro kredi müşterileri, resmi finans kuruluşlarına erişim olanağı bulunmayan düşük gelirli kişi ve işletmelerdir. Ayrıca mikro kredi programları AB ülkelerinde işsizlik artışından doğacak ekonomik ve sosyal zararları aşılmasında kullanılmasının yanında daha çok belirli pazar bölümlerinde ekonomik bağımsızlığı kazandıracak bir yöntem olarak da kullanılmaktadır.¹³¹

Bu küçük işletmeler, genelde girişimcilerin para gücünden daha çok emek gücüyle çalışan, katma değer üretimi oldukça sınırlı olan, sadece girişimciyi veya

¹²⁸ Abdülmecit Karataş ve Aslı Deniz Helvacıoğlu, s.139

¹²⁹ A.g.e., s.139

¹³⁰ A.g.e., s.138

¹³¹ Ljiljana Vidučić, “Fostering Croatian Private Sector Development Through Small Businesses”, *South-East Europe Review*, 1/2005, s.70

yanında bulunan bir kaç kişiyi geçindirebilecek ekonomik birimlerdir. Bu işletmelerin bankalardan veya başka kurumlardan kredi kullanmaları imkanları çok düşüktür. Çünkü işletmelerin bankalara kredi analizi yapabilecek bilgileri verebilmesi, gerekli teminatları sağlayabilmesi pek olanaklı değildir. Bu nedenle de mikro krediler, özelliği gereği teminat gerektirmezler. Ancak sanılanın aksine uygulanan faiz oranları bankaların faiz oranlarından göreceli olarak daha yüksektir. Bu nedenlerden dolayı mikro kredi kuruluşları bu aşamada devreye girerek küçük işletmelere ihtiyaçları olan nakit kredi imkanını sağlamaktadırlar. Bu krediler bir nevi sosyal amaçlı verilen krediler olarak da değerlendirilebilir. Genellikle mikro kredi kuruluşlarının faaliyete geçmesine devletler öncülük etmiştir.

AB’de mikro finans programları 2000 yılında “İşletme ve Girişimcilik İçin Çok Yıllı Program”da belirtilmiş olup, 2001 - 2005 yıllarını kapsayan bir süreç için KOBİ’leri odak noktası kabul eden yeni bir finans penceresi olarak ortaya çıkmıştır.¹³² Bu çerçevede 2001 yılında KOBİ’lere 3.5 milyar Euro mikro finansman kredisi kullanılmıştır.

Küçük işletmelere verilen ve 25,000 Euro’nun altındaki kredileri ifade eden mikro finansa yönelik olarak, 2003 yılında Avrupa Konseyi üye ülkelerin bu alana daha fazla önem vermesi gerekliliğini bildiren bir karar almıştır.¹³³ 2004 yılı Eylül ayında yapılan Avrupa Mikro Kredi Konferansı’nın Sonuç Bildirgesi’nde AB’de mikro işletmelerin en büyük sorunlarının finansman ihtiyacı olduğu belirlenmiş ve ulusal ve bölgesel destek programlarına erişimlerinin kolaylaştırılması ve finansman olanaklarının çeşitlendirilmesi konusunda prensip kararına varılmıştır. Konferansta¹³⁴;

- ❖ AB genelinde mikro işletmelerin üzerindeki vergi ve sosyal güvenlik yükünü azaltma,

¹³² Kadir Yıldırım, s.40

¹³³ A.g.e., s.40

¹³⁴ Abdülmecit Karataş ve Aslı Deniz Helvacıoğlu, s.140

- ❖ Mikro krediye yönelik yasal çerçeveyi geliştirme ve özellikle faiz oranlarını esnek tutarak mikro kredi grubu içerisinde yer alan kişilerin fona erişimlerini kolaylaştırma,
- ❖ AB ülkelerinde en iyi deneyimlerin paylaşılmasını sağlayarak mikro krediye yönelik destekleyici bir tutum üstlenme,
- ❖ Mikro kredi kurumları arasında işbirliğini güçlendirme ve mikro kredi alanında faaliyet gösteren kurumlara yönelik teknik eğitimleriyle sistemin etkinliğini yükseltme konuları üzerinde durulmuştur.

Mikro kredi kuruluşlarının ortaklık yapıları incelendiğinde; devlet ve özel sektör ortaklıklarının en iyi yöntem olduğu görülmektedir. Devlet ve özel sektörün yanı sıra kar amacı gütmeyen dernek ve vakıflar, bireysel yatırımcılar, kredi birlikleri, özel amaçlı yatırım fonları da bu kurumların ortakları arasında yer almaktadır. Ancak kar beklentisi içinde bu tip şirketlere yatırım yapan kişi ve kurumlarla sosyal vazifelerini yerine getirmek üzere bu kurumlar kaynaklarını tahsis eden kamu ve özel kuruluşlar arasında çıkar çatışmalarının yaşandığı da bir gerçektir. AB bünyesinde kurulan Mikro Kredi Garanti Fonu (The European Micro-Credit Guarantee Fund) buna örnek olarak gösterilebilir. Diğer taraftan AB genelinde KOBİ'lere yönelik olarak sunulan mikro kredi programları ve kuruluşlarının dışında, üye ülkeler de kendi KOBİ'lerine yönelik mikro kredi programları uygulamaktadır. Fransa, 2001 yılında "Kendi İşini Başlat Kredisi" adı altında girişimcilere yönelik bir program başlatmış, 11,000 mikro kredi vermiş ve o yıl açılan yeni işletmelerin yüzde 7'si bu kredilerden yararlanmıştır. 2001 yılında işletmelere verilen mikro kredi sayılarına göre AB ülkeleri gruplandırılırsa,¹³⁵

- ❖ Fransa, Almanya, Polonya, İtalya ve İspanya'nın 10,000 adetten daha fazla,
- ❖ Belçika, Finlandiya, Macaristan ve İsveç'in 1,000 – 5,000 adet arasında,

¹³⁵ Kadir YILDIRIM, s.40

- ❖ Danimarka, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Litvanya, Letonya, İrlanda ve Slovenya'nın 1,000 adetten daha az sayıda mikro kredi kullandığı görülmektedir.

3.2.3. Bankalar

Ülkelerin finans sektörünün banka odaklı ya da sermaye piyasası odaklı olması KOBİ'lerin de fon kaynaklarına ulaşımında etkin kuruluşların belirlenmesine yol açmıştır. Japonya ve Avrupa'da (özellikle Almanya) finansal aracılığın ağırlıklı olarak bankalar tarafından gerçekleştiriliyor olması, KOBİ'lerin fon temininde bankalarla çalışmasını gerektirmektedir. Bununla birlikte, ülke ekonomilerindeki önemine rağmen özellikle yüksek kredi riski taşımaları, bankaların KOBİ'lere kredi vermekten çekinmelerine neden olmaktadır.

PriceWaterhouseCoopers (PwC) tarafından 2004 yılında AB üyesi ülkeler üzerinde yapılan bir araştırmaya göre; Avrupa'da toplam kredi miktarının yüzde 16'lık kısmı KOBİ'lere tahsis edilmiş olup, söz konusu yüzde 16'lık kredinin; yüzde 10'u kurumsal, yüzde 6'sı ise perakende portföy niteliğindedir.¹³⁶ 2007 yılında ise gelişmiş ülkelerde KOBİ kredilerinin toplam kredilere oranı yüzde 45'ler seviyesindedir.¹³⁷

Diğer taraftan Dünya Bankası (World Bank) ve Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation – IFC) özellikle KOBİ'leri banka kredilerinden faydalanmaları için ülkelerin bankaları ile birlikte stratejiler geliştirmekte ve bu yönde projeler üretmektedir. Bu projeler sadece Dünya Bankası'nın geleneksel yöntemleriyle ülkelerin yerel bankalarının orta vadeli ürünlerine yönelik değil, aynı zamanda bazı yeniliklerle yerel bankaların KOBİ'lere kredi vermesini ve bu yolla kendilerini geliştirmelerini ve pazar paylarını artırmalarını sağlayacak niteliktedirler. Söz konusu

¹³⁶ Melek Acar Boyacıoğlu, "AB'ne Giriş Sürecinde Basel II Kriterlerinin KOBİ'lerin Finansmanı Üzerine Etkileri", **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005, s.163

¹³⁷ **Turkish Daily News**, "Share of SME loans near 25 percent", 11 Nisan 2007

çalışmalar ve fonlar sadece bankalara verilmekle kalmayıp, aynı zamanda leasing firmaları için de geçerlidir.

3.2.4. Leasing – Finansal Kiralama

KOBİ'lerin üretim kapasitelerini artırmak veya yeni yatırımlarını finanse etmek için kullandıkları yöntemlerden bir diğeri leasing - finansal kiralama. Tüm dünyada yatırımların orta vadeli finansmanında yaygın olarak kullanılan leasing, özellikle enflasyonist ekonomilerde kuruluşların artan işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamada alternatif finansman yöntemlerine karşı büyük avantajlar sağlamaktadır. Bir yatırım değerinin ona sahip olmaktan değil, kullanım hakkını elde etmekten geldiğİ fikrinin yaygınlaşması ile birlikte varlıkların kullanım hakkının devri anlamına gelen kiralama, işletmeler tarafından faaliyetlerinde kullanılacak varlıkların elde edilmesinde giderek daha sık kullanılan bir yöntem olmuştur.¹³⁸

Leasing, temel olarak; bir malın kullanım hakkının belirlenen süre için ve önceden belirlenmiş bir dizi ödeme karşılığında kiracıya devredilmesini öngören bir anlaşmadır. Finansal kiralama şirketi (lessor), satıcı firma (supplier) ve kiracı (yatırımcı) olmak üzere üçlü bir finansal ilişkiye dayalı olarak uygulanan leasing yönteminin esası, yatırımcıya, bir malın ekonomik kullanım ve tasarruf hakkının mülkiyet hakkından ayrılarak tahsis edilmesi ve bu sayede yatırımcıyı söz konusu malın mülkiyet hakkının doğurduğu finansman yükünden kurtarmaya dayanmaktadır.

Leasing işlemleri ilk olarak 1930'lu yıllarda ABD'de ekonomik kriz sonrası yaşanan finansman güçlüklerini karşılamak amacıyla başlamıştır.¹³⁹ Özellikle II.Dünya Savaşı sonrası yaşanan teknolojik gelişmeler ve buna paralel olarak işletmelerin

¹³⁸ Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, Ekim 2005, s.169

¹³⁹ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, Özel İhtisas Komisyonu, Ankara, Ocak 2006, s.114

modernizasyon ve teknolojilerini yenileme ihtiyaçları leasingin uygulamasının yaygın olarak kullanılmasına neden olmuştur. Önceleri finansman sıkıntısının azaltılması için başvuru olan bu yöntem ekonomik kriz sonrasında yatırım mallarının tedarikinde daha çok benimsenmeye başlanmıştır. Özellikle 1950’li yıllarda bankaların tabi olduğu kurallar gereği bankalardan kredi alamayan KOBİ’lere bankacılık sistemine zarar vermeden finansman sağlayan bir yöntem olarak Batı Avrupa’da yaygınlaştı, 1970 yılından başlayarak da başta Japonya ve Güney Kore olmak üzere Uzak Doğu ülkelerinde geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin bu yöntemle tanışması ise 1975 yılından sonra IFC önderliğinde olmuş ve 1975-1995 yılları arasında IFC’nin uygulamada destek verdiği 36 ülkede leasing finansman tekniği özellikle KOBİ’lerin ekonomideki katma değerinin artmasında önemli bir rol oynamıştır.

Batı ülkelerinde özellikle ABD’nde istatistiklerin gösterdiği ifadeye bakılırsa, bu ülkede kurulan KOBİ’lerin yarısından fazlası kuruluş dönemlerinde finansal kiralama olanaklarından yararlanmaktadırlar. Bu oran kıta Avrupası ülkelerinde ise yüzde 30’u geçmiştir.¹⁴⁰ Dünyada özel sektörün her sekiz yatırımından biri, OECD ülkelerinde ise her üç yatırımından biri leasing ile finanse edilmektedir.¹⁴¹

Uluslararası piyasalarda, 2005 yılında yapılan yeni leasing anlaşmalarının toplam değeri 582 milyar Eurodur. Tablo 3.7., uluslararası piyasalardaki leasing işlem hacmini göstermektedir:

¹⁴⁰ Doğan İ. Kargül, s.17

¹⁴¹ **KOBİ Efor Dergisi**, “FİDER”, Sayı:70, Temmuz 2005, s.45

Tablo 3.7.

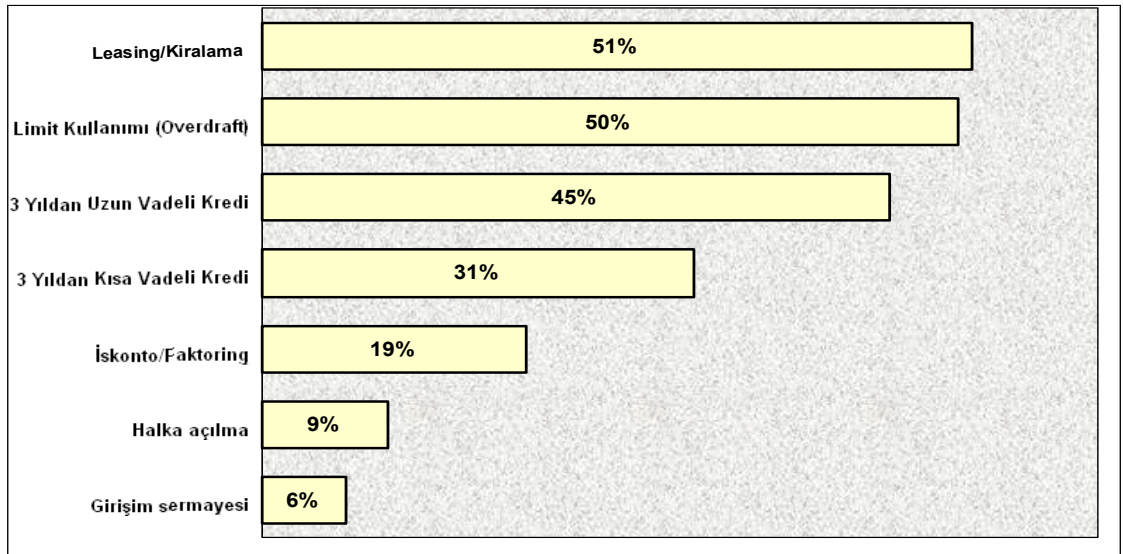
Dünyada Leasing İşlem Hacminin Gelişimi

Yıllar	Leasing İşlem Hacmi (Milyar Euro)	Değişim
1999	473,5	9.48%
2000	499,0	5.39%
2001	476,6	-4.49%
2002	461,6	-3.15%
2003	511,7	10.85%
2004	579,0	13.15%
2005	582,0	0.52%

Kaynak : www.leaseurope.org

Leasing işlemleri ile ilgili diğer önemli bir gösterge de leasing işlemlerinin toplam yatırımlardaki payı ile ilgilidir. Yoğunlaşma kriteri (penetration rate) olarak dikkate alınan bu konu, leasing yoluyla gerçekleştirilen yatırımların o yıl ülkede yapılan toplam yatırımlara oranını göstermektedir.

AB ülkelerinde leasing yaygın bir kullanım şekli olup, genelde KOBİ'lerin finansmanında da tercih sıralamasında ilk sırada yer almaktadır.



Grafik 3.3. AB'de KOBİ'lerin Leasing Kullanımı

Kaynak : Finansal Kiralama Derneği (FİDER)

Grafik 3.3.'den de görülebileceği gibi AB'de firmaların yarısından fazlası leasing yöntemini kullanmaktadır. Dünyada özel sektörün her 8 yatırımından biri, OECD ülkelerinde ise her 3 yatırımından biri leasing ile finanse edilmektedir. Yatırımlar bazında incelersek; yatırımların Batı Avrupa'da yüzde 15'i, Doğu Avrupa'da ise yüzde 20'sinin leasing ile finanse edildiği görülmektedir.

3.2.5. Faktoring

Gelişmiş ülkelerde uygulamaya alınan yeni finansal teknikler, finans piyasalarının hızlı gelişmesi ve dünya ekonomisindeki bütünleşme sonucu gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır. İşte bu yeni finansal ürünlerden biri de faktoringdir.

Faktoring; doğmuş ve doğacak alacakların temellüküne dayanan ve hizmet, finansman ve garanti işlevlerinden en az birini içeren finansman yöntemidir. Bir diğer ifadeyle bir faktoring işlemi, "Finansman", "Hizmet" ve "Garanti" başlıkları adı altında toplanabilecek üç konuyu içermektedir.

➤ Finansman; alacaklarını faktöre temlik eden müşteriye bu alacakların tahsil edilmesini beklemeksizin ön ödeme yapılması hizmetidir. Genel olarak temlik edilen alacak tutarının yüzde 80'i müşteriye peşin olarak ödenmekte, bir diğer ifadeyle faktör alacak tutarının yüzde 20'lik bölümünü alıkoymaktadır. Bir aktif değişim söz konusudur.

➤ Hizmet (tahsilat); alacağı temlik alan Faktör'ün bu alacakların yönetimine ilişkin işlemleri yapmasını içerir. Alacakların tahsili, alacak kayıtlarının tutulması, alacakların tahsili için ihbar, ihtar gibi işlemlerin yerine getirilebilmesi bu hizmet kapsamında değerlendirilmektedir. Ayrıca piyasa araştırmaları yapılması ve pazar ile ilgili bilgilerin müşteriye aktarılması da, bir hizmet konusu olarak, faktor tarafından üstlenilebilmektedir. Söz konusu işlemler karşılığında ise faktör alacak tutarının belirli bir oranında faktoring ücreti almaktadır.

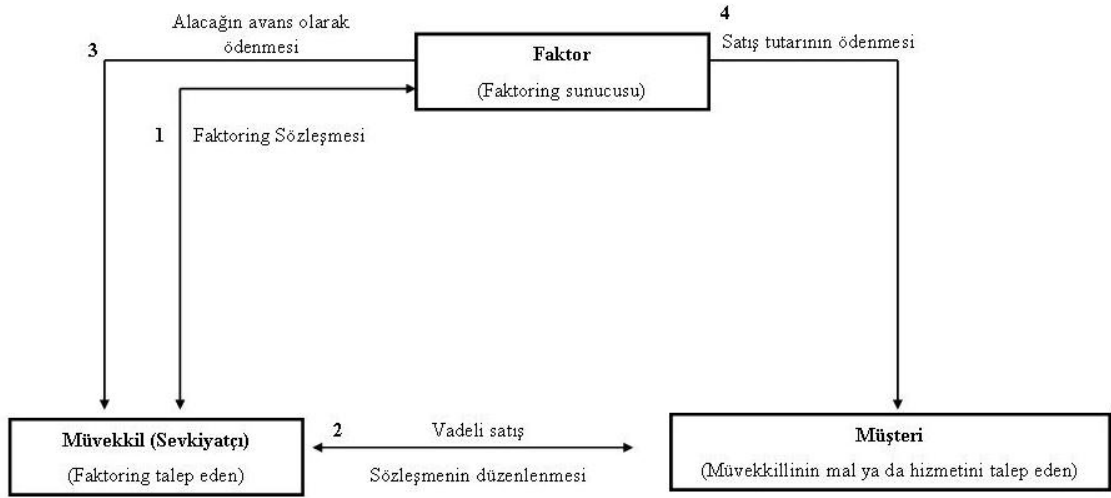
➤ Garanti; alacağın, borçlunun aczi sebebi ile tahsil edilememesi riskinin faktör tarafından üstlenilmesidir. Bu nedenle “risk üstlenme” olarak da ifade edilebilir. Böylece alacaklarını faktöre temlik eden müşteri, borçlunun borcunu ödeyemeyecek duruma düşmesi karşısında korunmuş olur. Yine faktör belirli bir oranda risk primini borçluya yansıtır.

Özetle faktoring, üç ayrı hizmetin bir arada sunulduğu tek finansal yöntem olup, en genel anlamı ile, mal ve hizmet satışlarından doğan vadeli alacakların temlik yolu ile bir faktoring kuruluşuna devredilmesi ve bu alacakların faktoring kuruluşu tarafından yönetilmesidir.¹⁴² Bahsedilen üç konuyu da yani finansman, hizmet ve garanti konularının her üçünün de gerçekleştirildiği faktoring “gerçek faktoring” olarak tanımlanır. Faktör tarafından riskin üstlenilmediği faktoring ise “gerçek olmayan faktoring”, sadece hizmet ve garanti işlemlerinin yapıldığı ancak finansmanın olmadığı faktoring ise “maturity faktoring”dir. Bu üçlüye, yurtdışı faktoring işlemlerinde ise muhabir faktör de eklenebilmektedir.

Bir işlemin faktoring olabilmesi için üç şartın varlığı gerekmektedir. Bunlar:

1. Satıcı tarafından alıcıya teslim edilmiş bir ürün veya tamamlanmış bir hizmet,
2. Bu ürün veya hizmetin tanımı, tutarı ve ödeme vadesini içeren bir fatura,
3. Bu faturanın vadesinden önce satıcı tarafından bir faktoring şirketine temlik edilmiş olması ve faktoring hizmetlerinin en az birinden faydalanılmasıdır.

¹⁴² <http://faktoringderneği.org.tr/index.asp?Mtype=2&Op=11>, (12 Aralık 2006)

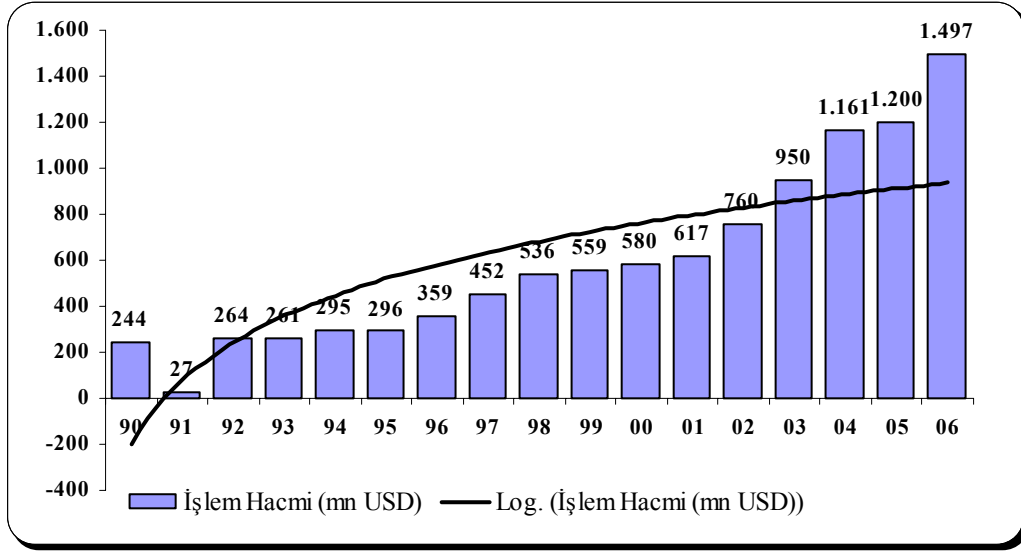


Şekil 3.5. Faktoringin İşleyişi

Kaynak : Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2003, s.239

Factoring daha çok banka kredisi kullanma olanakları bulunmayan KOBİ'lerin yararlanabilecekleri bir finansman tekniğidir. Çünkü bankalar kredi verebilecekleri işletmelerin güçlü bir sermaye yapısı ve finansal tablo yapısına, yeterli teminatlara sahip olmalarını talep ederler. Faktoringin ise ticari alacakların temliği karşılığı finansman kolaylığı sağlaması, KOBİ'lerin nakit yönetimi için başvurabilecekleri en önemli kaynaktır. Diğer taraftan, KOBİ'lerin yurt içi satışlarına dayalı olarak finansman sağladığı ve bu tip işletmelerin önemli zamanını alan alacakların tahsili işlemlerini yürüttüğü gibi, yurt dışı işlemlerle de ihracatı kolaylaştırmakta, sunduğu finansman yanında ihracat bedelinin ödenmesini garanti etmek ve bu bedelin vadesinden önce ülkeye getirilmesine olanak sağlamaktadır.¹⁴³

¹⁴³ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, s.100



Grafik 3.4. Dünya’da Faktoring İşlemleri’nin Gelişimi (Milyar USD)

Kaynak : Faktoring Derneği

1990 – 2006 yılları arasında dünyada faktoring işlem hacmi artışında ortalama yüzde 12’lik bir büyüme oranı kaydedilmiştir.

3.2.6. Forfaiting

Forfaiting, genellikle ihracat işlemlerinden oluşan vadeli alacakların, lehdarına rücu edilmeyecek şekilde satın alınması, bir başka ifadeyle alacağın iskonto edilerek devralınması, bakiyesinin satıcıya (ihracatçı) ödenmesidir.¹⁴⁴ Bir başka ifadeyle ihracat - ithalat işlemlerinden doğan vadeli alacak ve borçların geri dönüşsüz olarak forfaiting kuruluşlarına satılmasından doğan ve iskonto işlemi olarak tarif edilen bir finansman tekniğidir.¹⁴⁵ Forfaiting işleminde alacak haklarını satan ihracatçıya “forfaitist”,

¹⁴⁴ http://www.ihracatdunyasi.com/ihracfinansop/2_c.html, (14 Aralık 2006)

¹⁴⁵ <http://www.alomaliye.com/forfaiting.htm>, (12 Aralık 2006)

ihracatçının alacak haklarını satın alan kuruluşa da “forfaiter” adı verilmektedir.¹⁴⁶
Forfaitin işleminin tarafları;¹⁴⁷

- ❖ İhracatçı, kredili mal satışı yapan taraf (Satıcı),
- ❖ Kredi satışı finanse eden banka veya kuruluş (Forfaiter),
- ❖ İthalatçı, kredili mal alan taraf (Alıcı),
- ❖ Kredili satışa garanti veren banka ya da kuruluş (Aval/Garantör Bank)

Dünyada genelde uzun vadeli ve kredili yatırım mallarının ihracat ve ithalat işlemlerinde ihracatçılar, ithalatçılar ve bankalar tarafından kullanılan forfaitingde amaç; ödemeler ile ilgili tüm risk ve sorumlulukların forfaiter’e aktarılmasıdır. Forfaiting’de satıcı, vadeli alacaklarını hemen nakde çevirebilmektedir. Zira, aracı (forfaiter) borç aracını uygun bir oranla iskonto ederek derhal satıcıya ödemekte dolayısıyla açılan kredi hemen nakde dönüşmektedir. Satıcı, usulüne uygun olarak düzenlenmiş, garantisi veya avali verilmiş borç alacaklarını forfaiter’e satınca, işlemle ilgili sorumluluktan kurtulmaktadır. Burada, borç alacaklarından kastedilen, poliçe ve bono’dur (emre muharrer senet).

Forfaiting’de satıcı karını, alıcı ise maliyetini önceden bilmektedir. Finansman maliyetleri, çoğunlukla işlemde kullanılan poliçe veya bonoların yazılı değerleri içerisine dahil edilir ve satıcının bankasınca sabit bir iskonto ile satın alınır. Sözleşmenin süresi, alıcının bankasının ve bu bankanın bulunduğu ülkenin kredi değerliliği, işlemin yapıldığı döviz cinsi, para ve döviz piyasasının genel durumu, iskonto oranını etkileyen faktörlerdir. Forfaitingde satıcı, vadeli satışını derhal nakde çevirebildiğinden likiditesini arttırmakta, yeni yatırımlar için finans kaynaklarını serbestleştirmekte ve banka borçlanmasını azaltmaktadır.

¹⁴⁶ Öcal USTA, s.197

¹⁴⁷ A.g.e., s.200

Forfating, işleme taraf olanlara avantajlar sağlayan bir finansman yöntemidir. Genel olarak forfating işleminin ihracatçı açısından avantajları şu şekilde sıralanabilir;¹⁴⁸

- ❖ Ekonomik ve politik tüm riskler forfaitera yansıtılır,¹⁴⁹
- ❖ İhracattan doğan alacak haklarının, belgelerin forfaitera, iskonto oranı üzerinden devri esasına dayandığından, finansman şeklinin maliyeti ihracatçı açısından önceden belli olur, böylece uzun vadeli faaliyet planı yapılabilir,
- ❖ İhracatçı firma, vadeli satışlarını anında paraya çevirebildiğinden, kredili satışlarının finansmanı için kaynak araması gerekmez,
- ❖ İhracatçının likidite durumunu iyileştirmesini yani kaynak elde etmesini sağlar ve senedin ödenmemesi durumunda ihracatçı firmayı şarta bağlı bir borçtan kurtarmış olur,
- ❖ Alıcının kredi değerliliğinin saptanması, alacağın tahsili yüklerinden kurtarır,
- ❖ İhracatçı, kredili satış öncesinde bankanın alacak hakkını alma taahhüdünü sağladığından, faiz ile diğer koşullar da bilindiğinden, ithalatçıya kredi maliyetini ve kur riskini içeren fiyatlar önerebilir,
- ❖ Basit ve hızlı bir uygulama olduğundan, ayrıca bir kredi sigortasına ve fazla belgeye de gereksinim duyulmaz,
- ❖ İhracatçının likitidesi, alacak hakkının devri ile arttığından dolayı finansman olanağı yaratır,
- ❖ İthalatçıya kredili ithalat olanağı sağlarken forfaitera da senetlerin tahsili için banka garantisi sağlar,

¹⁴⁸ “Forfating’in Avantajları Neler” http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020203/184, (12 Aralık 2006)

¹⁴⁹ <http://www.forfaiters.org/page/index.cfm?SelNavID=1445>, (12 Aralık 2006)

İthalatçı açısından avantajlarında¹⁵⁰ ise ithalatçı kurum;

- ❖ Alternatif bir finansman kaynağı elde eder.
- ❖ Borçlanma kapasitesini ve çeşidini arttırma imkanına sahip olur.
- ❖ İthal edilen ürün firmanın bilançolarına dahil edilir ve ithalatçı böylece her türlü yatırım indiriminden yararlanma imkanına sahip olur.
- ❖ İşlemler hızlı ve basit bir yöntemle sonuçlanır.
- ❖ İthalatçı bankalardaki nakit kredilerini kullanmak zorunda kalmaz.
- ❖ Vade sonuna kadar sabit faiz oranı uygulanır.
- ❖ Forfaiting, özellikle mal ve hizmet ihracatından doğan ve belirli bir ödeme planına göre tahsil edilebilecek olan alacakların bir banka ya da bu alanda uzmanlaşmış bir finansman kurumu tarafından satın alınması olarak tanımlanabilmektedir.
- ❖ Forfaiting işleminde genelde ithalatçının borcu karşılığında ihracatçıya verdiği emre yazılı senet ve poliçeler kullanılmakta, işlem gerçekleşikten sonra ihracatçının hiçbir yükümlülüğü kalmamaktadır.
- ❖ Her çeşit alacak forfaiting işlemine konu edilebilirse de, uygulamada emre yazılı senet ve poliçe şeklindeki ticari alacaklar daha güvenli olduklarından tercih edilmektedirler.
- ❖ Forfaiting veren kuruluş, belli bir iskonto oranı üzerinden devraldığı senet veya poliçe şeklindeki alacakların karşılığında, teminat olarak banka garantisi talep etmektedir.
- ❖ Forfaiting işleminde ithal edilecek malın bedeli, bu malın ekonomik ömrüne yayılarak taksitlerle ödenmektedir.

¹⁵⁰ “Forfaiting’in İthalatçıya Yararları Nelerdir?”
http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020203/1207, (25 Aralık 2006)

- ❖ Önce ithalatçı ve ihracatçı firmalar arasında bir ticari anlaşma yapılmakta, fiyat ve ödeme planı saptanmaktadır.
- ❖ İthalatçı malları teslim almakta, banka garantisini de sağladıktan sonra borç senetlerini banka aracılığıyla ihracatçı firmaya iletmektedir.
- ❖ Poliçeler ihracatçı firma tarafından hazırlanmakta, ithalatçı firma tarafından kabul edilmekte ve garantör banka tarafından garanti edilmektedir.
- ❖ Garantör ile ithalatçı firma arasında tazminat anlaşması bulunmakta, bu durum forfaiyeri ilgilendirmemektedir.
- ❖ Forfaiting piyasasında, poliçeler ‘rücusuz’ olarak üç kez ciro edilebilmektedir.
- ❖ İthalatçıya kredili ithalat olanağı sağlarken forfaiyera da senetlerin tahsili için banka garantisi sağlamaktadır.

Forfaitingın üçüncü tarafını oluşturan aval/garanti veren bankaya sağladığı avantajları¹⁵¹ ise;

- ❖ Kendi itibarlı kredibilitesi yüksek müşterilerini de yararlandırmak, bunun karşılığı komisyon girdisi sağlamak.
- ❖ Müşterilerine verdikleri hizmetlerde çeşitli boyutlar yaratmak.
- ❖ Bilanço dışı taahhüt avantajı
- ❖ Basit operasyonel işlemler neticesinde yüksek kar elde etmektir.

¹⁵¹ Zekai Özdemir, “Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** (10) 2005 / 2 : 194-224, s.216

Forfaiting işleminin yine tarafları açısından sakıncaları Tablo 3.8.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.8.
Tarafları Açısından Forfaiting'in Dezavantajları

İhracatçı Açısından	İthalatçı Açısından	Garantör Açısından
<ul style="list-style-type: none">- Garantörün güvenilirliğinin ihracatçı tarafından forfaiter'e anlatılması süreci zaman alır,- İthalatçı ülkenin bono, poliçe, garanti ve aval konusundaki mevzuatı hakkındaki bilgi yetersizliği riskleri artırır,- Risklerin forfaiter tarafından üstlenilmesi halinde finansman işleminin maliyeti diğer finansman alternatiflerinden daha yüksektir.	<ul style="list-style-type: none">- Aval ve garantiler, ithalatçının finansman maliyetini arttırmaktadır,- Verilen bonu ve poliçeler, anlaşmazlık halinde ithalatçı açısından olumsuzluk yaratabilir,- Forfaiter'in isteyeceği yüksek komisyon, ihracatçının olduğu kadar ithalatçının da aleyhindedir.	<ul style="list-style-type: none">- Garanti edilen borcun ödenme yükümlülüğüdür.

Kaynak : Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, Ekim 2005, s.211-212

Özellikle ihracatçılara ticarete basit fakat dinamik bir finansman yöntemi olarak sunulan¹⁵² forfaiting işleminin başlıca dezavantajı ise, sağlanan tüm avantajlara ve risklerin üstlenilmesine bağlı olarak maliyetlerin nispeten artmasıdır. Forfaiting işleminin dış satımcı açısından maliyetini oluşturan;

- ❖ Politik ve ülke riski için yüzde 0,5 – 5 arasında değişen risk primi,
- ❖ Faiz değişme riskine karşı koruma bedeli ve
- ❖ Yüzde 0,5 – 4 arasında değişen tahsil ve yönetim giderleri olmak üzere üç

temel gider söz konusudur.¹⁵³

¹⁵² <http://www.forfaiters.org/page/index.cfm?SelNavID=1434>, (12 Aralık 2006)

¹⁵³ Niyazi Berk, s.256

Dış ticaret finansmanı yapan kuruluşlar ihracatçı kuruluşların dış pazarlarda rekabet gücünü artırmak ve ülkenin ihracata yönelik ekonomik büyüme stratejisini desteklemek amacıyla, nakdi teşviklerin yanı sıra, kredi ve sigorta yolu ile desteklerini uygulamaya koymuştur.¹⁵⁴ Bu kapsamda dış ticaret finansmanında kullanılan tekniklerden faktoring ve forfaiting işlemlerini etkileyen faktörler; finans, ulaşım, haberleşme altyapıları ile ihracatçı firmaların örgütlenmesi biçiminde sıralanabilir. Uygulamada faktoring ve forfaiting işlemleri birbirine benzetilmekle birlikte, faktoring genellikle tüketim malı satışından doğan kısa süreli alacak hakkının satışını kapsayıp, dış satımcı ticari ve politik riski üstlenmeye devam ederken, forfaitingde söz konusu riskler finans kuruluşuna (forfaiter) yansıtılmaktadır.¹⁵⁵

3.2.7. Alıcı - Satıcı Kredileri

Özellikle KOBİ'ler ve büyük ölçekli firmalar, ihracatlarının finansmanında kullandıkları yöntemlerde orta ve uzun vadeli kredileri tercih etmektedirler. Diğer taraftan bankalar ise risklerin tümünü üstlenmek yerine, uzmanlaşmış kredi kurumları ile birlikte hareket etmeyi, dolayısıyla risklerin bir kısmından kurtulma yoluna gitmeyi tercih etmektedirler.¹⁵⁶ Satıcı kredileri, satıcının alıcıya malın satılması sebebi ve amacı ile verdiği kısa vadeli kredidir. Satıcının alıcıya verdiği borç para veya tüketici kredisi, satıcı kredisi kavramı ile ifade edilmez. Ancak ticari bir işlem sonucunda meydana gelen borçlar bu türdendir.

Satıcı kredileri herhangi bir nakit ödeme söz konusu olmadan satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanınması şeklinde sunulur. Alıcı açısından bu aynı zamanda peşin ödeme iskontosundan vazgeçmek anlamındadır. Ekonominin çeşitli basamaklarında yer alan işletmelerin, sözcümlü hammadde üreticisinin fabrikatöre ya da toptancı işletmelerin perakendecilere sağladığı kendilerine özgü ödeme süreleri

¹⁵⁴ Zekai Özdemir, s.197

¹⁵⁵ Niyazi Berk, s.257

¹⁵⁶ http://www.ihracatdunyasi.com/ihracfinansop/2_c.html, (14 Aralık 2006)

vardır. Bu ödeme kolaylıkları senet karşılığı açılabilceği gibi, müşteri adına hesabına borç kaydedilerek (hesaben) de açılabilir. Uygulamada her iş kolu için standart ödeme süreleri oluşmuştur. Satıcı kredilerine faiz olarak çeşitli iş kollarında belirli vade farkı hesaplanmaktadır. Vade farkı iş kolu alışkanlıklarına, pazar faiz oranlarına ve satıcı ya da alıcının pazarlık gücüne göre belirlenmektedir.

Bu tür kredilerin teminatı firmanın ticari itibarıdır. Batılı ülkelerde ayrıca satıcı mülkiyeti korumaya da çalışılmaktadır. Satıcı kredilerinin hacmini, koşulları aşağıda belirtilen faktörler birlikte belirlerler.

1. *Rekabet Durumu* : Bir kesimde satıcı sayısı fazlaysa ve bunlar arasında yoğun bir rekabet varsa o kesimde satıcı kredileri daha olumlu koşullarda elde edilir.
2. *Malın Niteliği* : Devir hızı yüksek mallar için devir hızı düşük mallara oranla çok daha uygun koşullarda satıcı kredisi kullanılır.
3. *Finansal Durum* : Satıcıların veya alıcıların finansal durumu da olayı doğrudan etkiler. Finansal durumu güçlü olan bir alıcı diğerine oranla daha olumlu koşullarda satıcı kredisi kullanır.

İhracat kredilerinin özellikle de kısa vadeli kredilerin önemli bölümü ve orta vadeli kredilerin bir kısmı “satıcı kredileri” şeklinde finanse edilmektedir. Satıcı kredilerinde satıcı, malları sevk edince ilgili belgeleri bankasına ibraz ederek sevkiyat sonrası kredi ile kendini finanse eder. Mal bedellerini banka zamanı gelince alıcıdan (ithalatçı) tahsil eder. İhracatçı ile bankası arasındaki tek işlem faiz ödemesi şeklindedir. Banka, ancak, ihracat bedellerinin tahsil edilememesi durumunda ihracatçıya rücu eder. İhracat kredi sigortasının bulunması halinde, ihracatçı bu riski “sigorta kurumu”na devreder.

Satıcı kredileri, uzun dönemde ise yerini alıcı kredilerine bırakmaktadır. Çünkü, uzun dönemde finansman yükü ihracatçının likitidesini, peşin para akışı ile borç oranı arasındaki dengeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Bu itibarla, uzun vadeli krediler, alıcının ithalat bedelini peşin ödemesini sağlama yönünden, ihracatçının ülkesindeki banka veya bir başka finansman kuruluşu tarafından “alıcının bankasının garantisi altında” ithalatçıya ödenmektedir.

Alıcı kredisi; yabancı bir alıcıya (ithalatçı) borç verilmesi anlamına gelip, uygulamada, bir ülkeden diğerine herhangi bir “fon” transferi söz konusu değildir. Genellikle ithalatçı mal bedelinin yüzde 20 ile 30’u arasında bir bölümü satıcıya (ihracatçıya) peşin ödemekte, bakiye alıcıya borç olarak verilmektedir.¹⁵⁷

Alıcı kredileri, daha çok büyük çapta ihracata açılmakta ve aşağıdaki nedenlerden dolayı en fazla tercih edilen finansman tekniği olma özelliği taşımaktadır.¹⁵⁸

- ❖ İhracatçı yönünden “alıcı kredileri”, “satıcı kredileri”nden daha az sorumluluk getirmektedir. Çünkü ödeme taksitlerin tahsil edilmesi ve ilgili diğer işlemlerin izlenmesi için ihracatçı, idari kaynakların kullanımından tasarruf etmektedir.
- ❖ “Satıcı kredileri”nde, ihracatçı ödeme taksitlerini alırken bilanço durumu ve bankalardan kaynak temininde zorlanırken, “alıcı kredileri” uygulamasında ihracatçı bu sorunlarla karşılaşmamaktadır.
- ❖ Finansman kurumları da, ihracat işlemlerinin “alıcı kredisi” ile finansmanını tercih etmektedirler. Çünkü finansman kurumları satış sözleşmesini ihracatçı’dan daha iyi incelemekte ve ihracatçıya bu aşamada önerilerde bulunabilmektedirler.

¹⁵⁷ http://www.ihracatdunyasi.com/ihracfinansop/2_c.html, (14 Aralık 2006)

¹⁵⁸ A.g.e.,

3.2.8. Barter

Tanım olarak “takas” anlamına gelen ve ekonomi ve ticaret sisteminde sıradan takas işlemlerinden daha öte etkin bir ticari sistemi ifade eden barter ana hatlarıyla; satın alınan mal ve hizmetin bedelinin, üretilen mal ve hizmet ile ödendiği bir finansman sistemi olarak özetlenebilir.¹⁵⁹ Barter uygulamalarına katılmak için öncelikle herhangi bir işletmenin “Barter Ortak Pazarı”na üye olması gerekmektedir.

The Business Trend Analysts’in yaptığı araştırmada dünya ticaretinin yüzde 40’ının barter sistemi ile yapıldığı tesbit edilmiştir. Ayrıca Amerika’da yaklaşık 500 barter firmasının, 450,000 üye firma ile yılda 400 milyar dolarlık iç ve dış barter ticareti yaptığı tahmin edilmektedir. The International Association of Trade Exchange (IATE)’nin verdiği raporda; barter ticaretinin Amerika’da yılda yüzde 16’lık bir artış gösterdiği belirtilmiştir.¹⁶⁰ Avrupa’da ise Barter kuruluşları, IRTA Europa ile bir Barter Birliği çatısı altında toplanmışlardır. The Economist dergisi, 2010 yılında dünya ticaretinin yüzde 50’sinin barter sistemiyle yapılacağını iddia etmiştir.

Barter sistemi ile çalışan bir firma, Barter Ortak Pazarı’ndan satın aldığı malların ve hizmetlerin bedelini, ürettiği veya ticaretini yaptığı ürünleri Barter Ortak Pazarı’nda satarak öderken, ürün satan firma, bedelini, Barter Pazarı’nda satışa sunulmuş mallar ve hizmetler listesinden dilediğini satın alarak tahsil eder.¹⁶¹ Barter sisteminin özellikleri şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Enflasyondan etkilenmemesi,
- ❖ Likidite sıkışıklığından etkilenmemesi,
- ❖ Arz - Talep dengesini gözetmesi, ve
- ❖ Güvenli ve sürekli satış yapma imkanına sahip olması

¹⁵⁹ “Barter sistemi ve faydaları”, <http://www.kobitek.com/makale.php?id=67>, (14 Mayıs 2007)

¹⁶⁰ <http://www.alomaliye.com/barter.htm>, (14 Mayıs 2007)

¹⁶¹ <http://www.turkbarter.com/request.asp?s=1>, (15 Mayıs 2007)

Özellikle KOBİ'ler için alternatif bir finansman modeli olarak kullanılabilen barter sisteminde ürün satın alan firma, nakit ödeme yapmayarak sisteme borçlanır, üye firma 12 ay vadeli sıfır faizli kredi kullanır. İhtiyaçları için barter sistemini kullanan firma, sistemi kullandığı oranda nakit tasarruf ederek aynı oranda işletme sermayesi ihtiyacını aşağı çeker. Firmaların ihtiyaçlarının karşılanmasında nakit akım dengesi olumsuz etkilenmeyeceğinden dolayı da özellikle finansman imkanlarının daraldığı ve finansman maliyetlerinin yükseldiği dönemlerde sistem tercih edilmektedir.¹⁶² Üye firmanın 12 ay içerisinde ürünü satılmamışsa ve sisteme borçlu ise 12 ay sonunda, sisteme olan borcunu nakit olarak kapatmaktadır. Bu durumda dahi üye firma, 12 ay faizsiz, Amerikan Doları bazında kredi kullanma avantajını elde etmektedir.¹⁶³ Diğer taraftan sistem, üye firmaların satışları ve kârını artırır, yeni pazarlar ve yeni müşteriler bulur, hızlı tahsilat ve etkin reklam imkanı sağlar, atıl kapasitenin değerlendirilmesine yardımcı olur, ücretsiz ve etkin reklam yapmasını sağlar, uluslararası bir sistem olması nedeniyle güvenli ve kolay ihracat sağlar. Sistemin avantajları şu şekilde sıralanabilir;¹⁶⁴

- ❖ Barter ile etkin stok satış yöntemine kavuşulur. Barter sistemi, özellikle stok eritme sıkıntısı yaşayan, firmaları rahatlatır, gereksiz stok maliyetlerinden kurtarır. Firma, bu stokları satması karşılığında nakit ödeyerek aldığı ürün ve hizmetleri barter ortak pazarından para ödemeksizin satın alabilir. Diğer bir ifadeyle artan üretim ile ortaya çıkan mal ve hizmetin bir kısmının barter sisteminde ihtiyaç duyulan mal ve hizmet ile takas edilmesi suretiyle stok maliyeti ve stokların getirdiği nakit çıkışının minimize edilmesinin yanı sıra üretim artışı ile ortaya çıkan mal veya hizmetin geriye kalan kısmının da piyasada satılmasına imkan vererek nakit girişi sağlanmaktadır.¹⁶⁵
- ❖ Atıl kapasiteyi değerlendirmede etkin bir yöntemdir. Firmaların bilançolarında amortisman, personel gideri, faturalar ve benzeri sabit

¹⁶² “Barter nedir?”, <http://nefhamakale.blogspot.com/2006/02/barter-nedir.html>, (14 Mayıs 2007)

¹⁶³ http://www.wtcbarter.com/portal/index.php?option=com_content&task=view&id=15&Itemid=29, (12 Mayıs 2007)

¹⁶⁴ “Barter sistemi ve faydaları”,

¹⁶⁵ Filiz Aygen, “AB’ye Giriş Sürecinde KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Tekniklerinden Yararlanma Dereceleri Sakarya Örneği”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006, s.84

giderleri her zaman için söz konusudur. Buna rağmen firmalar, ancak satış yapabildikleri oranda üretim yapabilmekte, bu da sabit giderlerin birim maliyetini artıran bir unsur olmaktadır. Barter sistemine üye firmalar, tam olarak kullanamadıkları kapasitelerinin bir kısmını barter ortak pazarında değerlendirerek atıl kapasitelerini harekete geçirebilir ve bu yolla hem sabit giderlerinin birim maliyetini düşürebilir, hem de üretim için gerekli finansmanın bir kısmını sağlamış olurlar.

- ❖ Barter, rekabetin yıkıcı etkilerini önler. Barter sisteminde arz-talep dengesi gözetildiğinden aynı ürünü üreten fazla sayıda firmaya sistemde yer verilmez. Kısaca, barter sistemine üye olan bir firma, kendi sektöründe faaliyet gösteren çok fazla rakiple karşılaşmaz.
- ❖ Barter, üyelerine faizsiz kredi olanağı sağlar. Barter sistemine üye firmalar, 12 aya kadar sıfır faizle Amerikan Doları üzerinden ürün ve hizmet kredisi kullanabilirler.
- ❖ Barter satış yönetimi ve nakit akışı için kolaylık sağlayan bir finansman sistemidir. Barter Sistemi ile ürün satın alan firma nakit ödeme yapmaz; sisteme Amerikan Doları ile borçlanılır ve borç uzun vadede ödenir. İhtiyaçlarını Barter ortak pazarından karşılayarak borçlanan firma öncelikle stoktaki ürünlerini pazara sunarak geri ödeme yapar. Böylelikle hem stok maliyetinden kurtulur, hem de aynı oranda cirosunu artırarak kâr eder. Stoklardaki ürün, ek hiç bir gider olmaksızın (telefon, personel, tanıtım-reklam, vb.) barter sistemi ile satıldığından normal satışlara oranla daha yüksek bir kâr marjı gerçekleşmektedir.
- ❖ Barter ile müşteri yelpazesi genişlemektedir. Barter üyeleri hiç tanımadıkları ve normal şartlarda satış yapma olanağına sahip olmadıkları alıcılara karşılaşılarak alım-satım yapabilmektedirler.
- ❖ Barter sisteminde üyeler barter şirketi güvencesinde satış yapmaktadırlar. Barter şirketi onayı ile satış yaptıklarında alacaklarının garantörü Barter Şirketi'dir. Satış yaptıkları firma iflas etse bile alacaklarını sistem üyesi

diğer firmaların ürünlerinden satın alarak tahsil edilebilmektedir. Yani tahsilat garantisi güvencededir.

- ❖ Pazarlama ve reklam gibi etkinliklerde maliyet sıfırdır. Üye firmanın ürünleri ile ilgili ayrıntılı bilgiler sistematik bir şekilde Barter Bilgi Bankası'na kaydedilmektedir. İnternet üzerinden işleyen barter sistemi programı ile bilgi ve detaylar, sistem üyesi bütün firmaların kullanımına sunulmaktadır. Arz ile ilgili bilgilerin her an güncellenebilir olması üye firmaya ürünlerinin tanıtımında bir yıl boyunca ücretsiz kullanabileceği dinamik barter pazarını sunmaktadır.
- ❖ Yerel Barter Şirketi uluslararası pazarlarda barter sistemini birlikte uygulamak için anlaşma imzaladığı diğer yurtdışı barter şirketleriyle, dünyanın her yerinde barter ticaret yapan binlerce üyenin taleplerini bir araya getirebilmektedir. Bu sayede hem kolay ve etkin bir ihracat olanağına kavuşmakta hem de Barter üyeleri İnterneti yoluyla diğer ülkelerdeki barter sistemi üyelerini tanıma ve dış ticaret riskleriyle karşılaşmadan ihracat yapma olanağına ulaşmaktadırlar.

3.3. KOBİ BORSALARI

Sermaye piyasası; orta, uzun ve sınırsız vadeli fonların yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. Menkul kıymetler piyasası ise bu sermaye piyasasının içinde yer almakla birlikte, arz ve talep ilişkisi yönünden ters şekilde işlemektedir. Sermaye piyasalarında sermaye talep eden şirketler piyasaya menkul kıymet arz ederken, sermaye arz eden kişilerde menkul kıymet talep ederler. Menkul kıymetler piyasasının bir kurumu olan menkul kıymetler borsası (stock exchange) da iş alanlarına göre aşağıdaki gibi farklı şekillerde adlandırılırlar;¹⁶⁶

- ❖ Döviz borsası (foreign exchange bourse),

¹⁶⁶ Hakan Hanlı, “AB’nde Sermayenin Serbest Dolaşımı: EASDAQ” <http://www.elegans.com.tr/arsiv/42/html/hakan.html>, (12 Ekim 2006)

- ❖ Ticaret borsası (commodity exchange),
- ❖ Altın borsası (gold exchange),
- ❖ Menkul kıymetler borsası (securities exchange bourse)

İkincil sermaye piyasaları olarak da tanımlanan küçük işletmeler sermaye piyasası, KOBİ'lerin hisse senetlerinin işlem görmek üzere düzenlendiği, piyasalara ilk kez giren işletmelerin hisselerinin işlem gördüğü "küçük hisse senetleri" piyasası olarak, kot dışı sermaye piyasası ya da ikincil sermaye piyasası olarak tanımlanmaktadır.¹⁶⁷ Bu tür piyasaların dünyadaki en iyi örneği ABD'de faaliyetlerini sürdüren NASDAQ borsasıdır. NASDAQ'da tamamen KOBİ'lere yönelik olarak elektronik ortamda işlem yapılmaktadır. Bunun yanı sıra Avrupa'da ESDAQ, Japonya'da JASDAQ, İngiltere'de Alternative Investment Market (AIM), Almanya'da Neue Markt, Fransa'da Nouveau Marche, Kanada'da Vencuver Borsası da KOBİ'lerin işlem yapmaları amacıyla kurulmuş diğer borsalardır.

KOBİ'ler için uygun pazar koşullarının geliştirilmesinde ise bazı hususların tartışılması gerekmektedir. Bu hususlar;¹⁶⁸

- ❖ KOBİ'lerin tanımı,
- ❖ KOBİ'lerin halka açılma ve borsada işlem görmeyle amaçladıkları ve beklentileri,
- ❖ Şirketler için yatırımcılar ve aracılar açısından bir kalite göstergesi olan borsa kotuna alma ve kotta kalma için gerekli yükümlülükleri yerine getirebilme potansiyeli,
- ❖ Yüksek riskli şirketlerin kota alınıp alınmaması,

¹⁶⁷ Nesrin Şirvan, s.31

¹⁶⁸ Recep Ali Küçükçolak, **KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1998, s.52

- ❖ Piyasanın likiditesi, şirket sayısı,
- ❖ Borsa dışı tezgahüstü piyasalarda (Over The Counter - OTC) işlem görmesi durumunda bu piyasaların düzenlemeye tam anlamıyla uygun olup olmadığı şeklinde sıralanabilir.

3.3.1. KOBİ Borsasının Tanımı

İşletmelere alternatif kredi bulma imkanı sağlayan KOBİ borsalarının uluslararası uygulama örneklerinde farklılıklara rastlanmaktadır. Farklılıklar daha çok ülkenin mevcut piyasa yapısına, işletmelerin durumuna ve yer aldıkları sektöre göre değişmektedir.

KOBİ'ler için, ana borsa içinde ayrı bir pazar olarak faaliyet göstermesi için olsun veya ana borsa dışında bir borsa kurulması için olsun, kuruluş aşamasında göz önüne alınması gereken faktörler şöyle sıralanabilir;¹⁶⁹

- ❖ Kotasyon koşullarının ana borsaya göre esnekliği,
- ❖ İşlem sistemi,
- ❖ Kamuyu aydınlatma kurallarında ana borsaya göre esneklik,
- ❖ Şirketlerin talebi,
- ❖ Aracı kuruluşların ve yatırımcıların talebi.

KOBİ borsalarının başarılı olması, ülke ekonomisinde faaliyet gösteren şirketlerin geniş ölçüde kurumsallaşma ve anonim şirketleşme sayısının artmasına bağlıdır. Başarılı örnekler, hem girişimcileri bu model sayesinde parayla buluşturarak

¹⁶⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, KOBİ'lerin Finansmanı Çalışma Platformu, İstanbul, Temmuz 2003, s.24

finansman ihtiyaçlarını karşılamış, hem yatırımcılara para kazanma fırsatı sunmuş, hem de aracılık eden kurumlara işlem hacmi yaratarak para kazandırmıştır. Yani üç tarafın da kazanmasını sağlamıştır. Başarıyı belirleyen en önemli öğelerin içine, kamuoyunun bilinci ve ilgisi, yani borsanın mevcut bir talep ve ihtiyaç üzerine kurulması gerekliliği de eklenebilir. Diğer taraftan dünyadaki deneyimler, KOBİ borsalarının başarısı için aşağıdaki reçeteleri sunmaktadır¹⁷⁰;

- ❖ Devlet, borsaları değişik enstrümanlarla teşvik etmelidir.
- ❖ Piyasaları bu konuda bilgilendirerek hazır hale getirmelidir.
- ❖ Yatırımcıların güvenini kazanabilmek için kamunun düzenli aydınlatılabilmesi için gerekli tedbirler alınmalıdır.
- ❖ Ayrıca borsaya hakim olan iyi yönetişimin de başarı da önemli rolü vardır.

3.3.2. KOBİ Borsalarının Kuruluş Amaçları

Sermaye piyasası, reel sektörün fon çeşitliliğini ve ulaşılabilir fonların miktarını artırarak, reel sektörün riskini azaltmakta, dolayısıyla finansman maliyetinin önemli ölçüde düşürülmesine katkıda bulunmaktadır. Böylece ülke kaynakları verimli alanlara yönlendirilebilmekte, yatırımlar artmakta, ekonomik büyüme hızlanmakta ve gelir dağılımı daha dengeli bir hale gelebilmektedir.¹⁷¹

Borsalar ise genel olarak, likidite sağlama işlevleri, piyasada tek fiyatın oluşmasını sağlaması, güvence sağlaması, sermayenin mobilitesini sağlama işlevleri ve mülkiyeti tabana yayarak orta sınıfın oluşmasına ve güçlenmesine katkıda bulunma, ülke ekonomisine kaynak yaratmadaki rollerinden dolayı önem arz etmektedirler.¹⁷²

¹⁷⁰ Ali İhsan Bayındır, “KOBİ Borsaları”, **KOBİ Finans Dergisi**, Sayı 12

¹⁷¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası, Gelişme, Strateji, Hedefler**, İstanbul, Mayıs 2004, s.21

¹⁷² Hakan HANLI,

Piyasaya arz edilen menkul kıymetlerin ilk defa taleple karşılaştığı yer birincil piyasadır. Bunun yanında borsaya kote olmayan şirketleri içeren ikincil piyasa vardır ki, bu piyasa birincil piyasaya ihraç edilen menkul kıymetleri tekrar satma ve alamamış olan kişilere her an alabilme imkanı sağlar. Bu piyasada menkul kıymetlerin el değiştirmesi, kote edilmiş olanlar için borsalarda ve diğerleri için borsa dışı piyasalarda aracı kişi veya kurumlarca yapılmaktadır. Söz konusu kurumlar KOBİ borsaları, ikincil piyasalar, gelişmiş pazar işletmeleri, KOBİ'lerin üyesi oldukları Odalar, OTC'leri içeren KOBİ sermaye piyasası girişimleri gibi değişik şekillerde sınıflandırılmışlardır.¹⁷³

Borsaların genel amaçları ve işleyişi KOBİ borsaları için de geçerlidir. Diğer taraftan KOBİ borsaları, KOBİ'ler için bir likidite sağlama aracıdır. Ulusal borsalarda çeşitli nedenlerden dolayı halka arza gidemeyen ya da gitmek istemeyen KOBİ'ler için KOBİ borsaları önemli bir fon kaynağıdır. Ayrıca KOBİ borsaları, KOBİ'lere fon sağlamanın yanı sıra kurumsallaşmaları ve verimliliklerini artırmalarına da yardımcı olmakta, dolayısıyla ülke ekonomisinin gelişimine de katkı sağlamaktadır. Borsa'da işlem görenin KOBİ'lerin şirket yönetimine sağladığı pozitif etkiler şu şekilde belirtilebilir;¹⁷⁴

- ❖ İşletmelerin satıcılar, müşteriler ve bankalar nezdindeki imajının güçlenmesi ve satışlarda artış,
- ❖ Yurtiçi ve dışına bilgi dağıtımındaki kalitenin yükselmesi,
- ❖ Daha iyi hazırlanmış stratejiler, uzun vadeli planlar,
- ❖ Yönetim raporlarının kullanımının yaygınlaşması,
- ❖ Kurumsal yapının güçlenmesi,
- ❖ Yöneticilerin “ait olma” duygularının artması.

¹⁷³ “Transnational capital-raising for small business - A review of the emergence of SME listings”
<http://www.sme-capital-markets.net/SME-Stock-Exchange-Listing-pro?downloadid=190&h=b3fb484c32004e6eaf8b>,
(15 Ocak 2008)

¹⁷⁴ Recep Ali Küçükçolak, s.77

4. KOBİ BORSALARI KONUSUNDA BAZI ÜLKE UYGULAMALARI

Borsalar likidite sağlayarak, uluslararası entegre borsalar aracılığıyla risk farklılaştırarak, tasarruf toplama sürecini hızlandırarak ekonomiye olumlu katkılarda bulunmaktadır. Diğer taraftan borsalar, işletmelere her an ulaşabilecekleri fonlar sağlamakla, riskli projeleri finanse etmekle, işletmeler üzerinde denetim aracı olmakla ve işletmeleri piyasalara tanıtmakla işletmelerin büyüme, nakit akışları, faaliyet etkinliği, likidite ve borç-öz kaynak yapısı gibi çeşitli finansal değişkenlerini etkileyebilmektedirler. Dolayısıyla borsaya giriş, işletmelerin sadece finansman ihtiyacını karşılamamakta, aynı zamanda işletmelerin performanslarını geliştirmelerine de katkı sağlamaktadır.¹⁷⁵

Borsaların ülke ekonomisinin büyüklüğüne kıyasla yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak, işlem gören şirketlerin piyasa değerinin (piyasa kapitalizasyonu) gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı kullanılmaktadır.¹⁷⁶ Mesela İMKB'nin gelişme seyrine paralel olarak, 1995 yılında yüzde 16'lar, 2003 yılında yüzde ise 29'lar seviyesinde seyreden Türkiye'nin Piyasa Değeri / GSYİH oranı Eylül 2007 itibarıyla yaklaşık yüzde 51.8'e yükselmiştir.

Borsaların ekonomi içindeki yerini belirleyen bir diğer oran ise borsanın hisse senedi devir hızıyla ifade edilmektedir. Hisse senedi devir hızı; hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranıdır. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yanı sıra, borsada kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun da bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Alövsat Müslümov, s.16-17

¹⁷⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası, Gelişme, Strateji, Hedefler**, s.8

¹⁷⁷ A.g.e., s.9

Küreselleşen dünyada sermaye piyasalarını ve menkul kıymet borsalarını yerel boyuta hapsetmek günümüzde artık olanaklı değildir. Geçmişte iletişim ve teknoloji olanaklarının sınırlaması nedeniyle aynı ülke sınırları içinde çok sayıda menkul kıymet borsası kurulmuşken, teknolojik gelişmeler ya birleşmeler yoluyla ya da işlemlerin bazı borsalarda yoğunlaşmasıyla çok sayıda borsa modelini değiştirmiştir. Bu gelişmeye, birleşme yolunun yanı sıra, bazı borsalar belirli konularda ihtisaslaşarak karşı koyabilmiştir.¹⁷⁸ İhtisaslaşma işletme ölçeklerine göre de olup, bu amaçla kurulan KOBİ Borsaları'nın çeşitli ülkelerde sermaye piyasasının boyutlarına, geçmişine ve KOBİ'lerin faaliyet gösterdikleri sektörlerle göre kurulabildikleri görülmektedir.

Tablo 4.1.
Dünya'da KOBİ Borsaları

ANA BORSA İÇİNDE AYRI PAZAR OLARAK FAALİYET GÖSTEREN KOBİ PAZARLARI					
Borsa	Ülke	Ait Olduğu Borsa	Kuruluş Tarihi	Kote Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (MnEuro)
Alternative Investment Market (AIM)	İngiltere	Londra Borsası	1995	698	16,000
Athens Stock Exchange	Yunanistan	Atina Borsası	2001	6	210
Neuer Markt	Almanya	Alman Borsası	1997	240	25,000
Nuevo Mercado	İspanya	Madrid Borsası	2000	14	8,200
Nuovo Mercato	İtalya	İtalya Borsası	1999	44	7,600
Swiss Exchange New Market	İsviçre	İsviçre Borsası	1999	9	830
İMKB İkinci Ulusal Pazar	Türkiye	İstanbul Borsası	1995	15	630
ANA BORSA DIŞINDA FAALİYET GÖSTEREN KOBİ BORSALARI					
NASDAQ USA	ABD	-	1971	3,164	2,591,000
NASDAQ Europe	Belçika	-	1996	36	2,700
RASDAQ	Romanya	-	1996	4,717	2,200
KOSDAQ	G.Kore	-	1997	855	35,000
MESDAQ	Malezya	-	1999	20	5,000

Kaynak : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Aylık Bülten**, Ağustos 2005

¹⁷⁸ Ali İhsan KARACAN, "Menkul Kıymet Borsalarındaki Gelişmeler", **Dünya**, 09 Mayıs 2001

Tablo 4.1.'de detaylı olarak gösterildiği gibi, KOBİ borsaları “ana borsa”ya oranla daha riskli algılandıklarından, bazı ülkelerde ana borsa kriterlerine göre daha uygun kotasyon koşulları sağlamak için ana borsa içinde ayrı bir pazar şeklinde işlem görmektedirler. Bazı ülkelerde ise ana borsadan ayrı bir tüzel kişilik olarak yapılandıkları görülmektedir.

Dünyada sermaye piyasasında KOBİ Borsaları uygulamalarında, özellikle ayrı borsa niteliğinde bulunan KOBİ Borsalarında ABD’de 1971 yılında elektronik bir işlem platformu yöntemiyle kurulan NASDAQ örnek alınmış, ülkeler kendi şartlarına göre bazı düzenlemeler yaparak kendi borsalarını kurmuştur. Türkiye’de işleme başlayacak olan KOBİ borsası için de diğer ülke uygulamalarında olduğu gibi, başarısından dolayı NASDAQ model olarak alınmıştır. Fakat, NASDAQ’ı model alan her ülke deneyiminin başarı ile sonuçlandığını söyleyebilmek de mümkün değildir.

Hiç kuşku yok ki, KOBİ’lerin sermaye piyasası aracılığıyla finansman sağlamalarını teşvik etmek üzere kurulan KOBİ borsası uygulamalarında başarılı ve başarısız örnekler mevcuttur. Başarılı olarak nitelendirilen borsalarda; işlem gören şirket sayısı, toplam piyasa değeri, işlem hacmi ve işlem yapan üye aracı kuruluş sayısı yüksektir. Genel anlamda başarılı bir borsanın tanımında baz alınan kriterler şu şekilde sıralanabilir;¹⁷⁹

- ❖ Yüksek likidite (ikincil piyasalarda yüksek işlem hacmi),
- ❖ Önemli miktarda sermaye artışları (birincil piyasaların aktif kullanımı),
- ❖ İşlem gören şirket sayısındaki yükseklik,
- ❖ Kottan çıkarılan şirket sayısındaki düşüklük,
- ❖ Kottaki şirketlerin çeşitliliği,

¹⁷⁹ Recep Ali Küçükçolak, s.56

- ❖ Genel imaj (Borsa’da işlem görmenin şirketler için bir kalite göstergesi olması gibi),
- ❖ Geniş uluslararası imkanlar,
- ❖ Karlılık (genel olarak yatırımcılara belirli oranda getiri sağlaması)

Başarılı borsalar daha önce de bahsedildiği gibi, temel olarak işlem gören şirketler, yatırımcılar ve aracı kuruluşlar olmak üzere üç kesimin ihtiyaçlarına etkin bir biçimde cevap vermektedirler. Dördüncü kesim olan devletin desteği de yine borsaların başarısını artırmaktadır.¹⁸⁰ Uluslararası uygulamalarda KOBİ borsaları kurulurken;

- ❖ Şirket boyutuna,
- ❖ Geçmişine (yeni şirketler),
- ❖ Sektörüne (Teknoloji),

göre kurulmakta olup, genelde işlem görecekt işletmeler KOBİ’lerden meydana geleceğinden, mevcut büyük ölçekli şirketlerin dahil oldukları borsalara oranla daha risklidirler ve ayrı bir borsa veya tüzel yapı içinde işlem görmektedirler.

Uluslararası sermaye piyasaları incelendiğinde; ana borsa dışında faaliyet gösteren KOBİ Borsaları içinde en gelişmişlerinin; ABD (NASDAQ), Kore (KOSDAQ) ve Japonya’da (JASDAQ) kurulmuş olan borsalar olduğu görülmektedir. Bu borsaların KOBİ’ler için büyük fırsatlar sunduğu söylenebilir. Bunlara ilave olarak, 10 Haziran 1996 tarihinde Brüksel’de Belçika yasalarına göre ve hukuki yapısı 14 kitapta düzenlenmiş olan, borsa dışı dealerlar tarafından kurulmuş olan ESDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) da modern ve sofistike borsalar düzeyinde örgütlenmiş bir elektronik altyapıyla hizmet vermiştir.¹⁸¹

¹⁸⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.6

¹⁸¹ Hakan HANLI,

Özellikle devlet tarafından piyasanın desteklenmesi ve sağlanan teşvikler ile hafifletilmiş kotasyon koşulları, KOSDAQ'ın başarılı olmasının en önemli sebepleri olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, 2005 yılında yapılan yapısal değişiklikler sonucu ayrı bir borsa olarak kurulmuş bulunan KOSDAQ, ana borsa ile birleşmiştir. Buna karşılık NASDAQ Europe, MESDAQ ve RASDAQ gibi borsalar aynı başarıyı gösterememiş,¹⁸² sonuç olarak ana borsa ile birleştirilmiştir. Fransa, Belçika, Hollanda ve Portekiz'de faaliyet gösteren Euronext, kendisine bağlı olarak kurulmuş bulunan KOBİ Borsası Nouvo Marche'yi kaldırmış ve buraya kote edilen şirketleri ana borsaya almıştır. Ana borsaya dahil edilme durumu İtalya'daki KOBİ borsası Nuovo Mercato'da da yaşanmıştır. Almanya'daki Deutsche Borse içinde yer alan Neuver Market ve İsviçre'deki Swiss Exchange içinde yer alan Neuver Market'de 2003 yılında kapanmış ve bu pazarlarda işlem gören şirketlerin bazıları diğer pazarlar içerisine alınmış, geriye kalanlar ise kottan çıkarılmıştır. Bu kapsamda Tablo 4.2.'de KOBİ borsalarının ülkelerdeki yapılanma şekli verilmiştir.

Tablo 4.2.

KOBİ Borsalarının Ülkelere Göre Yapılanması

Ana Borsa İçinde KOBİ Pazarına Sahip Ülkeler			Ana Borsa Dışında KOBİ Borsasına Sahip Ülkeler	
Ülke	KOBİ Borsası ve Ait Olduğu Borsa		Ülke	KOBİ Borsası
İngiltere	Alternative Investment Market (AIM)	Londra Borsası	Belçika	NASDAQ Europe
Yunanistan	Athens Stock Exchange	Atina Borsası	Romanya	RASDAQ
Almanya	Neuver Markt	Alman Borsası	G.Kore	KOSDAQ
İspanya	Nuevo Mercado	Madrid Borsası	Malezya	MESDAQ
İtalya	Nuovo Mercato	İtalya Borsası		
İsviçre	Swiss Exc.New Market	İsviçre Borsası		
Türkiye	İMKB İkinci Ulusal Pazar	İMKB		

Ana borsa içinde olsun veya ayrı olsun, KOBİ borsalarının başarılı performans göstermesindeki temel etken, piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda tabandan gelecek talepler karşısında, otoritelerce borsaların oluşturulmuş olmasıdır. Yine aynı şekilde KOBİ borsasının ana borsa içinde veya ayrı olarak yapılanması aslında fark etmeyip,

¹⁸² Müge İşeri - Mehmet Aslan, "KOBİ Piyasalarına Genel Bakış ve Türkiye Modeli", **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005, s.180

konunun devlet politikası olarak ciddiye alınması ve teşvikler ve diğer desteklerle (danışmanlık, eğitim vb.) desteklenmesi borsanın başarısı için önemli bir kriterdir. Diğer taraftan başarılı KOBİ borsası uygulamalarının piyasanın ihtiyaçlarından kaynaklanan oluşumlar sonucu ortaya çıktıkları, başarısız örneklerin ise daha ziyade zorlamayla veya piyasa koşulları henüz oluşmadan borsanın işleme başlamasından kaynaklandıkları görülmektedir.

KOBİ borsalarının işlem sisteminde tek başına piyasa yapıcılığı yeterli gelmemekte, sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığının bir arada olması likiditeyi sağlamaktadır. KOBİ'ler için karşılaşılan en önemli sorunlardan biri de işlem gören hisse senetlerinin likiditesinin nasıl geliştirileceği konusudur. İkincil piyasa etkinliğinin yüksek olması, birincil piyasayı daha cazip hale getirmekte, talep miktarının artmasını sağlamakta ve KOBİ finansman ihtiyacının karşılanmasını kolaylaştırmaktadır.

İşletmeler için hisse senedi piyasasında hisselerinin işlem görmesi yine iki aşamada olmaktadır. Bunlar; işlemlerin tamamlanıp hisse senetlerinin kotasyon sürecinin başlatılıp işlem görmeye başladıkları kısa dönem olan birinci aşama ve hisse senetlerinin işlem görmeye başladıktan sonra devam eden uzun dönem olan ikinci aşamadır. Bu süreç için yapılacak bir tercihte likiditeyi sağlamayı taahhüt eden bir broker zorunluluğu (broker commitment) getirilebilir veya işlem görme sürecinde yatırımcıların artan güvenlerinin likidite sağlayacağı düşünülebilir.¹⁸³ Etkin ikincil piyasalar, müşteri tabanını genişletmenin ve ortalama borç maliyetini azaltmanın yanında, riskleri etkin yönetmesi gereken tecrübeli bir finans sektörünün gelişimine de katkı sağlamaktadır.¹⁸⁴ Öte yandan ikincil piyasanın gelişmişlik düzeyi, borçlanma maliyetini belirleyen en önemli faktörlerden biridir. Piyasa genişledikçe (yatırımcı tabanının artması) ve derinleştikçe (hisse senetleri piyasası likiditesinin artması), borç

¹⁸³ Recep Ali Küçükçolak, s.67

¹⁸⁴ Ayşe Berfu Aydın, "Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları", **TC Merkez Bankası**, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005, s.7

yöneticisi birincil piyasada ihraç ettiği kıymetler için daha iyi fiyat teklifi alacak ve böylece borçlanma maliyetini azaltma imkanına kavuşacaktır.¹⁸⁵

4.1. ANA BORSA İÇİNDE KOBİ PAZARLARINA SAHİP ÜLKELER

Ana borsa içinde bir KOBİ pazarı kurulmasının en önemli sebebi, mevcut borsanın bu işlevi yerine getirebilmesidir. Bu durumda, sermaye piyasasının boyutu ve yatırımcı talebi de yeni bir borsa kurulmasını gerektirecek boyutta olmamaktadır. KOBİ'lerin ana borsadan ayrı bir tüzel yapı içinde işlem görmelerinin en önemli sebebi ise mevzuattan kaynaklanan engellerdir. Mesela Kore ve Tayvan'da ana borsanın kotasyon koşulları yüksek seviyelerde tutulduğu için KOBİ'ler ana borsaya girmemektedirler. Dolayısıyla KOBİ'lere özgü ayrı bir borsa kurulması gündeme gelmiştir. Ayrı borsaların dezavantajı ise MESDAQ'ta görüldüğü gibi, aracılardan ve şirketlerin yeni kurulmuş bir borsada ilk halka arzı yapmanın riskini almak istememeleridir. Yasal bir engel olmadığı sürece, ana borsada halka arz daha "güvenli" görülmektedir.¹⁸⁶ Buna rağmen KOBİ Borsaları hakkındaki genel eğilimin KOBİ Borsası'nın ana borsa içinde bir piyasa olmasının benimsendiği yönündedir.

4.1.1. İngiltere

Alternative Investment Market (AIM), Londra Borsası içinde 1995 yılında kurulan ve her boyutta, her ülke ve sektörden başvuran şirketlere açık olan bir piyasadır. Daha küçük ölçekli ve büyümekte olan şirketlerin ihtiyaçlarını karşılamak, yatırım sermayesi toplamak ve hissedarların küçük şirketlerin hisselerini alıp satmalarını sağlamak amacıyla kurulan AIM'e 2003 yılına kadar yaklaşık 1,200 şirket kabul edilmiş zaman itibarıyla bazı şirketler pazar dışı kalmıştır.

¹⁸⁵ Ayşe Berfu Aydın, s.11

¹⁸⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.25

Genç ve hızlı gelişmekte olan şirketler, risk sermayesi ile desteklenen şirketler ve aile şirketleri AIM’de işlem gören şirket profiline daha uygundur. Öte yandan şirketlerin diğer KOBİ Borsaları’nda olduğu gibi AIM’e katılma nedenleri,¹⁸⁷

- ❖ Uzun vadeli sermayeye erişim sağlamak,
- ❖ Mevcut hissedarların şirket yatırımlarının bir kısmını satmalarını sağlamak,
- ❖ Şirket profili ve statüsünü yükseltmek,
- ❖ Şirketin hissedar tabanını güçlendirmek ve
- ❖ Hisse paylaşımı programlarını kullanarak yönetim ve çalışanlar için daha büyük nakit teşviği sağlamak şeklinde sıralanabilir.

Şirketin mali büyüklükleriyle ilgili hiçbir koşulun aranmadığı AIM’de, halka açıklık oranı veya şirket değeri konusunda da herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Başlıca aranan şartlar ise şu şekilde belirtilebilir;¹⁸⁸

- ❖ Şirketin halka açık bir şirket şeklinde kurulmuş olması,
- ❖ Kamuya açıklanacak mali tabloların hazırlanmış olması,
- ❖ Menkul kıymetlerin serbestçe tedavül ve transfer edilebilmesi ve herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaması,
- ❖ Onaylanmış bir danışman ve brokerin atanmış olması,
- ❖ AIM’e katılmayı takip eden en az bir yıl süresince kurucu ortakların hisselerini satmamayı taahhüt etmesi.

¹⁸⁷ **KOBİ Efor Dergisi**, “KOBİ’ler Londra yolcusu”, Sayı:79, Nisan 2006

¹⁸⁸ Recep Ali Küçükçolak, s.99

İşlem sistemi, elektronik müzayede ve piyasa yapıcılığına dayanan AIM, her ülkeden her sektöre açık olup, AIM’de halka arz ve sonrasında işlem görülebilme için, bir aracı kurumun varlığı şartı aranmaktadır. Şirketler için piyasa yapıcısı bulundurma zorunluluğu olmamakla birlikte, aracı kuruluşla şirketin mutabakata varması durumunda sistem piyasa yapıcılığına da olanak tanımaktadır. İşlem görmek için başvuran şirketlerin yerine getirmesi gereken koşullar ise aşağıda sıralanmıştır;¹⁸⁹

1. Londra Borsası’nda “görevlendirilmiş danışman” olarak kayıtlı bulunan şirketlerden biriyle anlaşmalı ve AIM’de işlem gördüğü sürece sürekli olarak bir görevlendirilmiş danışmanı bulunmalıdır.
2. Halka arz için bir aracı kurumla anlaşmalıdır. Bu aracı kurum aynı zamanda “görevlendirilmiş danışman” da olabilmektedir.
3. Hisselerin transferi serbest olmalıdır.
4. Anonim şirket olarak ve kurulduğu ülkenin kanunlarına uygun bir şekilde kurulmuş olmalıdır.
5. Başvuru dökümanlarını doldurup Borsa’ya teslim etmelidir.
6. Borsa ücretlerini ödemelidir.

Diğer taraftan işlem görecekt şirketlere yatırımı cazip kılmak açısından yatırımcıların da birtakım vergi avantajları bulunmaktadır. Yatırımcılar, Sermaye Kazanç Vergisi (Capital Gain Tax - CGT), Veraset Vergisi (Inheritance Tax - IHT), İşletme Yatırım Sistemi (Enterprise Investment Schemes - EIS), Girişim Sermayesi Ortaklığı (Venture Capital Trusts - VCTs) olarak tanımlanan vergilerden muafiyet ya da indirimlere sahiptir. Mesela hisse senetlerine yapılan yatırımlardan elde edilen değer artış kazancının, ilk yıl için yüzde 50’si, ikinci yıl ve sonrası için sadece yüzde 25’i vergiye tabi matrah olarak kabul edilmektedir. Şirketler, 400,000 Sterlin’e kadar yatırım

¹⁸⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.7-8

yapabilmektedirler ve üç yıl boyunca hisse senedi değer artış kazancından muaftırlar. AIM’de işlem gören şirketler veraset vergisinden de yüzde 100 muaftır. Yatırımlar AIM içindeki firmalara yapılabilmekle birlikte, denizaşırı ülke şirketleri için geçerli değildir. Risk sermayesi yatırımcıları yüzde 30 oranında vergi indirimine sahip olup, yatırımlarının ilk 5 yılı süresince hisse senedi değer artışından dolayı elde ettikleri gelirlere vergi ödemezler¹⁹⁰ ve bu durum da yine denizaşırı şirketler için geçerli değildir. AIM’de yatırımcılara sağlanan vergi avantajları dışında daha kolay ve daha ucuz halka arz işlemleri ve birleşme imkanları nedeniyle sermaye maliyeti de daha düşük olabilir.¹⁹¹ Bu nedenlerden dolayıdır ki, hem İngiltere Kotasyon Otoritesi’nin (United Kingdom Listing Authority – UKLA) bazı düzenlemelerine tabi olmamak, hem de kote olmayan şirketlere yatırım yapılmasını özendirmek amacıyla, yatırımcıları bazı vergisel teşviklerden yararlandırmak için AIM’de işlem gören şirketler yasal olarak “kote şirket” statüsünde değildir.

AIM örneğinde en önemli kavram görevlendirilmiş danışman şirket (nominated adviser - Nomads) kavramı olup, görevlendirilmiş danışman şirketler; aracı kurumlar, bankalar, bağımsız denetim şirketleri veya kurumsal finansman danışmanlığı şirketleri olabilmektedir. Görevlendirilmiş danışman olmak isteyen şirketler, en az iki yıldır kurumsal finansman faaliyetlerinde bulunmuş olmalı ve bu süre içinde de en az üç kurumsal finansman danışmanlığı işlemi yapmış olmalıdırlar. Şirketlerin en az dört “yetkili yönetici”si olmalıdır ve yetkili yöneticiler, vasıfları Londra Borsası tarafından incelenmiş ve kabul edilmiş kişilerden oluşmalıdır. Görevlendirilmiş danışmanlar Londra Borsası’nın denetimlerine de tabidir. AIM’de işlem gören şirket, görevlendirilmiş danışmanla anlaşması bittiğinde veya fesh edildiğinde, bir ay içinde yeni bir danışman atamak zorundadır, atamaması halinde borsadan çıkarılır.

¹⁹⁰ **MoneyWeek**, “Should you invest in Aim?”, 7 Nisan 2006

¹⁹¹ Nigel H. Reynolds, “London's Alternative Investment Market and U.S. Companies”, <http://eventuring.kauffman.org/Resources/Resource.aspx?id=33414>, (01 Aralık 2007)

AIM, şirketlerin halka arzı ve halka arz sonrası kamuya açıklama yükümlülükleriyle ilgili sorumlulukların önemli bir kısmını, şirketle beraber görevlendirilmiş danışmana yüklemektedir. İşlem görecekle veya gören her şirketin “görevlendirilmiş danışmanı” AIM’de işlem görmek isteyen şirketin halka açılma aşamasındaki tüm konularda yardım eder, halka arza hazır hale getirir ve AIM’ye başvurabilmesi için rapor hazırlar. Raporun sorumluluğu şirkete ve görevlendirilmiş danışmana aittir ve AIM artık şirkette ayrıca bir inceleme yapmaz. AIM’de bir şirketin kote olmaya karar verdiği tarihten itibaren genellikle 12 - 16 hafta arasında işlemleri tamamlanabilmektedir. Kabul edilen şirketlerin seçiminde ise yönetim tecrübesi, büyüme potansiyeli, piyasadaki yeri, ticari faaliyetlerinin kapsamı, halka açılma nedenleri ve satılabilirlik konuları ön plana çıkmaktadır.¹⁹²

Halka açık şirketlerden ve görevlendirilmiş danışman şirketlerden yıllık sabit ücretler alan AIM, katı kotasyon koşulları yerine, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ön planda tutmakta ve KOBİ borsalarının başarısında önemli bir faktör olan kamuyu aydınlatma kurallarında hiç esneklik sağlamamaktadır. Kuruluşundan itibaren 10 yıllık sürede toplam 2,134 şirket AIM’e kabul edilmiş olmakla birlikte, bu şirketlerden bazıları ana borsaya geçmiş, bazıları da kotasyon koşullarını kaybederek kot dışı kalmıştır. Haziran 2006 yılı itibarıyla, 220’si yabancı, 1,500’e yakın şirket işlem görmekte olup, 2005 yılında 335 şirket halka arz edilmiştir. Günümüzde Çin, Avustralya, Güney Afrika, Rusya, Almanya, İsrail, Bangladeş ve bazı Amerikan şirketleri¹⁹³ olmak üzere, birçok ülkeden işletme ve yatırımcının bir araya geldiği bir pazar niteliğindedir. Kasım 2005 itibarıyla toplam piyasa değeri 75 milyar Euro ve ortalama günlük işlem hacmi 245 milyon Euro seviyelerindedir.¹⁹⁴ Yaklaşık 32 farklı sektörün işlem gördüğü AIM’de şirketlerin büyük çoğunluğunun değeri 10 milyon ile 60 milyon Euro arasında değişmektedir. Son yıllarda AIM, NASDAQ’ın katılan

¹⁹² Recep Ali Küçükçolak, s.106

¹⁹³ **MoneyWeek**, “Should you invest in Aim?”,

¹⁹⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, İstanbul, Ocak 2006 s.14

kuralları karşısında gelirlerini artırmak isteyen yatırımcılar için gecikmiş bir tercih olarak¹⁹⁵ ön plana çıkmaktadır.

Nisan 2006'da Türkiye'de yapılan bir toplantıda Türk KOBİ'lerinin de AIM'de işlem görebilmelerinin imkan dahilinde olduğu, İngiliz ve Türk yetkililer tarafından ifade edilmiştir. Aynı toplantıda AIM'de işlem görebilmesi için şirketlerin yapması gerekenler kısaca şu şekilde belirtilmiştir;¹⁹⁶

- ❖ Ürün ve hizmetlerini gösteren ve piyasaya girme nedenini açık bir şekilde ortaya koyan gerçekçi bir iş planı oluşturulmalı,
- ❖ İş modeli açıklanmalı ve şirketin gerçek bir büyüme potansiyeli olduğu gösterilmeli,
- ❖ Anahtar rollerde güçlü yönetim ekibi oluşturulmalı,
- ❖ Mülkiyet ve muhasebe gibi finansal konularda şeffaflık olmalıdır.
- ❖ Genel olarak şirketin ilk borsa değerinin (eğer piyasaya gerçekten girme beklentisi içindeyse) en azından 10 milyon Euro yani 20 milyon YTL civarında olması piyasa girişini olumlu etkileyecektir.

4.1.2. Yunanistan

1876 yılında özerk nitelikli kamu kurumu olarak kurulan Atina Borsası (Athens Stock Exchange), 1995 yılında sermayesinin tamamına devletin sahip olduğu bir anonim şirket haline getirilmiş olan ve KOBİ'lerin işlem görmesi için oluşturulmuş bir borsadır. 2000 yılında, Hellenic Exchanges SA adıyla bir holding kurulmuştur. Atina Borsası A.Ş. hisselerinin tamamı bu holdinge devredilmiş, ortakları da hisselerini Hellenic Exchanges SA hisseleri ile değiştirmişlerdir. 2000 yılının Ağustos ayında,

¹⁹⁵ **MoneyWeek**, "AIM, Alternative Investment Market, eleven years, junior segment", 23.06.2006

¹⁹⁶ **KOBİ Efor Dergisi**, "KOBİ'ler Londra yolcusu",

Atina Borsası'nın sahibi olan Hellenic Exchanges SA halka açılmış ve Atina Borsası'na kote olmuştur. Halka arzdan sonra devletin Hellenic Exchanges SA'daki payı yüzde 33'e gerilemiştir.¹⁹⁷ Atina Borsası'nın işlem hacmi 24 milyar dolar civarındadır. Borsada işlem yapabilmek için asgari sermaye şartı, 11.5 milyon dolar olarak belirlenmiştir. Borsa'da yer alan 140 şirketin 40'ı orta ölçekli, 80'i ise küçük ölçekli firma kapsamında listelenmiştir.

4.1.3. Almanya

Alman Borsası (Deutsche Börse)'ndeki hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar resmi piyasa (Amtlicher Markt), organize piyasa (Geregelter Markt) ve resmi olmayan organize (Freiverkehr Markt) piyasalardır. Organize piyasa, öncelikle resmi piyasanın koşullarını yerine getiremeyen KOBİ'ler için, resmi piyasaya kote olmadan önceki adım olarak öngörülmüşse de halihazırda böyle bir sınırlama bulunmamaktadır. Resmi veya organize piyasada işlem gören hisse senetleri; Genel Standart (general) ve Ana Standart (prime) olmak üzere iki bölüm (segment) arasında seçim yapabilmektedir.

Genel Standart bölümünde işlem gören hisse senetleri; Alman yatırımcıları hedefleyen şirketlere hizmet sunmaktadır. Kote olan şirketler, yıllık ve ara dönem mali raporlarını ve sermaye piyasası kanununda öngörülen diğer açıklamaları yapmakla yükümlüdürler. Ana Standart bölümünde işlem gören senetlerin yükümlülüğü daha fazla olup, kote olan şirketler, Genel Standart'da yer alan yükümlülüklerin yanı sıra, üç ayda bir rapor yayınlamak, Uluslararası Finansal Raporlama Standardı (UFRS)'ye uygun mali tablo düzenlemek, yılda en az bir kez analist konferansı düzenlemek ve sermaye piyasası kanununda öngörülen açıklamaları Almanca ve İngilizce olarak yapmakla yükümlüdür.¹⁹⁸

¹⁹⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Borsa Şirketleşmeleri ve IMKB Özelleşmesi**, İstanbul, Şubat 2006, s.38

¹⁹⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.18

Alman Borsası içinde faaliyette olan ve özel bir şirket niteliğindeki Neuer Markt, bünyesinde KOBİ'lerin işlem görmesi için oluşturulmuştur. Kotasyon koşullarının, normal pazara göre daha hafif olmasından dolayı, yeni kurulan ve daha ziyade teknoloji şirketlerinin ilgi gösterdiği bir piyasa olmuştur. İşlem hacmi yaklaşık 14 milyar dolar olmakla birlikte, özellikle 2000 yılı sonrasında ortaya çıkan internet ve teknoloji şirketlerindeki kriz, en çok Neuer Markt'taki şirketleri etkilemiştir. Bu durum borsanın kotasyon, denetim ve kamuyu aydınlatma kurallarındaki esnekliklere rağmen, yatırımcıların bir daha Neuer Markt'ta işlem gören şirketlerin hisse senetlerine ilgi göstermemelerine neden olmuştur. Bunun üzerine Deutsche Börse, yatırımcı güvenini yeniden kazanmak için pazarlarında yeni bir yapılanmaya giderek kotasyon koşullarını, işlem kurallarını ve pazar tanımlarını değiştirmiştir. Buna rağmen, yatırımcı ilgisini bu şirketlere çekmeyi başaramayınca, KOBİ'lerin işlem görmesi için oluşturulmuş bir pazar olan Neuer Markt, 2003 yılından itibaren kaldırılmış¹⁹⁹ böylece, önemli bir faaliyet alanını ve gelir kaynağını kaybetmiştir.²⁰⁰

4.1.4. İspanya

İspanya Borsası içinde “yeni piyasa” anlamına gelen Nuevo Mercado, NASDAQ benzeri bir borsa olup, Aralık 1999 yılında 10 hisse senedi ile faaliyete başlamıştır. Kuruluş amacı; teknoloji, nihai ürün veya yarı mamül üretimi yapan, gelişme potansiyeli yüksek şirketlerin Borsa'da işlem görmesini sağlamaktır.²⁰¹ Nisan 2005 itibariyle 13 hisse senedi işlem görmektedir. Kotasyon şartları, ana borsa olan İspanyol Borsası'na göre çok daha kolaydır. Nuevo Mercado'nun düzenlemeleri, projeleri kapsamında son dönemde kar elde edebilecek şirketler için zamanlamalarla ilgili bazı esneklikler tanımaktadır. Bu esneklik ve ayrıcalıklar, özellikle henüz başlangıç döneminde ya da proje bazında geleceği şekillenecek ancak güçlü bir bilanço yapısına sahip olmayan şirketler için çok önemlidir.

¹⁹⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.17

²⁰⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Borsa Şirketleşmeleri ve IMKB Özelleşmesi**, s.33

²⁰¹ http://www.borsabcn.es/bolsabcn/navegacion.nsf/vweb/bmerc_nm_eng?OpenDocument,

(1 Mart 2008)

İşlem sisteminde de İspanya Borsası tarafından Nuevo Mercado için yeni kurallar benimsenmiştir. Pazarda işlem gören şirketler için fiyat değişimlerinde en yüksek oran yüzde 15'ten (ulusal hisseler için) yüzde 25'e yükselmiştir.²⁰² Bu oranın piyasa ya da fiyat şartlarının tavsiyesi üzerine yükselmesi de mümkündür. Piyasa yapıcılarının olası iştiraki de Nuevo Mercado için öngörülmüştür.

4.1.5. İtalya

İtalyan sanayisi KOBİ ağırlıklı bir görünüme sahip olup, KOBİ türü örgütlenmelerin devamlı artış göstermesi, işsizlikle mücadelede İtalya'da iyi bir araç olmuştur. Öte yandan, İtalyan KOBİ'leri dünya pazarlarından gelen talebe hızlı biçimde örgütlenerek cevap vermişlerdir. İtalyan Borsası içinde faaliyet gösteren Nuovo Mercado Borsası'nın işlem hacmi yaklaşık 8 milyar dolar civarında olmuşsa da 2005 yılında Nuovo Mercado kapatılmış, şirketlerin bir kısmı yeniden yapılanan ana pazara dahil edilmiş, küçük şirketler ise Mercato Expandi'de işlem görmeye devam etmiştir.²⁰³

4.1.6. İsviçre

Dünyanın en büyük 20 ekonomisi arasında yer alan İsviçre'de finans kesimi, ekonominin en önemli sektörleri arasındadır. Sermaye piyasası alanındaysa, 2005 yılı verilerine göre İsviçre Borsası hem piyasa değeri, hem de hisse senedi işlem hacmi açısından dünyada 10. sırada yer almaktadır.²⁰⁴

İsviçre Borsası'na bağlı olarak çalışan Swiss Exchange New Market, diğerlerine göre oldukça küçük ölçekli bir borsadır. Haziran 1999'da sermaye piyasasına yeni gelişmekte olan şirketlerin daha kolay girişini sağlamak için

²⁰² http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/bmerc_nm_eng?OpenDocument
(1 Mart 2008)

²⁰³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.14

²⁰⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 49, Eylül 2006, s.6

kurulmuştur.²⁰⁵ New Market, hızlı gelişen ürün gruplarıyla, yenilikçi teknolojik ürünler ve hizmetler geliştiren, yeni açılan şirketler için oluşturulmuştur. İşlem yapma kuralları Swiss Exchange'den daha farklıdır. İşlem görece şirketin en az bir yıllık (Swiss Exchange'de bu değer 3 yıldır) finansal tablolara sahip olması gereklidir. Yine bir diğer kolaylık olarak, sermayenin en az 2,500,000 İsviçre Frangı olması talep edilmektedir ki, bu değer Swiss Exchange için 25,000,000 İsviçre Frangı'dır. En düşük piyasa değeri ise 8,000,000 İsviçre Frangı (25,000,000 İsviçre Frangı yerine) olarak belirlenmiştir. İşlem gören şirketlerin 3'er aylık faaliyet raporlarını en geç 2 ay içinde yayınlamaları gerekmektedir.

Tüm bu çalışmalar ve gösterilen esnekliklere rağmen, New Market de istenen başarı sağlanamamış ve Almanya'daki Deutsche Börse içinde yer alan Neuer Markt gibi Swiss Exchange içerisinde yer alan New Market da 2003 yılında kapanmıştır.

4.2. ANA BORSA DIŞINDA KOBİ BORSASINA SAHİP ÜLKELER

Ana borsa dışında faaliyet gösteren bazı uluslararası KOBİ Borsası örnekleri ile aynı zamanda Türkiye'de kurulması planlanan KOBİ Borsası için ortak bir zemin hazırlanması amaçlanmaktadır.

4.2.1. Amerika Birleşik Devletleri - NASDAQ

Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC) tarafından Aracı Kuruluşlar Birliği (National Association of Securities Dealers – NASD) tezgahüstü piyasalarda (Over The Counter - OTC) organizasyonu sağlamak amacıyla görevlendirilmiş ve 1971'de NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) tamamen elektronik işleme dayalı olarak faaliyete başlamıştır. NASDAQ, kotasyon koşullarının New York Borsası (New York

²⁰⁵ Martin Kurer ve Diğerleri, **Financing of technology start-ups – the legal issues**, 27 Haziran 2006, s.3

Stock Exchange - NYSE) ve Amerikan Borsası'na (American Stock Exchange - AMEX) göre daha rahat olmasından dolayı hızla gelişim göstermiştir. NASDAQ, 2000 yılında, tamamına Aracı Kuruluşlar Birliği'nin sahip olduğu bir şirket haline gelmişken, 2002 yılından itibaren kendi hisse senetleri tezgahüstü piyasada işlem görür hale gelmiş ve ortaklık yapısı genişletilmiştir. NASDAQ, ABD piyasalarında var olan aktif tezgahüstü piyasanın yaklaşık on yıllık süreçte organize bir piyasa haline getirilmesiyle oluşmuş ve piyasanın önemli bir ihtiyacına cevap vermek üzere kurulmuş, piyasa büyüklükleri itibarıyla da çok önemli bir boyuta ulaşmıştır.²⁰⁶

Borsaların toplam piyasa değerleri incelendiğinde; 13.3 trilyon dolarlık NYSE'in ardından 4.6 trilyon dolarla Tokyo Borsası'nın yer aldığı görülmektedir. Üçüncü sırada 3.6 trilyon dolar piyasa değeriyle yine bir Amerikan borsası olan NASDAQ gelmektedir.²⁰⁷ ABD'nin ikinci büyük hisse senedi piyasası olan NASDAQ'da işlem gören şirketlerin 2006 yılı sonu itibarıyla piyasa değeri 4.1 katrilyon dolardır.²⁰⁸ 2005 yılı itibarıyla dünyadaki borsalar arasında en yüksek devir hızı yüzde 280 ile NASDAQ'tadır. 2007 yılı sonu itibarıyla NASDAQ'ta 3,200 civarında şirket işlem görmektedir.²⁰⁹ 2005 yılını 1,663 puandan tamamlayan NASDAQ, 2006 yılını düşük bir artış oranı ile 1,788 puan ve 2007 yılını yüzde 16.6'lık bir artışla 2,085 puandan tamamlamıştır.

NASDAQ'ın teknoloji borsası olarak görülmesinin önemli nedenlerinden biri, dünya borsalarındaki ilk "elektronik işlem platformu" sistemi olarak kurulmuş olması ve yapısını geliştirerek bugüne kadar devamını sağlaması, diğeri ise NASDAQ'ın ağırlıklı olarak teknoloji, bilişim ve internet sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların katılımıyla oluşmasıdır.²¹⁰ Bununla birlikte, NASDAQ, sadece teknoloji ya da KOBİ Borsası olmayıp, her sektörden, her boyuttan şirketin kote olduğu bir borsadır. İşlem

²⁰⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.22

²⁰⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Japonya Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2007, s.1

²⁰⁸ Ercan Kumcu, "Borsa endeksi neden önemli", **Hürriyet**, 03 Şubat 2008, s.11

²⁰⁹ <http://www.primenewswire.com/newsroom/news.html?d=134148>, (28 Mart 2008)

²¹⁰ **BusinessWeek Türkiye**, "Ortak Akıl: Teknoloji Borsası", Sayı 2006/43, 19-25 Kasım 2006

sistemi, elektronik uzaktan erişimli, rekabetçi piyasa yapıcılığı modelidir. Sürekli çift taraflı kotasyon verilmesi zorunludur. Bir hissede ortalama piyasa yapıcısı sayısı 10, piyasa yapıcısı başına düşen ortalama hisse senedi 20'dir. 83 ülkede, yaklaşık 2 milyon kullanıcının 350,000 terminalden NASDAQ'a erişimi mümkündür. NASDAQ'ın başarısının nedenleri şu şekilde özetlenebilir;²¹¹

- ❖ Ekranaya dayalı pazar verimliliği,
- ❖ Piyasa yapıcılar/sponsorlar,
- ❖ Güvenilir düzenlemeler,
- ❖ Gerçekçi kotasyon standartları,
- ❖ İstekli yatırımcılar,
- ❖ Tatmin olmuş ihraççılar.

NASDAQ'ın bugün ulaştığı piyasa büyüklüğü ve başarısı, diğer borsaların da dikkatini çekmiş ve benzer modeller kurulmaya çalışılmışsa da istenen başarı sağlanamamış hatta NASDAQ tarafından diğer ülkelerde kurulan borsa deneyimleri bile başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Mesela, 1999 yılında NASDAQ Japonya'yı kurmak için Japon Softbank ile ortaklık yapılmış, beklenen gelişme sağlanamadığı için 2002 yılında NASDAQ Japonya, Osaka Borsası'na devredilmiştir. Aynı şekilde 2001 yılında EASDAQ'ın yüzde 68.2'sini 12.5 milyon dolar karşılığında almış ve ismini NASDAQ Europe olarak değiştirmişse de NASDAQ Europe da beklenen gelişimi gösteremeyerek 2003 yılında kapanmıştır. 2003 yılının ortalarına doğru ise NASDAQ Almanya faaliyete geçmiş ve 6 ay boyunca faaliyet göstermeye çalışmış ancak hiç kotasyon olmaması nedeniyle kapanmıştır.²¹²

²¹¹ Recep Ali Küçükçolak, s.92

²¹² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.21-22

4.2.2. Belçika - EASDAQ

Avrupa tek sermaye piyasasına ulaşmada Kasım 1994'te önemli bir aşama kaydedilerek Avrupa Menkul Kıymet Dealırları Birliği (European Association of Securities Dealers - EASD)'ni kurulmuştur. Bununla, Avrupa sermaye piyasasını geliştirmek için Birlik içindeki ülkeler arası kural ve düzenleme farklılıklarını kaldırarak bir Pan-Avrupa hisse senedi piyasası oluşturmak amaçlanmıştır.²¹³

EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System), 1996 yılında, Avrupa'da faaliyet gösteren aracı kuruluşlar (9 ülkeden 42 kurucu ortak) tarafından "Avrupa'nın Ortak Piyasası"²¹⁴ olarak kurulmuş ve yaklaşık 60 şirket²¹⁵ işlem görmüştür. EASDAQ; yüksek hızla büyüyen şirketlerin sermaye piyasası yoluyla finansmanı için düşünülmüş ve onaylanmış düzenli bir piyasa modeli olarak kabul edilmiştir. Sermaye piyasalarında Pan-Avrupa Birliği'nin oluşmasını sağlayacak Avrupa çapında direktifler²¹⁶, karşılıklı tanınma modelin avantajlarını oluşturmaktadır.

EASDAQ'ın mevzuat yapısı tüm üyeler için aynı olup, NASDAQ Europe Kurallar Kitabı'nda belirlenmiştir. Uyulması gereken kurallar; AB Direktifleri, Belçika ve Amerikan yasalarının bileşimi olduğundan, bu çeşitlilik borsanın gelişiminde engel teşkil etmiştir. AB ülkelerinin oluşturduğu EASDAQ'a, Birliğe üye olmayan ülkeler de, belirli şartlara sahip olmak kaydı ile üye olabilmektedirler (EASDAQ Rule Book 5). ESDAQ'ın kuruluş amacı şu şekilde özetlenebilir;²¹⁷

- ❖ Ülkeler arası ucuz maliyetli işlem platformu oluşturmak,
- ❖ Tüm hisseler için net, anlaşılır bir fiyatlama oluşturmak,

²¹³ Andrew Beeson, "Sector Overview Capital Markets, Europe's Equity Markets Driven by New Demands for Equity Capital, Technology and Globalisation", **European Association of Securities Dealers (EASD)**, 2001, s.38

²¹⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.11

²¹⁵ "Nasdaq buys control of Easdaq", OUT-LAW News, <http://www.out-law.com/page-1502>, 27.03.01, (2 Nisan 2007)

²¹⁶ Recep Ali Küçükçolak, s.122

²¹⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.11

- ❖ Avrupa’da, Amerikan menkul kıymet işlem hacmini geliştirmek,
- ❖ Avrupa’da halka arz için tercih edilen piyasa olmak.

İşlem sistemi olarak bakıldığında; NASDAQ Europe, başlangıçta işlem sistemi olarak piyasa yapıcılığı sistemini kullanmıştır. Ekim 2002’den itibaren ise kullanıma sunulan SuperMontage sistemi, piyasa yapıcılığı ile müzayede sisteminin bileřimi²¹⁸ olarak değerlendirilebilir. şirketlerin kotasyon koşulu olarak, en az 2 piyasa yapıcısı bulunması gerekmektedir. Borsa’nın işleyişi çerçevesinde piyasa düzenleyicileri (market makers) terminalleri aracılığı (TRAX network) ile minimum talep (bid) ve teklif (offer)’lerini göndermekte ve tüm bu bilgiler EASDAQ üyelerinin ekranlarında aynı zamanda görölerek işlem otomatik olarak tamamlanmaktadır. Büyük miktarlar söz konusu ise telefon görüşmesiyle talebin sonuçlandırılmasından sonraki bu aşamada işlem INTERSETTLE sistemi aracılığıyla tamamlanır ve iptal edilemez.²¹⁹

Aralık 1999’da ESDAQ’da işlem gören 56 şirketin sektörel dağılımında software (yüzde 17.8), elektronik (yüzde 16.1), IT (yüzde 16.1), biyoteknoloji ve ilaç (yüzde 14.3) ve telekomünikasyon (yüzde 10.7) sektörleri ön plana çıkmıştır.²²⁰ 2000 yılı başında işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri yaklaşık 57 milyar Euro’dur. 2001 yılında ise yüzde 68.2’si, NASDAQ Amerika’ya 12.5 milyon dolar karşılığında satılarak NASDAQ Europe olarak isim değişikliğine gidilmiştir. Bununla birlikte, borsa istenen başarıyı elde edememiş ve 2003 yılında işlem gören şirket sayısı 30’a²²¹ düşmüş bu nedenle de Haziran 2003’te kapanması yönünde karar alınmıştır.²²²

²¹⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.13

²¹⁹ Hakan HANLI,

²²⁰ Richard Charlesworth, “EASDAQ Changing Business Landscape in Europe”, **SVP Market Data & Internet**, şubat 2000, s.8

²²¹ “Nasdaq Europe faces closure”, <http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=9244>, 24 Haziran 2003 (15 Ocak 2007)

²²² “Nasdaq Europe to close”, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/3024558.stm>, 26 Haziran 2003 (15 Ocak 2007)

4.2.3. Romanya - RASDAQ

Romanian Association of Securities Dealers Automated Quotation System (RASDAQ), Romanya’da sermaye piyasası oluşturmak ve özelleştirme programına destek olmak amacıyla ABD’nin yardımları sonucu, NASDAQ örnek alınarak kurulmuştur. Sahibi ise 1995 yılında 68 aracı kuruluş tarafından kurulan Romanya Aracı Kuruluşlar Birliği’dir. Limited şirket olarak kurulan borsa, daha sonra anonim şirket statüsüne kavuşmuştur. Mevcut üyeler bu anonim şirkete ortak olup her biri en fazla yüzde 5 oy hakkına sahiptir ve temettü dağıtılmamaktadır.²²³

Aracı Kuruluşlar Birliği tarafından piyasanın yapısının oluşturulduğu RASDAQ’da tüm özelleştirilen şirketler, temel kamuyu aydınlatma gereklerini yerine getirdikleri ve hisselerini Romanya Kayıt Kuruluşu’na transfer ettikleri zaman, otomatik olarak kote olmuşlardır. Başlangıçta, özelleştirme kapsamındaki şirketler için kotasyon şartı aranmamıştır. Ancak, piyasanın büyümemesi ve likiditenin sığ kalması yüzünden, NASDAQ Europe ile aynı yıl Romanya’da kurulan RASDAQ’da 2002 yılında piyasanın yeniden yapılandırılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Buna göre piyasa, performans ve kamuyu aydınlatma kriterlerine göre ayrı bölümlere ayrılmıştır. Birinci bölüm, kârlılık, ciro, toplam aktifler, halka açıklık oranı, piyasa değeri ve likidite açısından en ağır kotasyon şartlarının olduğu bölümdür.²²⁴ Ayrıca 2003 yılından itibaren RASDAQ’taki tüm şirketlere finansal raporlarını Uluslararası Muhasebe Standartlarına göre hazırlama zorunluluğu getirilmiştir.²²⁵

Sistemin işleyişi açısından, piyasa yapıcılarının girdiği hisse senetleri en iyi alış ve satış kotasyonlarına göre düzenlenmektedir. Düzenleyici otoritenin hazırladığı “Adil Uygulama Kuralları”na göre, müşterinin emri piyasadaki mevcut en iyi fiyata göre gerçekleştirilmelidir. Genelde, işlemler en iyi alış – en iyi satış aralığı (spread) içerisinde kalıp, yüksek hacimli emirler, spread dışındaki fiyatlarda da

²²³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.33

²²⁴ A.g.e., s.34

²²⁵ A.g.e., s.21

gerçekleştirilebilmektedir. 2002 yılı ortasında ise RASDAQ'da işlemler için referans fiyat sistemi getirilmiştir. Kotasyonlar ve işlem fiyatları referans fiyat etrafında belirli marjlarda hareket edebilmektedir. Sistemin amacı; her hissenin kote olduğu bölümdeki fiyat volatilitelerini sınırlamaktır. İşlemler, brokerlar, dealerlar, piyasa yapıcıları ve yükleniciler tarafından gerçekleştirilmektedir. Her kategori için farklı sermaye yeterliliği şartları vardır. Aracı kurumlar istedikleri kadar şirket için piyasa yapıcılığı yapabilmektedirler. Piyasa yapıcıları küsürlü lotlar için verdikleri kotasyonları en az 10 gün, normal lot için verdikleri kotasyonları da en az 30 gün tutmak zorundadırlar. Ancak gün içinde alış ve satış fiyatlarını değiştirebilmektedirler.²²⁶

RASDAQ'ın en belirgin sorunları arasında; küçük yatırımcıların büyük oyuncular karşısındaki haklarının yeterli düzeyde korunmaması ve bu konuda gereken düzenlemelerin yapılmaması, tezgahüstü piyasa mevzuatının yetersiz olması, işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma görevlerini yeterli oranda gerçekleştirmemesi ve Romanya muhasebe standartları sayılabilir. Söz konusu zorlukların sonucunda 1996 – 2005 yılları arasında RASDAQ'da toplamda 5,948 şirketin kote olmuş, 3,687 şirket işlem görmüş, toplam piyasa değeri 2.7 milyar dolara ulaşmıştır. Ağustos 2005'te ise RASDAQ'ın Bükreş Borsası ile birleştirilmesi kararı alınmıştır. Bükreş Borsası, RASDAQ hissedarları için ilave sermaye artırımını yapmış ve 8 Aralık 2005 tarihinden itibaren de Bükreş Borsası bünyesinde ayrı bir pazar olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.²²⁷

4.2.4. Güney Kore - KOSDAQ

Menkul kıymet işlemleri konusunda tecrübe kazanan birkaç broker tarafından 1953 yılında kurulan Kore Aracı Kuruluşlar Birliği (Korea Securities Dealers Association - KSDA), ardından 1956 yılında Kore Borsası'nın ilk hali olan Daehan

²²⁶ A.g.e., s.21-22

²²⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.36

Borsası, banka, sigorta şirketleri ve aracı kurumların katılımıyla kurulmuştur.²²⁸ Uluslararası sermaye piyasaları incelendiğinde, NASDAQ'ın dışında ana borsa dışında ayrı bir KOBİ borsası örgütlenmesinin tek başarılı örneği Güney Kore'de görülmektedir. Bunun nedeni ise, Kore Menkul Kıymetler Borsası'nın kotasyon koşullarının ağır olması ve daha hafifletilmiş kotasyon koşullarıyla ayrı bir örgütlenmeye gidilmiş olmasıdır. Piyasanın başarısı için devlet de çeşitli kesimlere çok önemli teşvikler sağlamıştır.²²⁹

1987 yılında Güney Kore, durgun olan tezgahüstü piyasayı canlandırmak için bu piyasayı teşkilatlandırma kararı almış, Aracı Kuruluşlar Birliği'ni de bu piyasayı düzenlemekle görevlendirmiştir. 1991 yılında KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotation), tezgahüstü menkul kıymet ticareti hayata geçmiştir. 1996 yılında KOSDAQ Menkul Kıymetler Şirketi kurulmuştur.

Güney Kore ve diğer Asya ülkelerindeki bilgi teknolojisi ve yüksek teknoloji şirketleriyle, KOBİ'lerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla 1997 yılında KOSDAQ faaliyete geçmiştir. Kore Borsası'na göre daha basit olan kotasyon şartları ve yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak tanınması nedeniyle tercih edilen KOSDAQ'ın vizyonu, Asya'da önde gelen yüksek teknoloji şirketlerinin borsası olmaktadır. 1998 yılında KOSDAQ Komitesi kurulmuş, 1999 yılında da adı KOSDAQ Borsası olarak değiştirilmiş ve şirketleşmiştir. Borsanın ortaklık yapısını; Aracı Kurumlar (yüzde 33), KOBİ Geliştirme Şirketi (yüzde 24), Menkul Kıymet Finans ve Bilgi İşlem Şirketi (yüzde 23), Aracı Kuruluşlar Birliği (yüzde 10), Takas ve Saklama Merkezi (yüzde 10) oluşturmaktadır.²³⁰ Başlıca faaliyetleri ise yatırımcılara yeni ve çeşitli yatırım araçları sunmak, girişim sermayesi ve yeni gelişen iş kolları için fon sağlanmasına aracılık etmek, yatırım sermayesi kapsamında girişim sermayesi

²²⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, Yayın No:14, İstanbul, Nisan 2004, s.8

²²⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.3

²³⁰ Metin Kamil ERCAN, "KOBİ Borsaları Sunumu", Balıkesir Üniversitesi, **Avrupa Birliği'ne Giriş sürecinde KOBİ'ler: Türkiye ve Benzer Ülke Deneyimleri Sempozyumu**, Bandırma, 19-22 Mayıs 2005, ppt.17

şirketlerinin yeni fonlar ihraç etmesini kolaylaştırmaktır.²³¹ KOSDAQ'da işlem gören şirketlerin oluşturduğu KOSDAQ Listed Companies Association (KOSDAQCA) ise şirketlere çeşitli konular da destek vermekte, kendisi ile ilgili organizasyonlarda organizatör ya da sponsor kuruluş olarak yer almaktadır. Haziran 1999'da kurulan Birliğin başlıca amaçları, üyeleri ve KOSDAQ Borsası arasındaki işbirliğinin gelişimini sağlamak, KOSDAQ'a kote olan şirketlerin ve yatırımcılarının çıkarlarını korumaktır.²³²

KOSDAQ'ın şirketleştiği ve gelişmeye başladığı tarihin, 1997'de başlayan ve etkisini 1998 yılında da sürdüren Asya Krizi'ne denk geldiği görülmektedir. Söz konusu dönem, Kore'nin devlet politikası olarak, muhtemel krizlerin daha yumuşak ve az zararlarla atlatılabileceği düşüncesinden hareketle, KOBİ'lerin geliştirilmesini benimsediği dönemdir. Bu dönemde KOBİ'lerin desteklenmesi ve geliştirilmesiyle ilgili oluşturulan iki ana sistemden biri Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (RSYO), diğeri ise KOSDAQ'dır. RSYO'nun gelişebilmesi için de KOSDAQ'da işlem görme şartları çok hafif koşullar olarak talep edilmiştir. Bu şekilde bir yandan, risk sermayesi şirketlerinin KOBİ'lere yatırım yapmaları sağlanmış, diğer yandan da yatırım yapılan şirketlerin belli bir ölçüğe geldikten sonra KOSDAQ'ta halka arz edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca risk sermayesi şirketlerinin kendilerinin KOSDAQ'a kote olmaları ve sermaye piyasasından yeni fonlar sağlamaları mümkün olmuştur. Bu kapsamda KOSDAQ'ı geliştirmek için 1999 yılında getirilen teşvikler kapsamında aşağıda belirtilenler yapılmıştır;²³³

1. KOSDAQ'ta kote şirketlerin yıllık gelirlerinin yüzde 50'sini "zarar karşılığı" olarak ayırmalarına izin verilerek, vergiden muaf tutmuştur.
2. Yüklenici aracı kuruluşlar açısından, due-diligence (şirket incelemesi) prosedürü esnetilmiş ve cezalar hafifletilmiştir.

²³¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, s.23

²³² A.g.e., s.25

²³³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.19-20

3. Risk sermayesi şirketlerine yatırım yapan yatırımcılara temettü ve değer artış kazancı gelirlerinde vergi teşviği sağlanmıştır.
4. Devlet risk sermayesi şirketlerine yatırım yapacak mekanizmalar kurmuştur. Öncelikle, risk sermayesi şirketlerinin KOSDAQ'a kotasyon şartları çok esnek tutulmuştur. Ardından devlet, risk sermayesi şirketlerine yatırım yapan ve risk sermayesi şirketlerine kredi sağlayan kamu fonları oluşturmuştur. Ayrıca, hangi şirketlerin risk sermayesi yatırım şirketi olarak kabul edileceğine dair bir sertifikasyon sistemi getirmiştir. Böylece devlet, belli kamu kurumları vasıtasıyla bazı şirketleri risk sermayesi yatırım şirketi olarak tanımlamış ve tanınan teşviklerin kapsamını genişletmiştir. Devlet, belirlediği kurumlara “girişim sermayesi şirketi sertifikası” vermiş ve “girişim sermayesi şirketleri” daha uygun koşullarda kote olmuştur.²³⁴ 2000 yılında KOSDAQ'taki toplam risk sermayesi şirketlerinin yüzde 63'ünü “sertifikalı” risk sermayesi şirketleri oluşturmuştur.
5. Ayrıca hükümet tarafından desteklenen KOSDAQ'a kote olan KOBİ'lere 5 yıllık vergi erteleme uygulanmaktadır.

KOSDAQ'ın işlem sistemi, KETRA, elektronik alım-satım ve başlangıçta piyasa yapıcılığı sistemidir. 1996 yılında teşkilatlanmış borsa dışı piyasanın sona ermesi ve piyasa yapıcılığının efektif bulunmaması nedeniyle bu sistem kaldırılmış, elektronik sürekli müzayede sistemine geçilmiştir. İşlem hacminin yüzde 75 gibi büyük bir bölümünün uzaktan erişim yoluyla gerçekleştiği KOSDAQ'da alım-satım emirleri, fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştirilen Elektronik Alım-Satım Sistemi aracılığıyla, “çoklu fiyat - sürekli müzayede” yöntemine göre oluşmaktadır.²³⁵ Piyasa yapıcısı veya benzeri bir sistem (specialist) yoktur.

²³⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, s.17

²³⁵ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.16

KOSDAQ'da işlem görebilmek için, risk sermayesi şirketi, yatırım fonu veya yabancı şirketlerin en az birinin finansal yapısına uygun olması şartı aranmaktadır. Kore Borsası'na kıyasla daha hafif olan kotasyon şartlarına karşılık, KOSDAQ, daha sığ ve volatilitesi yüksek, işlem gerçekleştiren yatırımcıların yüzde 95 gibi ağırlıklı bir kısmının bireysel yatırımcılardan oluştuğu bir piyasadır. Bireysel yatırımcıların ağırlığı dolayısıyla da pazardaki fiyat dalgalanmaları yüksek olup, piyasa dalgalanması ve yatırımcı haklarının korunmasında zorluklarla karşılaşmaktadır.

KOSDAQ'ın geliştirilmesi için getirilen teşvikler arasında, üye şirketlerin yıllık gelirlerinin yarısının zarar karşılığı olarak ayrılabilmesi, risk sermayesi şirketlerinin yatırımcılarına hem kar payı, hem de sermaye kazançlarında vergi indirimi sağlanması, risk sermayesi şirketlerinin KOSDAQ'a kotasyon şartlarının çok esnek tutulması sayılabilir. Özellikle RSYO için hiçbir finansal şart aranmamaktadır. Risk sermayesi şirketlerinin giriş kolaylığından dolayı KOSDAQ'da işlem gören tüm şirketler içindeki payı yüzde 50'nin üzerine çıkmış ve sayı olarak 400'e yaklaşmıştır. Sağlanan teşvikler ve kolaylıklar sonucunda 2000 yılında Kore'de yapılan tüm halka arzların KOSDAQ'da gerçekleşmiş olmasının yanı sıra, 2001 yılı sonuna doğru KOSDAQ'da işlem gören şirket sayısı Kore Borsası'na kote şirket sayısını geçmiştir. 2002 yılı ilk altı ayında ise 49 milyar dolarlık işlem hacmine ulaşmıştır. 2003 yılında şirketlerin net karı ilk dokuz ay içinde bir önceki yıla göre yüzde 59.6 oranında artmıştır.²³⁶ KOSDAQ'da Nisan 2003'de Borsa Fonları'nın ihracına izin verilmiş, fonlar KOSDAQ 50 endeksine dayalı olarak işlem görmüş ve net aktif değeri her işlem gününün sonunda hesaplanan yatırım fonlarının aksine, Borsa'da işlem gören fonların fiyatı gün içerisinde değişmiştir.²³⁷ 2005 yılında KOSDAQ bünyesinde 800'ü teknoloji şirketi olmak üzere 1,500 şirketin yer alması hedeflenmiştir. 2006 yıl sonu itibarıyla KOSDAQ'da işlem gören 958 şirket ile hedef aşılmış olup, iki borsada işlem gören şirket sayısı ise 1,667²³⁸'e ulaşmıştır. Teknoloji şirketleri ve risk sermayesi şirketleri

²³⁶ "KOSDAQ Companies Sharply Increase Net Profits in 3rd Quarter", http://findarticles.com/p/articles/mi_go1523/is_200311/ai_n9363489, Kasım 2003, (13 Şubat 2008)

²³⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, s.20

²³⁸ **Weekly Newsletter**, "Financial Supervisory Service Republic of Korea", Volume VIII No:4, 5 Şubat 2007

KOSDAQ'da işlem gören şirketlerin çok önemli bir bölümünü kapsamaktadır. Mart 2007 itibarıyla Kore Borsası'nın KOSDAQ'da bazı şirketlerin hisse hareketlerinin yakın izlemeye alınacağını duyurmasıyla bir düşüş yaşandıysa da software ve internet bağlantılı şirket hisselerine gelen yabancı alımları ile tekrar borsa yükselmiştir.²³⁹ Eylül 2007 sonu itibarıyla Kore Borsası'nda işlem gören şirketler de dahil olmak üzere iki borsada toplam 1,725 şirket işlem görürken piyasa değeri toplamı 1,179 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.²⁴⁰

4.2.5. Malezya - MESDAQ

Yüksek teknoloji şirketlerinin finansmanı için ayrı bir menkul kıymet borsası kurulması gerektiğini düşünen Merkezi Düzenleyici Otorite, 1997 yılında Malaysian Exchange of Securities Dealing & Automated Quotation (MESDAQ)'ın yasal altyapısını oluşturmuştur. Diğer borsalarda olduğu gibi Malezya'da da yine NASDAQ piyasası örnek alınmıştır. 1999'da faaliyete geçen MESDAQ, hem büyümekte olan yüksek teknoloji şirketlerinin, hem de risk sermayesi şirketlerinin sermaye piyasalarından yararlanmaları hedeflenmiştir.

Üyeleri tarafından sahip olunan bir kooperatif şeklinde kurulmuş olan MESDAQ'ın gelirlerini, kar amacı gütmeyen yapısından dolayı üye aidatları ve kotasyon ücretleri oluşturmuştur. İşlem sistemi ise piyasa yapıcılığı olmuştur. Küçük şirketlere likidite sağlamak amacıyla bu sistem benimsenmiştir. Ayrıca, yatırımcılar detaylı kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle korunmaya çalışılmıştır.²⁴¹ Bununla birlikte, MESDAQ'da beklenen gelişme görülemedi, 2000 ve 2001 yılları toplamında sadece 7 şirket kote olmuştur. Bunun temel nedenlerinin başında ise yüksek teknoloji şirketlerinin Singapur, Hong Kong gibi borsalar yoluyla halka açılmayı tercih etmeleri

²³⁹ **Weekly Newsletter,**

²⁴⁰ "Domestic Market Capitalisation and Number of Listed Companies - Asia Pacific 2007", http://www.business.nsw.gov.au/aboutnsw/Trade+and+Investment/B16_domestic_market_capitalization.htm, Eylül 2007, (23 Mart 2008)

²⁴¹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.24

ve MESDAQ'a duyulan güvensizlik gelmektedir. Diğer taraftan ilk kota alınan şirketin piyasa tarafından yüksek teknoloji şirketi olarak nitelendirilmemesi, MESDAQ'ın, kuruluş sebebi olarak belirttiği amaçların dışına çıkması, esnek davrandığı düşüncesiyle yatırımcılarda ve yeni kote olmak isteyen şirketlerde güven eksikliği yaratmış olması da gelişiminin önündeki diğer engelleri oluşturmuştur.²⁴²

Halka açılmak isteyen şirketler, yeni kurulmuş olan MESDAQ'a kote olmak yerine ana borsa olan Kuala Lumpur Borsası'na kote olmayı tercih etmişlerdir. Kuala Lumpur Borsası İkinci Pazarı'nın kotasyon koşullarının uygun olması sebebiyle de şirketler önemli bir engelle karşılaşmamışlardır. Nitekim MESDAQ, 5 şirketle Kuala Lumpur Borsası'na geçtikten sonra 2001 yılında 7 şirket, 2002 yılında 8 şirket MESDAQ'a kote olmuştur.²⁴³

Sonuç olarak; 2 yıl içinde beklenen performansı sergileyemeyen MESDAQ için Malezya Sermaye Piyasası Otoritesi, sermaye piyasasını verimli hale getirmek için ülkede tek bir ulusal borsa olmasına karar vermiştir. Bu nedenle 2002 yılında Kuala Lumpur Borsası ile birleşmiş, ana borsa içinde birinci ve ikinci piyasalarından ayrı olarak, yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak faaliyet göstermeye başlamıştır. 2005 yılı sonu itibarıyla, MESDAQ'ta işlem gören şirket sayısı 106, piyasa değeri ve yıllık işlem hacmi 2 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir.

4.2.6. Japonya - JASDAQ

Dünyanın en önde gelen ekonomilerinden biri olan Japonya, sermaye piyasası alanında da ön sıralarda yer almaktadır. Uluslararası Borsalar Federasyonu'nun (World Federation of Exchanges - WFE) verilerine göre, 2005 yılında Tokyo Borsası 4.6 trilyon dolar piyasa değeri ile NYSE'den sonra dünyanın ikinci büyük borsası olmuştur. İşlem gören şirket sayısı açısından 2,351 şirket ile beşinci sırada, hisse senedi işlem hacmi

²⁴² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.38-39

²⁴³ A.g.e., s.24

açısından 4.2 trilyon dolarla NYSE, NASDAQ ve Londra Borsası'ndan sonra dördüncü sırada yer almaktadır. Ülkenin ikinci büyük borsası olan Osaka Borsası ise dünyanın beşinci büyük borsası durumundadır.

1976 yılında KOBİ'lere yönelik bir piyasa olarak Japonya Aracı Kuruluşlar Birliği (Japan Securities Dealers Association - JSDA) tarafından kurulan ve KOBİ'lerin işlem gördüğü tezgahüstü piyasa olan Japan Automated Quotation System (JASDAQ), 2004 yılında bir borsaya dönüştürülmüştür. Yeni kurulan ve gelişmekte olan KOBİ'lerin tercih ettiği ve 956 şirketin işlem gördüğü JASDAQ'ın piyasa değeri 2005 yılında 166 milyar dolara ulaşmıştır. 2000 yılında Japonya'da borsalar arası birleşmelerin bir sonucu olarak, Hiroshima ve Niigata Borsaları Tokyo Borsası ile Kyoto Borsası da 2001 yılında Osaka Borsası ile birleşmiştir. JASDAQ ise birleşmeye rağmen kimliğini korumuş ve 2001 yılında 67.9 milyar dolar olan işlem hacmi, 2005 yılında 164.5 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılı itibarıyla JASDAQ işlem hacmi açısından Japonya'daki üçüncü borsa olmasına karşın Nagoya Borsası'nın 1/12'si, Tokyo Borsası'nın ise 1/28'i kadarlık piyasa değerine sahiptir.²⁴⁴ Diğer taraftan işlem gören şirket sayısında işlem hacmi ve piyasa değerindeki hızlı artış yakalanamamıştır.

JASDAQ hisse senetlerinin likiditesini arttırmak amacıyla işlem sistemi olarak iki metodu yani sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığını bir arada kullanan Japonya'daki tek borsa olmasının yanı sıra, piyasa yapıcılığı sistemini de kullanan tek borsadır.²⁴⁵ Prensip olarak, yeni kote olan hisse senetleri için piyasa yapıcılığı sistemi kullanılmaktadır. Eğer hisse senedi 600 veya daha çok kişi tarafından alınacaksa, sürekli müzayede sistemi de kullanılabilir. 2005 sonu itibarıyla, piyasa yapıcılığı sistemini kullanan şirket sayısı 230, kullanmayan şirket sayısı ise 726'dır. Diğer bir deyişle, kote şirketlerin sadece dörtte birinin piyasa yapıcısı bulunmaktadır.²⁴⁶

²⁴⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Japonya Sermaye Piyasası**, s.1

²⁴⁵ A.g.e., s.45

²⁴⁶ A.g.e., s.46

4.3. BORSALAR ARASI BENZERLİKLER

KOBİ Borsaları'nın dünya uygulamaları incelendiğinde bazı ortak ve benzer noktalar tespit edilmektedir. Bu noktalar Tablo 4.3.'de özetlenmektedir.

Tablo 4.3.

Bazı Ülkelerde Ana Borsa ve KOBİ Borsaları Karşılaştırması

Ülke	Borsa / Pazar	Toplam Piyasa Değeri (ml.\$)	Ortalama Şirket Değeri (mn.\$)	Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (ml.\$)	Asgari Sermaye Şartı
Kore	KSE	219	322	680	597	1.6 mn.\$
	KOSDAQ	35	42	855	235	420,000 \$
Almanya	Deutsche Börse	686	734	934	1,212	yok/piyasa değeri şartı var
	Neuer Markt	25	102	240	14	yok/piyasa değeri şartı var
İngiltere	LSE	1,801	793	2,272	4,001	yok/piyasa değeri şartı var
	AIM	16	23	698	6	yok
Yunanistan	ASE	66	210	314	24	11.5 mn.
	NEHA	0,21	35	6		\$580,000\$
Malezya	Kuala Lumpur	123	143	861	33	15 mn. \$
	MESDAQ	5	255	20	2.4	0.5 mn. \$
İspanya	Bolsa Madrid	438	226	1,940	1,047	1.2 mn. €
	Nuevo Mercado	8	586	14	13	yok
İtalya	Borsa Italiana	468	2,044	229	653	yok/piyasa değeri şartı var
	Nuovo Mercato	8	182	44	8	3 mn. €/piyasa değeri şartı var
İsviçre	Swiss Exchange	422	1,484	284	1,8	16 mn. €/piyasa değeri şartı var
	Swiss Exchange New Market	0,83	92	9	0.2	1.6 mn. €/piyasa değeri şartı var
Türkiye	İMKB	41	155	265	134	2.5 mn. \$
	II. Ulusal Pazar	0.33	22	15	1.8	yok

Kaynak : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, KOBİ'lerin Finansmanı Çalışma Platformu, İstanbul, Temmuz 2003, s.26-28

4.3.1. Kotasyon Koşulları

İncelenen tüm örneklerde KOBİ pazar ve borsalarında kotasyon koşulları ana borsaya göre daha esnek olarak belirlenmiştir. Hatta AIM örneğinde görüldüğü gibi, hiçbir finansal büyüklük koşulu olmadan da başarılı olmak mümkündür.

4.3.2. İşlem Sistemi

NASDAQ'ın başarısını yaratan etkenlerden biri olarak görülen piyasa yapıcılığı sistemi, NASDAQ dışındaki uygulamalarda işlememiştir. Genel eğilim sürekli müzayede sisteminin esas alınması, ek olarak piyasa yapıcılığının kullanılmasıdır. MESDAQ ve RASDAQ örneklerinde görüldüğü gibi, tek başına piyasa yapıcılığı yeterli olmamaktadır. Buna karşın KOSDAQ, sadece sürekli müzayede sistemini kullanarak oldukça likit bir piyasa yaratmıştır. Tablo 4.4.'de KOBİ borsalarının yapısal karşılaştırması yapılmıştır. İşlem sistemi olarak daha çok piyasa yapıcılığı sisteminin tercih edildiği görülmektedir.

Tablo 4.4.

KOBİ Borsalarının Yapısal Karşılaştırması

Borsa	Sahiplik	Yönetim	İşlem Sistemi
NASDAQ Europe	NASDAQ Amerika ve aracı kuruluşlar	20 kişilik Yönetim Kurulu, Ortaklarca seçiliyor	Piyasa yapıcılığı ve sürekli müzayede
KOSDAQ	Aracı Kuruluşlar Birliği, Aracı kuruluşlar, Devlet kurumları	11 kişilik Yönetim Kurulu, 5'i bağımsız, 6'sı farklı kökenlerden	Sürekli müzayede
RASDAQ	Aracı Kuruluşlar Birliğine ait kooperatif	Aracı Kuruluşlar Birliği'ndeki Komite	Piyasa yapıcılığı
MESDAQ	Üyelere ait kooperatif	9 Kişilik Yönetim Kurulu, 4'ü Finans Bakanlığı, 5'i üyelere	Piyasa yapıcılığı

Kaynak : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Uluslararası KOBİ Borsaları**, İstanbul, Haziran 2003, s.5

Borsaların ortak işlem sistemi olan piyasa yapıcılığı sistemi sayesinde borç çevirme riski azalmakta, yatırımcı tabanı genişlemekte, fiyat tesbiti mekanizması profesyonelleşmekte ve rekabet ortamı gelişmektedir. Bütün bu gelişmeler sonucunda, özellikle Türkiye'de olduğu gibi, risk primi yüksek olan ülkelerdeki borçlanma risk primleri azalmaktadır.²⁴⁷

²⁴⁷ Cansel Oskay, "Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Türkiye Uygulaması", Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F., **Konya Ticaret Odası Dergisi**, Konya, 01 Temmuz 2007

Piyasa yapıcılığı sistemi, ilk olarak Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) tarafından, para politikasının yürütülmesine destek sağlamak amacıyla piyasa operasyonlarına taraf belirlemek için 1960 yılında geliştirilmiştir. ABD Merkez Bankası (FED), para politikası operasyonları için tarafların belirlenmiş olmasının operasyonları kolaylaştırıcı etkisinin olduğunu belirtmiş ve bu amaçla taraf olarak piyasa yapıcılarını belirlemiştir.²⁴⁸

Uluslararası Borsalar Federasyonu (Federation Internationale des Bourses de Valeurs - FIBV) üyesi birçok borsa ve KOBİ bazlı pazarlar için çekici görünen piyasa yapıcılığı sistemi, birçok ülkede borçlanma araçlarının ilk ihracının gerçekleştirildiği birincil piyasalar ile daha sonra alınıp satıldıkları ikincil piyasalarda verimliliği ve likiditeyi arttırmak amacıyla uygulanan etkin bir borç yönetimi aracıdır. Bir grup uzmanlaşmış aracının birtakım yükümlülükleri yerine getirmeleri karşılığında kendilerine belirli ayrıcalıklar tanınması sonucu, piyasaların gelişimine destek vermelerini sağlamak amacıyla oluşturulmuştur.²⁴⁹ Bu hedef doğrultusunda borç yöneticileri, birincil ve ikincil hisse senetleri piyasalarının etkin bir şekilde işletilmesi ve geliştirilmesini destekleyecek finansal araçlar belirlemektedirler. Piyasalarındaki aktiviteyi artırmak amacıyla borç yöneticileri tarafından belirlenen bu araçlara “piyasa yapıcılar” ve bu sisteme de “piyasa yapıcılığı sistemi” denilmektedir.²⁵⁰ Diğer taraftan piyasa yapıcılığı, çeşitli kuruluşların işlem günü boyunca çift taraflı fiyat kotasyonları vermelerini gerektirdiğinden daha yumuşak bir sistemdir.²⁵¹ Piyasa yapıcı sayısı ne kadar fazla olursa piyasa yapıcılar arasında paylaşılan risk faktörü de o kadar azalacaktır. Bu nedenle, piyasa yapıcı sayısı arttıkça her birine düşen risk payı da azalmış olmakta, ancak beklenen ortalama kar da o oranda düşmektedir.²⁵²

²⁴⁸ Ayşe Berfu Aydın, s.8

²⁴⁹ Örneğin Türkiye’de Hazine’nin ihalelerinde “Piyasa Yapıcı aylık asgari yüzde 3 olmak üzere her üç aylık dönemde, birincil piyasada Müsteşarlık tarafından ihale yoluyla ihracı programlanan veya ihraç edilen DİBS’lerin net tutar olarak en az yüzde 5’ini almakla yükümlüdür.” T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **2007 – 2008 Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi**, Piyasa Yapıcının Yükümlülükleri Madde 5.a

²⁵⁰ Ayşe Berfu Aydın, s.8

²⁵¹ Recep Ali Küçükçolak, s.60

²⁵² Ayşe Berfu Aydın, s.11

Özetle piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması; etkin ve istikrarlı hisse senetleri talebinin oluşturulmasını, ikincil piyasaya likidite sağlamak suretiyle birincil piyasanın güçlendirilmesini, aracılardan sermaye kaynaklarını piyasadaki geçici likidite ihtiyaçlarını dengeleyebilecek şekilde tahsis etmelerinin sağlanmasını, aracılık faaliyetlerinde bulunmak için dağıtım kanallarının geliştirilmesini ve borç yöneticisine fiyat, hacim ve alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığı kapsayan konularda piyasa bilgileri sunulmasını amaçlamaktadır. Bu amaçların gerçekleştirilmesi, borçlanma maliyetini ve buna bağlı riskleri azaltmayı, mali piyasaları geliştirmeyi, risksiz yatırım aracı alternatifleri sunmak suretiyle tasarrufları teşvik etmeyi kapsayan hedeflere ulaşmayı sağlamaktadır. Piyasa yapıcılığı sisteminin, hisse senedi piyasasının geliştirilmesine eşgüdümlü bir yaklaşım olarak oluşturulması ve uygulanmasının, piyasanın gelişimini hızlandırmanın etkili bir yolu olduğu söylenebilir.²⁵³

4.3.3. Kamuyu Aydınlatma İlkeleri

Başarısız olan KOBİ borsa ve pazarlarındaki en önemli sorun olarak yetersiz kamuyu aydınlatma kuralları gösterilmektedir. Mesela Almanya'da Neuer Markt kurulduktan sonra beklenen gelişmenin sağlanamaması üzerine kamuyu aydınlatma ilkeleri ağırlaştırılmış ve yatırımcı ilgisi ondan sonra sağlanabilmiştir. KOBİ'ler zaten küçük boyutları ve yönetsel sorunlarıyla yeterince riskli görüldüğünden, kamuyu aydınlatma kurallarında yumuşama yapılarak risk algılamasını artırmak tercih edilmemektedir.

Genel eğilim, KOBİ'leri ana borsa ile benzer kurallara tabi tutmaktır. AIM örneğinde, kotasyon koşulu olmamasına rağmen, kamuyu aydınlatma kurallarından taviz verilmemiştir. AIM'in başarısının en önemli bileşenlerinden biri olarak kamuyu aydınlatmanın etkin kullanımı olduğu görülmektedir.

²⁵³ Ayşe Berfu Aydın, s.12-13

4.3.4. Piyasa Talebi

Borsaların başarısı için en önemli faktör arz - talep dengeleridir. En başta, yatırımcıların tasarruflarının bir kısmını bu tür piyasalarda değerlendirme arzusunda olmaları gerekmektedir. Risk sermayesi şirketlerine ya da doğrudan KOBİ'lere fon sağlayabilecek kapasitede ve istekli bir yatırımcı kitlesi olmalıdır.

İkinci olarak KOBİ'ler sermaye piyasasından finansman sağlamaya eğilimli olmalıdır. Stratejik ve finansal ortaklıklar kurma, halka açılma veya çeşitli sermaye piyasası enstrümanlarını kullanma yönünde arayışları olmalıdır.

Üçüncü olarak, aracı kuruluşların bu piyasalarda aktif olarak yer almaya istekli olmaları, yeni ürünleri KOBİ'lere sunabilmeleri ve yatırımcılara bu ürünleri tanıtılabilmeleri gerekmektedir. Devletin desteği KOBİ'lerin sermaye piyasası fonlarına erişimi için, Kore örneğinde görüldüğü gibi, çok önemlidir. Kore, sistemli bir devlet politikası çerçevesinde, piyasayla ilgili her kesime çeşitli teşvik, destek ve kolaylıklar sağlamıştır. Piyasanın hızlı bir gelişim göstermesi KOBİ'leri ve sonuçta makro ekonomik büyümeyi olumlu etkilemiştir.

5. TÜRK REEL SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR İNCELEME

5.1. GENEL OLARAK TÜRKİYE'DE KOBİ'LERİN FİNANSMANI

Her işletmenin ve/veya girişimcinin yeni bir iş kurmak, işini geliştirmek veya büyütmek için kendi özkaynaklarının dışında yabancı kaynak ihtiyacı bulunmaktadır. Bu yabancı kaynak ihtiyacı muhtelif kaynaklardan, muhtelif şekillerde ve muhtelif dönemlerde sağlanabilir.

İşletmeler, finansman ihtiyaçlarını normal şartlar altında içsel kaynaklardan, işletmeler arası kredilerden (ticari krediler) ve mali sistemden karşılamaktadırlar. Ticari kredi kavramıyla kastedilen, işletmelerin kendi aralarındaki vadeli alım veya satım işlemleri sonucunda oluşan borç-alacak ilişkileridir. Mali sistem içinde bulunan finansman kaynakları ise banka kredileri, menkul kıymet ve sabit getirili menkul kıymet piyasalarıdır.

Türkiye'de KOBİ'ler; tahsilatta karşılaşılan güçlüklerle bağlı nakit sıkıntısını giderebilmek, işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak, teknolojik yeniliklere ayak uydurabilmek ve yeni yatırımlar yapabilmek için finansman kaynaklarına ihtiyaç duymakta, fakat yeterli özkaynağa sahip olmamaları nedeniyle ve belirtilen nedenlerle dış kaynaklara başvurmak zorunda kalmaktadırlar.

Girişimciler ellerindeki küçük sermayelerle işletmeler kurmakta, bu durumda özkaynaklar hem yatırım yapmak hem de pazardan pay almak için yapılacak pazarlama çalışmaları karşısında yeterli olmamaktadır. Dahası KOBİ'ler piyasa koşulları nedeniyle vadeli satışlarını da özkaynakları ile finanse etmek zorunda kalmakta, daha kuruluş aşamasında başlayan bu özkaynak sorunu KOBİ'leri yaşamları boyunca olumsuz etkilemektedir.²⁵⁴

²⁵⁴ Oktay ERTAN ve Alptekin GÜNEY, s.4

5.1.1. Türkiye’de KOBİ’lerin Finansman Yöntemleri

KOBİ’lere uygun finansman kaynaklarının bulunması, günümüzde birçok ülkenin ekonomik sorunları arasındadır. KOBİ’lerin dış kaynak ihtiyaçlarının giderilmesi konusundaki çözüm önerilerinin, hem gelişmiş ülkelerde, hemde gelişmekte olan ülkelerde siyasi partilerin programlarında yer aldığı görülmektedir. Çünkü KOBİ’lere sağlanan kaynaklar yatırıma dönüştüğünde, hem istihdamın hem de üretimin artmasıyla, ekonomik ve sosyal dengeler olumlu etkilenecektir. KOBİ’lerin, finansman sorunlarına çözüm bulmadan yatırım yaparak büyümeleri, dışarıya açılıp rekabet edebilmeleri ise mümkün görülememektedir. Diğer taraftan, KOBİ’lerin finansmanında aynı çözüm veya model, iki farklı ülkede farklı sonuçlar verebilir. Bu nedenle, diğer ülkelerde başarılı olmuş modellerin uygulanmasından önce “yerel faktörlere” göre düzeltilmesi uygun olacaktır.²⁵⁵

Türkiye’de KOBİ’lerin yaklaşık yüzde 70’i kredi kaynaklarından faydalanmamakta olup, kalan kesimin toplam banka kredileri içindeki payı yüzde 28’ler düzeyinde seyretmektedir. Bu durumun başlıca nedeninin, bankalar tarafından öne sürülen kredi koşulları olmakla beraber, hala yüksek seyreden reel faiz oranları, teminat sorunları, yetersiz ve zayıf bilanço gibi faktörler önemli etkenler durumundadır.

Dokuzuncu Kalkınma Planı’nda da KOBİ’lerin ihtiyacı olan finansman çeşitliliği konusuna yer verilmiştir. Plan’da; “İşletmelerin uygun koşullarla finansman kaynaklarına erişimi kolaylaştırılacak ve bu kaynaklarda çeşitlilik sağlanacaktır. Başta KOBİ’ler olmak üzere girişim sermayesi, başlangıç sermayesi ve kredi garanti sistemi geliştirilerek işletmelerin kredi temini kolaylaştırılacaktır” ve finansal piyasalarda ve bu piyasalardan kaynak temin eden reel sektörde kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenerek uygulanması sağlanacaktır”²⁵⁶ denilmektedir.

²⁵⁵ Recep Ali Küçükçolak, s.52

²⁵⁶ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007 – 2013)**, s.74-76

Türkiye’de KOBİ’ler, işletme ve yatırım harcamalarında kullanılmak üzere ihtiyaç duydukları dış kaynakları, farklı kurumlardan ve farklı şekillerde karşılayabilmektedirler. Bu kurumlar kullanılma sıklıklarına ve önceliklerine göre aşağıdaki gibi sıralanabilirler;

1. Bankalar
2. Finansal Kiralama - Leasing Şirketleri
3. Faktoring Şirketleri
4. Türk Eximbank
5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Söz konusu sıralama 2000 yılında yapılan bir araştırmayla da paralellik göstermektedir. KOBİ’lerin finansman ihtiyaçlarını gidermede kullanmış olduğu finansman kaynakları ve kullanım oranları Tablo 5.1.’de gösterilmiştir.

Tablo 5.1.

KOBİ’lerin Kullandıkları Finansman Kaynakları ve Kullanım Oranları

Finansman Kaynakları	Küçük Ölçekli	Orta Ölçekli	Büyük Ölçekli	Toplam
Özkaynak	%88,2	%82,9	%80,7	%84,7
Ticari Banka	%40,1	%59,7	%73,1	%54,2
Finansal Kiralama - Leasing	%16,2	%21,5	%26,9	%20,5
Eximbank	%11,1	%26,0	%48,0	%25,0
Faktoring	%4,7	%16,6	%21,6	%12,5
Finans Kurumu	%4,0	%7,2	%21,1	%3,4
Yatırım Kalkınma Bankası	%0,3	%2,8	%9,9	%3,5
Diğer	%9,8	%8,3	%8,8	%9,1

Kaynak : İstanbul Sanayi Odası, Ekonomik Durum Tesbiti 2000/2

Bu kurumlar dışında KOBİ'lerin sermaye piyasalarından faydalanarak kaynak ihtiyaçlarını giderme imkanları da vardır. Türkiye'de KOBİ'ler sermaye piyasalarından öncelikle sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek ve bu çerçevede hisse senedi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, kara iştirakli tahvil, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgesi, hisse senedi ile değiştirilebilir kar ve zarar ortaklığı belgeleri ve finansman bonusu çıkararak sermaye piyasalarından kaynak temin etme imkanına sahiptirler. Ancak bu imkanların çok fazla kullanılmaması; hisse senetlerinin bugüne kadar işlem gördüğü tek organize piyasa olan İMKB'nin, Ulusal Pazar ya da Yeni Ekonomi Pazarı'nda KOBİ'lerin halka açılmasına gerekli desteği sağlayamaması, sermaye piyasalarının yeterli derinlik ve işlem hacimlerine sahip olamaması ve KOBİ'lerin borsada kote olmalarına ilişkin şartların oldukça ağır olması gibi nedenlere bağlanabilir.

5.1.1.1. Dış Kaynak / Borçla Finansman

İşletmelerin özkaynaklar yerine borçla finansmanı tercih etmelerinin nedenlerinin başlıcaları arasında; banka kredilerinin teminindeki nisbi kolaylıklar, formalitelerin azlığı, finansal kaldıraçtan²⁵⁷ yararlanma olanağı gibi sebepler gelmektedir.

5.1.1.1.1. Girişim Sermayesi

Küresel dünyanın dinamiklerinin şirketler dünyası üzerinde yenilik yaratma, yüksek teknoloji üretmeyi gerektirmektedir. Geleneksel finans sistemi, yeni teknolojilerin ve henüz piyasada kabul görme ihtimali netleşmemiş ürün ve hizmetlerin "belirsizlik" içeren yapısına uygun değildir. Bu durum, küçük ölçekli işletmelerin ve yeni endüstrilerin gelişmemesine engel teşkil etmektedir. Bu nedenle geleneksel banka

²⁵⁷ **Finansal kaldıraç:** Şirketin kaynak yapısında kullanılan borcun oranını belirtmek için kullanılan bir terimdir. Bir şirketin borç kullanmasından doğar yani şirketin sermaye yapısında borç fonlara yer vermesi ile ortaya çıkan bir kaldıraç etkisidir. Şirket için sabit faiz giderleri gerektirmektedir. Kaldıraçın etkisi finanse eden borcun oranı büyüdükçe, büyür. Bir diğer ifadeyle; firmanın sabit finansman giderlerini kullanarak karlılığını arttırma gayrettir.

kredisinin yanında alternatif finansman tekniklerinin inovasyon sürecine olanak verecek biçimde tasarlanması gerekmektedir. Yüksek teknoloji geliştirmede en iyi alternatiflerden biri risk sermayesidir.²⁵⁸

Türkiye’de 18 yaşın üstündeki işletme sahipleri veya kendi işini yapanlar ve kendi işini kurmak isteyenler göz önüne alındığında yaklaşık her üç kişiden birinde (kendine ait işi olanlar ve iş kurmayı düşünenler) girişimci olma isteği vardır.²⁵⁹ Bununla birlikte, özellikle finansman konusundaki yetersizlikler girişimcilerin önündeki en önemli engel olma durumunu hala korumaktadır. Finansman engelini ise iş kurma aşamasında karşılaşılan bürokratik işlemler takip etmektedir.

Türkiye’de risk sermayesi alanında çalışmalar ise özellikle 1980 yılından sonra zaman zaman hızlanarak sürdürülse de, genelde istenilen sonuçlara ulaşılamamıştır. 1993 yılında SPK Kanunu’na dayandırılarak çıkarılan Seri VIII, 21 Sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile konu yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Ancak tebliğin yürürlüğe girmesinden itibaren üç yılı aşkın süre geçmesine rağmen sadece bir banka iştiraki şeklinde risk sermayesi yatırım ortaklığı kurulabilmiştir. 1998 yılında söz konusu tebliğde değişikliğe gidilerek, kurulacak şirketlerin kuruluş sermayesi 500 Milyar TL’ye çıkarılmış ve yatırım alanlarında esneklik getirilmiştir.

Bugüne dek bilişim ve teknoloji alanından sinema işletmeciliğine kadar pek çok alanda destek veren girişim sermayesi şirketlerinin önümüzdeki dönemde özellikle kimya, ilaç ve perakende sektörlerine yönelik çalışmalara ağırlık vermeyi hedeflemektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin özellikle hızlı büyüme ve karlılık potansiyeli olan projelere yatırım yapması, KOBİ’lerle yakından ilgilenmesini sağlamaktadır.

²⁵⁸ Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler Raporu**, s.54

²⁵⁹ T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, “**İş Ortamı ve Girişimcilik**” **Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor**, s.52

Türkiye’de KOBİ’ler ile sıfırdan iş kurmak isteyenlere destek olmak amacıyla kurulan girişim sermayesi şirketleri, destekleyebilecekleri düzeyde projelere yönelik yoğun bir arayış içindedirler. Türkiye’de SPK’ndan izin almış üç Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO)’nın yanı sıra 5 – 6 tane yabancı menşeli Direkt Finansman “Private Equity” şirketi bulunmaktadır. Ayrıca GSYO’nın dışında bazı Türk firmaları ve holdingler de bu alanda faaliyet göstermektedir.

Risk sermayesi benzeri bir şirket niteliğinde kurulan KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (KOBİ A.Ş.), Türkiye'nin ticaretine ve sanayisine yön veren en etkin meslek örgütü olan Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu (TESK), KOSGEB, 61 yıldır Türkiye'nin tek KOBİ bankası olarak çalışmalarını her geçen yıl artırarak sürdüren T. Halk Bankası, Halk Leasing ve Türkiye'nin en önemli 16 sanayi ve ticaret merkezinde faaliyet gösteren Ticaret ve/veya Sanayi Odaları ortaklığında faaliyete geçirilmiştir.²⁶⁰

KOBİ A.Ş. yüksek büyüme potansiyeline sahip yeni pazarlar, yeni teknoloji veya ürün, yeni bir üretim şekli veya hizmet biçimi tasarlayan vizyon sahibi girişimcilere, ürün/hizmet açısından rakiplerine göre avantajlı pozisyonda olmalarına rağmen, kapasite ve finansman darlığı çeken KOBİ'lere finansman sağlamayı kendine misyon olarak edinmiştir.²⁶¹

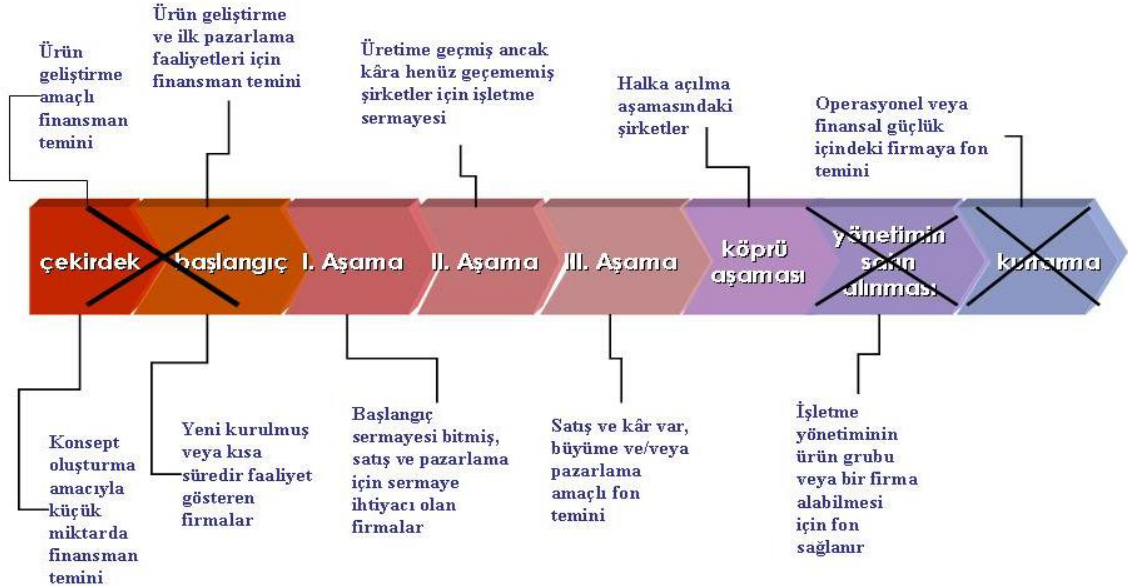
KOBİ A.Ş. amaç ve faaliyet konuları doğrultusunda iştirak edeceği işletmenin ortaklığından en çok 10 yıl içinde ayrılmayı öngörmektedir. Ana prensip mevcut hisselerinin öncelikle işletmenin sahiplerine geri satılmasıdır. Bu mümkün olmadığı takdirde borsa kanalıyla elden çıkarılacak veya yapılan sözleşme çerçevesinde başkalarına devredilecektir.²⁶² Yatırımların daha çok I.Aşama olarak tanımlanabilecek ve satış ve pazarlama için finansmana ihtiyacı olan işletmelerden başlanarak farklı

²⁶⁰ Ankara Ticaret Odası, **Devlet Yardımları ve KOBİ Kredileri**, Yayın No:13, Ankara, Haziran 2000, s.32

²⁶¹ <http://kobias.com.tr/> (14 Temmuz 2007)

²⁶² Ankara Ticaret Odası, **Devlet Yardımları ve KOBİ Kredileri**, s.31

aşamalarda yapılmaktadır. Köprü aşamasından sonraki evrelerde olan şirketler için ise KOBİ A.Ş. yine fazla yatırım yapmayı tercih etmemektedir. KOBİ A.Ş.'nin yatırımlarını gerçekleştirmeyi uygun gördüğü aşamalar Şekil 5.1.'de gösterilmiştir.



Şekil 5.1. Yatırımlar ve Uygulama Aşamaları

Kaynak : Süleyman Yılmaz, “KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Sunumu”, **4.KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 7 – 8 Aralık 2007, ppt.13

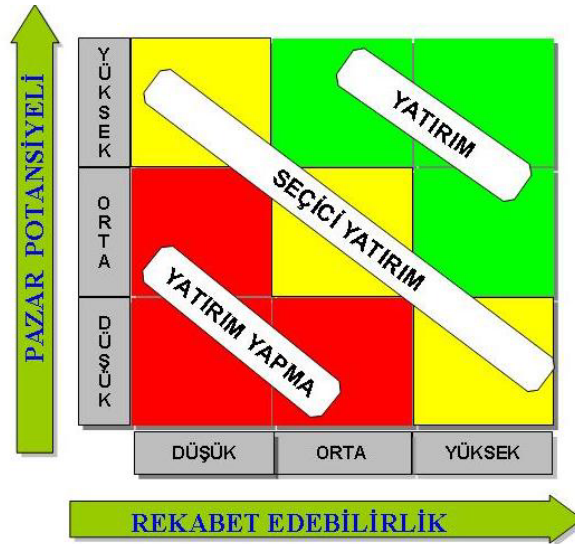
Sağlanan sermaye, şirketin işletme sermayesi ihtiyacının giderilmesi, Ar-Ge ve yeni ürün geliştirme, kapasite artırımı amaçlı makina-ekipman yatırımı, küçük ölçekli inşaat ve tadilat yatırımı, personel istihdamı vb. kısa vadede geri dönüşümü olabilecek alanlarda kullanılabilen yatırımlara destek veren ve sadece arsa, bina ve inşaat yatırımı amacıyla sermaye ihtiyacı olan şirketlere yatırım yapmayan KOBİ A.Ş.'nin yatırım yapacağı proje ya da işletmeyi seçerken göz önüne aldığı kriterler;²⁶³

- ❖ KOBİ ölçeğinde olan (250 kişiden az personeli olan ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosu 25 Milyon Yeni Türk Lirası'nı aşmayan) firmalar,

²⁶³ Süleyman Yılmaz, ppt.12

- ❖ Şu anda kısmi borcu olsa bile, gelecek dönem nakit akışında iyi bir gelir beklentisi olan firmalar,
- ❖ 500 bin ile 5 milyon dolar arasında finansman ihtiyacı olan firmalar,
- ❖ Teknolojik farklılıklar yaratarak pazarda rekabet avantajı sağlayan veya gelişme potansiyeli olan ürün - hizmet portföyü sunabilen firmalar,
- ❖ Teknik ayrıntılara hakim, pazar ve müşteriler hakkında bilgi sahibi, işletmecilik bilgisi olan, dürüst girişimcilerin sahip olduğu firmalar,
- ❖ Ortaklıktan sonraki 5-6 yıl içerisinde yatırımdan çıkılabileceğine inanılan firmalar.

Yeterli yönetim ekibi ile yapılacak çalışmalar yatırımlarını yapan KOBİ A.Ş.'nin yatırım modeli ise Şekil 5.2.'de gösterilmektedir;



Şekil 5.2. KOBİ A.Ş.'nin Yatırım Modeli

Kaynak: Süleyman Yılmaz, “KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Sunumu”, **4.KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 7 – 8 Aralık 2007, ppt.11

KOBİ A.Ş. yatırımlarını yaparken ortak olduğu işletmelerde çoğunluk hissedarı olmak yerine en fazla yüzde 49 oranında imtiyaz hakkına sahip azınlık hissedarı olmayı tercih etmekte, sadece işletmeye ait stratejik ve önemli kararların alınmasında aktif bir rol üstlenmektedir. Yatırım yaptığı işletmeler ise özel bir ayırım olmamakla birlikte, daha çok bilişim, elektronik, telekomünikasyon, medikal - sağlık, biyoteknoloji, dayanıklı ve dayanıklı olmayan tüketim malları, gıda, lojistik vb. sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerdir.

5.1.1.1.2. Mikro Finansman

Türkiye'de mikro kredi dağıtımını, Kadın Emegini Değerlendirme Vakfı'nın iktisadi işletmesi Maya Mikrofinans Destek İşletmesi ile Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde mikro kredi sağlayan Grameen Bankası olmak üzere iki kuruluş gerçekleştirmektedir. AB uyum sürecine bağlı olarak, Türkiye'ye yönelik AB menşeli mikro kredi programlarında da gelişmeler devam etmektedir. Alman Kalkınma Bankası (KfW) tarafından 2004 yılında sunulan yaklaşık 20 milyon Euro'luk "İşbirliği Paketi" ile İzmir, Gaziantep ve Kocaeli pilot bölgeler²⁶⁴, Dışbank, Türk Ekonomi Bankası ve Finansbank da kredileri kullandıracak bankalar olarak seçilmişlerdir. Amaç, bu bölgelerde faaliyet gösteren KOBİ'lerin bu kredileri işlerini yürütme veya işyerini yenilemelerinde kullanmalıdır. Başlangıçta uygun faizli, geri ödemelerini firmaların nakit akışına göre planlayabildiği krediler, altı ay geri ödemesiz ve 36 aya varan vadelerde ve 30,000 Euro'ya kadar kullanılmıştır. Fakat kredi faizlerinin düşmesi, söz konusu kredilerin faizlerinin ortalama banka kredi faizlerinin üstünde kalmasına neden olmuş, böylece bu kredilerin maliyeti piyasaya oranla daha yüksek kalmış ve KOBİ'ler tarafından beklenen miktarda kullanılmamışlardır.

²⁶⁴ Söz konusu işbirliği projesi için seçilen iller/bölgeler, AB tarafından fon sağlanan ve 2002 – 2006 yılları arasında gerçekleştirilen AB İş Geliştirme Merkezleri (ABİGEM) Projesi ile aynı iller/bölgelerdir.

5.1.1.1.3. Bankalar

Türkiye’de yetersiz özkaynakla çalışmak zorunda olan KOBİ’ler kaynak ihtiyaçlarını giderebilmek amacıyla bankalara başvurmakta ancak kredi miktarı, maliyeti, vadesi, kredi sağlamada teminat sorunları gibi birçok sorunla²⁶⁵ karşı karşıya kalmaktadırlar. Bir diğer deyişle, işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak ve dönen varlıklarını özellikle de stoklarını ve müşterilerden olan alacaklarını finanse etmek amacıyla hız, esneklik, ve maliyetin uzun vadeli borca göre daha uzun olduğu kısa vadeli banka kredilerine başvurumaktadırlar.

Bankacılık sektörü tarafından KOBİ’lere kullanılan toplam kredi hacmi, ağırlıklı olarak makro ekonomik koşullara ve bankaların fon kaynaklarına erişim imkanlarına bağlıdır. Benzer şekilde KOBİ kredilerinin ortalama maliyeti de ekonomideki genel faiz hadlerine bankaların fonlama maliyetlerine ve operasyonel giderlerine çok duyarlıdır.²⁶⁶

BDDK tarafından 23 bankanın katılımıyla Ağustos 2005’te gerçekleştirilen ve Basel II hükümleri çerçevesinde KOBİ olma kriteri için 50 milyon €’luk ciro tanımının kullanıldığı “Sayısal Etki Çalışması – Türkiye (QIS)” kapsamında bankalar tarafından verilen raporlar ışığında, KOBİ’lere kullanılan nakdi kredilerin toplam kredilerin yüzde 18.6’sını, KOBİ’lere kullanılan toplam kredilerin (nakdi ve gayri nakdi) ise toplam kredilerin yüzde 8.8’ini oluşturduğu görülmektedir.²⁶⁷

KOBİ kredilerine genel olarak bakıldığında; toplam banka kredileri içindeki payının geçtiğimiz yıllarda çok düşük değerlerde kalmış olmakla birlikte, bunun en önemli nedenleri olarak reel faiz oranlarının yüksekliği, yaşanan teminat problemi, büyük ölçekli işletmeler gibi kredi maliyetlerini ürettikleri malın fiyatına tamamen yansıtarak satış miktarını arttıramamaları gösterilebilir. Bununla birlikte, özellikle 2005

²⁶⁵ Filiz Aygen, s.82

²⁶⁶ Ayhan Yüksel, s.39

²⁶⁷ A.g.e., s.10

yılından sonra bankacılık sektöründe gelişen KOBİ/İşletme Bankacılığı kavramının da etkisiyle kredi türleri ve kullanım miktarlarında hareketlenmeler başlamıştır.

2007 yılı itibarıyla bankacılık sektörünün 285.7 milyar YTL'lik toplam kredi hacmi incelendiğinde ise 80.7 milyar YTL'lik kısmının KOBİ'lere aktarıldığı ve sektör tarafından verilen kredilerdeki artışın istikrarlı seyrine devam ettiği görülmektedir. 2007 itibarıyla söz konusu artış paralelinde KOBİ kredilerinin toplam krediler içindeki payı artmaya devam ederek yüzde 28.3'e²⁶⁸ ulaşmıştır. Türkiye'de işletmelerin çok büyük bir çoğunluğunun KOBİ niteliğinde olması, Türkiye'nin KOBİ'lere kullandırılan krediler konusunda gelişmekte olan bir pazar olması ve kurumsal kredi kartı kullanımının görece az olması sebebiyle büyük bir potansiyel oluşturması, KOBİ'lere kullandırılan kredilerdeki artışın ilerideki dönemlerde de devam edebileceğine ilişkin güçlü sinyaller vermektedir.²⁶⁹

Tablo 5.2.
KOBİ Kredilerinin Gelişimi

	Milyar (YTL)			Müşteri Sayısı (Bin adet)			Toplam Krediler İçindeki Pay		
	2006	Eyl.07	2007	2006	Eyl.07	2007	2006	Eyl.07	2007
KOBİ Kredileri	58.1	74.2	80.7	1,554	2,172	1,558	26.5	28.4	28.3
- Mikro İşletmelere	23.5	27.3	27.5	1,214	1,632	1,024	10.7	10.4	9.6
- Küçük İşletmelere	16.8	25.1	26.2	279	455	421	7.7	9.6	9.2
- Orta Büyüklükteki İşletmelere	17.8	21.8	26.9	61	85	113	8.1	8.3	9.4

Kaynak : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

Kredilerin coğrafi dağılımına bakıldığında; sanayinin yoğunlaştığı bölgelerde daha çok kredi kullandırılmış olsa da kredilerin yüzde 50'sinden fazlasının İstanbul'da faaliyet gösteren firmalara kullandırıldığı görülmektedir. Bölgesel dağılımdaki bu

²⁶⁸ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu **Aylık Bülten Aralık 2007 Dönemi**, Yıl:4, Sayı:34, Ay: Şubat, Ankara, 12 Şubat 2008

²⁶⁹ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Finansal Piyasalar Raporu Mart 2007**, Sayı:5, Ankara, 22 Ağustos 2007, s.39

durum, enflasyon ve faiz oranlarında yaşanan düşüş sonucunda kredi kullanımlarının gelişmiş bölgelerden gelişmekte olan bölgelerde faaliyet gösteren KOBİ'lere doğru kaymanın başladığının bir göstergesi olarak değerlendirilmekte ve özellikle yatırım, istihdam ve üretim üzerine olumlu etki yaratabileceği düşünülmektedir.

Bankaların risk konusunda giderek artan bilinçliliği, KOBİ'lere yönelik derecelendirme kullanımlarını arttırmıştır. Bu durum aynı zamanda KOBİ'lerde süreç içinde "derecelendirilme" kültürünün gelişmesini, bankalara, "krediye değer" olduklarını işaret etmelerini, düzenli olarak bankalarla kredilerini gözden geçirmelerini ve zamanlı bilgi vermelerini sağlayacaktır.

AB'nin 2007 yılında tüm bankalar ve menkul kıymet şirketleri için uygulamaya koyacağı BASEL II kriterlerinin (sermaye yeterlilik oranları), Avrupa finansal hizmetler pazarında denge sağlama, rekabeti arttırmasının yanı sıra KOBİ niteliğindeki organizasyonlara özellikle kurumsallaşma ve şeffaflaşma konularında yararlı olacağı beklenmektedir. 2009 yılı itibarıyla Türkiye'de de uygulamaya geçilmesi ile birlikte KOBİ'leri özellikle kredi kullanımında zorlayıcı ve maliyetlerini arttırıcı yönde etkileyecek olsa bile Basel II uygulamaları uzun dönemde hem ülke ekonomisi hem de KOBİ'ler için önemli bir gelişmedir. Aslen bankaların sermaye yeterlilik oranlarını düzenlemek ve güçlü bankacılık sektörü yaratmak amacıyla oluşturulmuş olan kriterler, özellikle kredi riski açısından, kredi maliyetlerini etkileyen yönüyle KOBİ'leri de yakından ilgilendiren bir konu haline dönüşmüştür. BASEL II ile birlikte, derecelendirme notu bulunmayan şirketler için mevcut durum değişmeyecek ancak yüksek derecelendirme notuna sahip şirketler, diğerlerine göre avantajlı konuma geçeceklerdir. Bu hususun, şirketlerde kurumsal yönetimin artması ve kayıt dışılığın azalması yönünde doğal bir teşvik mekanizması oluşturması beklenmektedir. Zira, kayıt dışı çalışan firmaların etkinlik alanları, aynı zamanda KOBİ'lerin etkin olduğu sektörlerin önemli bir kısmını oluşturmakta ve kayıtlı çalışan KOBİ'lerin rekabet etmelerini zorlaştırmaktadır. Kayıt dışı etkinliklerin diğer yansımaları da KOBİ'lerin gerçek performanslarını bilançolarına yansıtamamaları ve olası yaptırımlardan kaçınmak için yine kayıt dışı finansman yöntemlerinin kullanılmasıdır. Bunların sonucu

kredi değerlendirmelerinde sorunlar yaşanmakta, KOBİ'lerin orta ve uzun vadeli kredi ihtiyaçlarını, kendilerini zaten kısa vadeli fonlayan bankaların karşılaması imkansızlaşmaktadır.

Basel II sürecinde KOBİ'ler şeffaflığa, finansmana ilişkin önemli sorunlar yaşayabilirler. Kayıt dışı işlemlerin kayıt içine alınmasının talep edilmesi, bankalar tarafından daha fazla bilgi, belge istenerek firmaların daha yakından izlenmeye alınması, finansal tabloların gerçek kapasitelerini ortaya koymaktan uzak olması, KOBİ'lerin karşılaşabilecekleri şeffalık sorunları olarak değerlendirilebilir. KOBİ'lerin yaşayabilecekleri finansman sorunlar ise;²⁷⁰

- ❖ KOBİ'lerin çalıştıkları bankaların değişen ve değişmekte olan kredi tahsis ve kullandırım süreçlerine uyum sağlayamamaları nedeniyle finansal olanaklarının daralması,
- ❖ Firmanın sahip olduğu iş hacminin üzerinde banka ile çalışması veya tek banka ile çalışmasının getireceği sıkıntılar,
- ❖ Bilançoda yer alan aktif ve pasif kalemler arasındaki vade, döviz kuru, parite ve faiz oranı uyumsuzluğunun finans kuruluşları tarafından daha detaylı değerlendirilmesi.

5.1.1.1.4. Leasing (Finansal Kiralama)

2004 verilerine göre işlem hacminde dünya sıralamasında 25. sırada yer alan Türkiye'de yatırımlara finansman sağlanmasına yönelik olarak uygulamaya konulan leasing sistemi, 10 Haziran 1985 tarih ve 3226 sayılı "Finansal Kiralama Kanunu" ile düzenlenmiştir. Türkiye'de ilk leasing şirketi 1986 yılında kurulmuş ve yatırımların finansmanı için gerekli olan orta ve uzun vadeli fon temini, vergi ile diğer avantajların

²⁷⁰ Ankara Ticaret Odası, **Basel II "KOBİ'lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi"**, s.43

işletmeler tarafından daha iyi anlaşılması sonucunda yıllar itibarıyla gerek işlem hacmi gerekse firma sayısında önemli oranda artış olmuştur.

Orta vadeli yatırım kredisi, kira, taksitli satış gibi üç değişik işlemin birleşmesinden oluşan ve bunlardan farklı bir nitelik gösteren, kendine özgü bir işlem olan leasing, Türkiye’de benimsenen şekliyle orta vadeli kredi kullanımına çok yakın bir finansman yöntemidir.²⁷¹ Finansal Kiralama Kanunu'na göre her türlü taşınır ya da taşınmaz mal leasing konusu olabilmektedir. Ancak, patent hakkı, fikri ve sınai haklar ile bilgisayar yazılımı gibi maddi olmayan konular için leasing yapılamamaktadır. Leasing konusu malın, bağımsız ve üzerinden amortisman ayrılabilen bir özellik taşıması gerekmektedir. Dolayısıyla hammadde ya da ara malı niteliğinde bulunan ve kullanıldığında tüm özelliklerini yitiren mallar, leasing konusu yapılamamaktadır. Türkiye’de leasing konusu olabilecek mallar; tıbbi cihazlar, bilgisayarlar ve diğer bilgi işlem üniteleri, santraller ve haberleşme cihazları, enerji tesisleri, kara nakil vasıtaları, hava taşıma araçları, kuru yük gemileri, tanker ve diğer deniz taşıtları, inşaat makinaları, vinçler, iş makinaları, matbaa makinaları, her türlü tezgah ve üretim makinaları, tekstil makinaları, komple fabrikalar, komple hastane, otel ve büro donanımları şeklinde sıralanabilir.

Türkiye’de son yedi yılda leasing sektörü ciddi bir gelişme göstermiş ve GSYİH içindeki payını binde 52’den yüzde 1,34’e yükseltmiştir. Sektör 10 yılda yıllık yüzde 12,8’lik bir büyüme kaydetmiş ve 5,6 milyar dolarlık bir hacme ulaşmıştır. Leasing sistemi ile, ilk işlemlerin gerçekleştiği 1987 yılından bu yana geçen 20 yıllık gelişim sürecinde 150,000 adetten fazla proje finanse edilerek yaklaşık 19.2 milyar dolar tutarındaki yatırıma orta ve uzun vadeli kaynak sağlanmıştır. Yine bu dönemler itibarıyla teşvik belgesine bağlanmış 2,764 adet belge kapsamında toplam 1.2 katrilyon TL tutarında proje finansal kiralama yoluyla finanse edilmiştir. Yıllar itibarıyla bir leasing işleminin ortalama tutarı 80,000-120,000 dolar arasında gerçekleşmiştir. Bu ortalamalar leasing sektörünün KOBİ’lerin orta ölçekli yatırımlarının finansmanında

²⁷¹ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, s.15

önemli bir yer edindiğini göstermektedir. Son 15 yıllık dönemde bankaların piyasa şartları gereği, kaynaklarını kamu finansmanına ve şirketlerin işletme sermayesi ihtiyaçlarına yönlentmeleri, firmaların ve özellikle KOBİ'lerin yatırımlarının finansmanında leasing'i tek seçenek haline getirmiştir.

Leasing işlemlerinin işletmeler için diğer finansman türlerine göre avantajlı olduğu konular aşağıdaki gibi sıralanabilir,²⁷²

- ❖ Yatırımların finansmanında orta ve uzun vadeli kaynak imkanı,
- ❖ Malın mülkiyetinin finansal kiralama şirketinde kalması nedeniyle yatırımcıların teminat ihtiyacının asgariye inmesi ve bu nedenle leasingin bir finansman modeli olarak banka kredilerine göre daha esnek olması,
- ❖ Bankacılık sistemine zarar vermeden bilançoları iyi olmayan müteşebbis ve girişimci KOBİ'lere kaynak aktarılabilmesi,
- ❖ Kredilendirme prosedürünün bankalara göre daha seri olması,
- ❖ İşletmelerin fon akışlarına göre hazırlanan uygun ve esnek ödeme planları ile nakit akışını düzenli tutması,
- ❖ Beklenmedik faiz ve maliyet artışları ile karşılaşılmaması,
- ❖ Satın alma (ithalat) ile ilgili tüm işlemlerin leasing firması tarafından yapılması,
- ❖ Yatırım mallarına indirimli K.D.V. uygulaması
- ❖ Belge düzeninin yerleşmesine, dolayısıyla kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınmasına katkı.

²⁷² T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, s.16

Leasing, halihazırda bilançoları çok iyi olmayan bu nedenle de bankacılık sisteminden finansman sağlayamayan KOBİ'leri finanse etmektedir. Leasing şirketleri, yatırımın yarattığı katma değere bakarak, proje finansmanı yapmalarının yanı sıra ticari riskten çok malın ikinci el değer riskini yönetmeleri KOBİ'lere finansman sağlamalarında yardımcı olmaktadır. Öte yandan işletmelerin teşvikli yatırımları için leasing şirketi teşvikten yararlanabileceğinden dolayı işletme teşviğini de kullanmış olmaktadır.

Leasing işletmelere sağladığı avantajların yanı sıra kiracı ve kiraya veren açısından birtakım sorun ve sakıncaları;²⁷³

- ❖ Kiracının finansal kiralama konusu malın hurda değerinden yararlanamaması,
- ❖ Kullanım özgürlüğünün kısıtlanması,
- ❖ Genellikle ekonomik yönden zayıf işletmeler tarafından tercih edilmesi, riski artırması ve kredi değerliliğinde düşmeye yol açması,
- ❖ Kira ödemelerinin dövizle yapılması durumunda kur riski yaratması,
- ❖ Kredi darboğazına neden olması,
- ❖ Kaynak savurganlığına neden olması,
- ❖ Kiracının yatırım indiriminden yararlanamaması,
- ❖ Uzun vadeli kiralamalarda rekabet koşullarını bozması,
- ❖ Sözleşme süresinin sıkıntılara yol açması ve
- ❖ Kiracının kredibilitesinin düşük olması şeklinde özetlenebilir.

²⁷³ Öcal Usta, s.187– 190

5.1.1.1.5. Faktoring

Türkiye’de faktoring işlemleri 1994 yılına kadar Borçlar Kanunu’nun alacağın temliki ile ilgili hükümleri ile Ticaret Kanunu genel hükümleri içinde yürütülmüştür. 1994 yılında çıkarılan “Ödünç Para Verme İşlemleri Hakkında 545 sayılı Kanun Hükmünde Kararname” ile Türk hukukunda ilk defa faktoring şirketi tanımı girmiş ve bu konuda bazı düzenlemeler getirilmiştir. Aynı yıl faktoring sektörünün hukuki altyapısını oluşturmanın ilk adımlarından biri olarak büyük önem taşıyan “Faktoring Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” çıkartılmıştır. Hukuki ve ticari anlamda faktör, mal satımı ve hizmet arzı ile uğraşan işletmelerin, bu satışlar dolayısıyla doğmuş veya doğacak alacakları temellük ederek tahsilini üstlenen, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak finansal kolaylıklar sağlayan, aynı zamanda mali, ticari ve idari konularda işletmeye verdiği hizmetler karşılığı ücrete hak kazanan kişi veya kuruluştur.²⁷⁴

Mali veya ekonomik beklentileri olumsuz yönde etkileyen bir olay karşısında ya da bir ekonomik kriz sırasında bankaların, kredileri dondurmak, verilmiş kredileri geri istemek, faizleri artırmak gibi davranışları, reel sektörde çok önemli sorunlara yol açmış, krizin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Bu tür olayların reel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletecek yollardan biri faktoring gibi alternatif finans yöntemlerinin piyasadaki etkinliklerini artırmaktır. Türkiye’de 1988 yılından sonra hızlı bir gelişme sürecine giren faktoring özellikle teminat sorunu nedeniyle banka kredilerinden faydalanma imkanı düşük olan KOBİ’ler açısından çok daha önemli bir finansal araç haline gelmiştir. Bu nedenledir ki, bir hedef kitle belirlenmesi durumunda faktoring hizmetlerinin hedef kitesinin KOBİ’ler olduğu söylebebilir. Nakit yönetimi avantajının yanında KOBİ’lerin faktoringi tercih etmelerinin nedenlerini şöyle sıralamak mümkündür;

- ❖ Alacaklar uzman kuruluşlarca yönetilir, tahsil riski devredilmiş olunur,

²⁷⁴ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, s.100

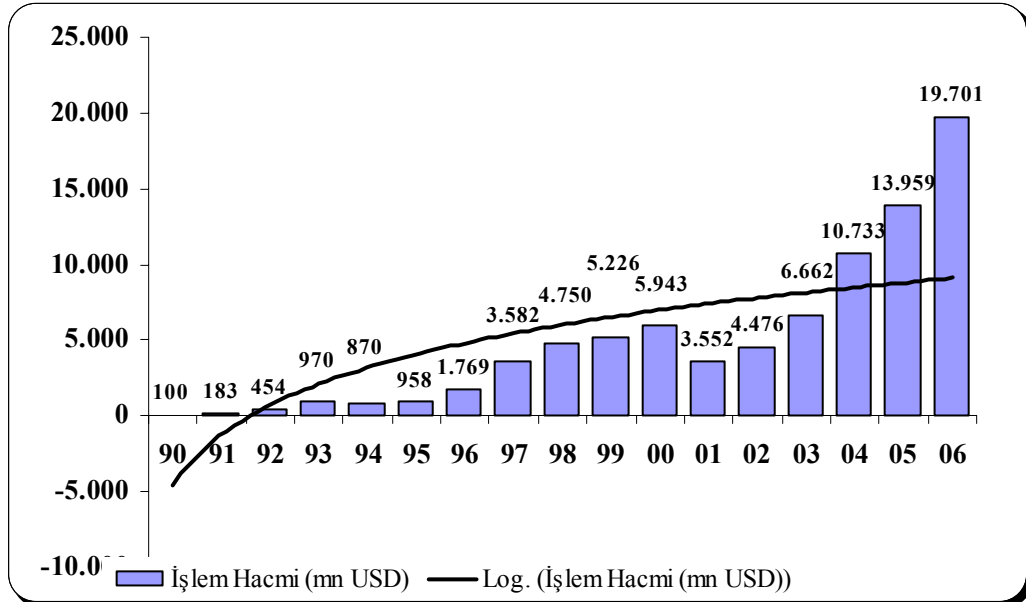
- ❖ Rekabet gücü artar, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda yeni müşteriler kazanabilir,
- ❖ Müşterilere ek ödeme süresi tanınarak satışlar arttırılabilir,
- ❖ Düzenli nakit akışı sağlanır, ticari kredilere göre maliyeti daha düşüktür,
- ❖ İşletmenin bankaya bağımlılık ve kredi kullanma ihtiyacı azalır,
- ❖ Alternatif kaynak yaratılmış olur, faktör tarafından yapılan ön ödeme yeni malların alımında, yeni siparişlerin verilmesinde kullanılabilir,
- ❖ Aşırı kaynak kullanımı engellenir,
- ❖ İşletmenin kredi değerliliği artar,
- ❖ Zaman ve gider tasarrufu sağlar,
- ❖ İhracatta faktörün dövizli ön ödemesi ile kambiyo dosyası kapatılarak KDV başvurusunda bulunulabilir,
- ❖ Yurtdışındaki müşterilerle işletmenin yaşayacağı yabancı dil problemi ortadan kalkar.

Factoring sektörünün ana amacı, doğal kullanıcıları olan KOBİ'lerin gerek yurtiçi, gerek yurtdışı nakit yönetimindeki gerçek yerine ulaşabilmektir. Bunun yanı sıra şirketlerin işlerinin doğası gereği faturalı ticareti özendiren, finans sektörüne canlılık ve rekabet getiren yapıları sayesinde, KOBİ'lerde kayıt dışılığın azaltılmasında da önemli katkıları vardır.

Türkiye'de özellikle KOBİ'lerin vadeli mal ve hizmet satışlarının ağırlıklı olduğu gıda, tekstil, demirçelik, makine ve otomotiv yan sanayi, elektrik, elektronik gibi sanayi sektörleri, yedek parça, büro makineleri, sağlık ve temizlik sektörleriyle ticaret, turizm, ulaştırma, inşaat ve eğitim gibi hizmet sektörlerinde yoğun olarak uygulanmakta

olan faktoring, bu sektörlerde çalışan KOBİ'lerin yurtiçi satışlarına dayalı olarak finansman sağladığı ve bu tip işletmelerin önemli zamanını alan alacakların tahsili işlemlerini yürütmektedir. Ayrıca yurtdışı işlemlerde de ihracatı kolaylaştırmakta, sunduğu finansman yanında ihracat bedelinin ödenmesini garanti etmek ve bu bedelin vadesinden önce yurda getirilmesine olanak sağlamaktadır.

Türkiye'de faktoring işlemlerini yıllar itibarıyla incelendiğinde; ekonominin büyüme trendine girdiği dönemlerde işlem hacimlerinin yükseldiği, ancak krizlerin olduğu dönemlerde ise sektörün ticaret hacimlerine bağlı olarak küçüldüğü gözlenmektedir. Grafik 5.4.'ün de gösterdiği gibi 1990 - 2006 tarihleri arasındaki faktoring işlemlerinin Amerikan doları cinsinden işlem hacimleri özellikle 2000 yılında yaşanan kriz sonrası hızlı bir düşüş yaşamış arkasından da yine hızlı bir toparlanma sürecine girerek yedi yılda beş katın üzerinde bir gelişme kaydetmiştir. Türkiye'nin dünya faktoring işlemlerinden aldığı pay ise 1990 yılında binde 4'ten 2006 yılında yüzde 1.32'ye yükselmiştir.



Grafik 5.1. Türkiye'de Faktoring İşlemleri'nin Gelişimi (Milyon USD)

Kaynak : Faktoring Derneği

Türkiye'nin yurt dışı faktoring hacmi 1990 yılında 90 milyon dolar iken, 2006 yılında 3.5 milyar dolara ulaşmasına karşın toplam faktoring içindeki payını kaybetmiş ve yine 1990 yılında toplam faktoring işlem hacminin yüzde 90'ını yurt dışı faktoring oluştururken, 2006 yılında bu değer yüzde 18'lere gerilemiştir. Sektör 1992 yılında itibaren daha yurt içi ağırlıklı çalışmayı tercih etmiştir. Yurt dışı faktoringin toplam ihracattan aldığı pay yeterli olmamakla birlikte gelişimini sürdürmekte olup, faktoring sektörü 2006 yılında Türkiye ihracatının yüzde 4.1'ini gerçekleştirmeye aracılık etmiştir. Türkiye, dünya dış ticaret faktoring hacminde de payını artırmış, 90'lı yıllarda bindelik değerlerle ölçülen payı 2006 yılında yüzde 2.3'e yükseltmiştir.

5.1.1.1.6. Forfaiting

Türkiye'de yürürlükte olan Dış Ticaret ve Kambiyo Mevzuatı, "kredili ihracat"ta forfaiting uygulamasına imkan vermektedir. Türkiye'de forfaiting işlemlerinde vadeli satışların süresi, altı aya kadar kısa ve on yıl kadar uzun olabilmekle birlikte, uygulamada süreler 2 ile 5 yıl arasında değişmekte, normal olarak ödemeler altı ayda bir yapılmaktadır. Forfaiting finansmanı ile yapılan ihracat tutarları, 100,000 ile 100 milyon dolar arasında değişebilmekte, genellikle uygulamada 1 ile 5 milyon doları arasındadır.²⁷⁵ Forfaiting Türkiye'de genellikle büyük ölçekli işletmeler tarafından kullanılan ve KOBİ'ler tarafından pek bilinmeyen bir finansman yöntemidir.

5.1.1.1.7. Satıcı - Alıcı Kredileri

KOBİ boyutunda işletmelerin en önemli finansman kaynaklarından birisi de satıcı kredileridir. Fason üretimi yapan KOBİ'ler kısa vadeli finansman kaynağı olarak ana işletmeye bağlı bulduklarından dolayı satıcı kredilerinde ödeme aracı olarak en fazla başvurulan yöntem ise vadeli çek uygulamasıdır. Bu yolla firmalar kendilerine kısa vadeli finansman kaynağı yaratmaktadır. Burada en büyük sorun çek tahsillerinde

²⁷⁵ http://www.ihracatdunyasi.com/ihracfinansop/2_c.html, (14 Aralık 2006)

ortaya çıkacak bir gecikmenin işletmenin ödemelerini de aksatması nedeniyle kısa süreli nakit sıkıntısına ve ödeme güçlüğüne girilmesine neden olmaktadır.²⁷⁶

Kredi kolaylığı sunan açısından satıcı kredileri bir bakıma satışı artırma aracı olarak da görülmekte, özellikle sermaye yapısı zayıf ve likidite sıkıntısı çeken, kredi kurumlarından borçlanmak için yeterli bir kredi değerliliğine sahip olmayan KOBİ'ler tarafından sıkça kullanılmaktadır.

5.1.1.1.8. Barter

Dünyada KOBİ'ler tarafından sıklıkla kullanılan Barter sistemi Türkiye için son yıllarda gelişen yeni bir finansman alternatifi olmakla birlikte, sektörlere kaynak sağlayan, nakit sorununu çözen, atıl kapasiteyi değerlendiren, satış ve karı artıran, yüzde 100 tahsilat garantisi sağlayan, hızlı tahsilat olanağı getiren, ücretsiz ve etkin reklam sağlayan, riskleri ortadan kaldıran, ekonomik krizlere çözüm sunan, güvenli ve kolay ihracat sağlayan bir finansman modelidir.²⁷⁷ Model aynı zamanda ekonomide kayıt dışılığın önüne geçilmesinde de önemlidir.

Halihazırda Hazine Müsteşarlığı tarafından barter için herhangi bir mevzuat hazırlığı yapılmamış olmakla birlikte²⁷⁸, sektörde birçok firma barter sistemi ile KOBİ'lere hizmet sunmaktadır ve hizmetler sürekli yenilenmekte ve gelişmektedir.²⁷⁹ En geniş ağa sahip Türk Barter Ortak Pazarı'na 2,000'den fazla kuruluş üyedir. Türkiye'de 2005 yılında 200 - 250 milyon dolar civarında olan barter ticaretinin, tanıtım ve ilgili yasaların çıkarılması ile yıllık 1-2 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.²⁸⁰ Barter sistemi, başta inşaat, gayrimenkul, taahhüt, medya-reklam, tekstil, turizm,

²⁷⁶ Alövsat Müslümov, s.27

²⁷⁷ "Türk Barter Ortak Pazarı Yeni Katılımlarla Büyüyor", <http://www.btinsan.com/128/50.asp>, 07 Ağustos 2003, (15 Mayıs 2007)

²⁷⁸ Türkiye, "Barter için eğitim şart", 6 Eylül 2007, s.5

²⁷⁹ Referans, "Türk Barter'dan, KOBİ'lere nakit ödemesiz destek kredisi", 11 Şubat 2008, s.4

²⁸⁰ "Kamu borçlarına barter çözümü", **Aksam**, 18.07.2005, <http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2005/07/18/ekonomi/ekonomi3.html>, (16 Mayıs 2007)

makine, otomotiv, sağlık, mobilya, hizmet sektöru ve prodüksiyon olmak birçok sektördeki işletmeler tarafından tercih edilmeye başlanmıştır.

5.1.1.1.9. Türk EXIMBANK A.Ş.

Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. (Türk Eximbank), ihracatın geliştirilmesi, ihraç edilen mal ve hizmetlerin çeşitlendirilmesi, ihraç mallarına yeni pazarlar kazandırılması, ihracatçıların uluslararası ticarete paylarının artırılması ve girişimlerinde gerekli desteğin sağlanması, ihracatçılar ile yurt dışında faaliyet gösteren müteahhitler ve yatırımcılara uluslararası piyasalarda rekabet gücü ve güvence kazandırılması, yurt dışında yapılacak yatırımlar ile ihracat maksadına yönelik yatırım malları üretim ve satışının desteklenerek teşvik edilmesi amacı doğrultusunda, 31 Mart 1987 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 3332 sayılı Kanun’un verdiği yetkiye istinaden 21 Ağustos 1987 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 87/11914 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur.

Türk Eximbank, bu amaca yönelik olarak ihracatçıları, ihracata yönelik üretim yapan imalatçıları ve yurt dışında faaliyet gösteren müteahhit ve girişimcileri kısa, orta ve uzun vadeli nakdi ve gayrinakdi kredi, sigorta ve garanti programları ile desteklemektedir. Gelişmiş birçok ülkenin resmi destekli ihracat kredi kuruluşlarından farklı olarak kredi, garanti ve sigorta işlemlerini aynı çatı altında toplamış olması, ihracatçı firmalara verilen hizmetlerde bir bütünlük oluşturulmasına imkan tanımaktadır.

2006 yılında 3.5 milyar dolar tutarında nakdi kredi desteği ve 4.3 milyar dolar tutarında sigorta/garanti imkanı sağlayarak, ihracata toplam 7.8 milyar dolar seviyesinde bir destek vermiştir. Böylece, Banka nakdi ve gayrinakdi destekleri ile ihracatın yaklaşık yüzde 9’una finansman desteği sağlamıştır.²⁸¹

²⁸¹ http://www.eximbank.gov.tr/html_files/kisaeximbankpg.htm, (18 Temmuz 2007)

KOBİ'lerin yeni pazarlara açılabilmelerini teminen, Türk Eximbank tarafından uygulanan ve standart kredi ve garanti programlarının dışında kalan, ancak bunları tamamlayıcı nitelikteki “Özellikli Kredi Programları”ndan KOBİ'ler öncelikle yararlandırılmakta olup, bu kapsamda, KOBİ'lere yönelik olarak “Sevk Öncesi Reeskont Kredisi”, “Kısa Vadeli İhracat Alacakları İskonto Programı”, “Yurt Dışı Mağazalar Yatırım Kredisi”, “Özellikli İhracat Kredisi” uygulanmaktadır.²⁸² Türk Eximbank'ın KOBİ'ler için uygulamada olan çalışmaları ve imkanları şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Kısa vadeli ihracat kredileri,
- ❖ Kalkınmada Öncelikli Yörelere'de (KÖY) faaliyet gösteren KOBİ'lerin indirimli faiz oranlarından yararlanması,
- ❖ KOBİ'lerin biraraya gelerek kurdukları Sektörel Dış Ticaret Şirketleri'nin (SDTŞ) özel programlarla desteklenmesi,
- ❖ KOBİ'lerin teminat ve finansman sorunlarına çözüm sağlamak amacıyla sadece KOBİ'lere yönelik olarak hazırlanan ve doğrudan kullanılan “KOBİ İhracata Hazırlık Kredi Programı”,
- ❖ KOBİ'lere düşük teminatlı kredi kullanma olanağı,
- ❖ İslam Kalkınma Bankası (İKB) işbirliği ile sevk sonrası ihracat finansmanı ve ithalat finansmanı programları geliştirme.

İhracatçıların özellikle KOBİ'lerin teminat mektubu bulmakta büyük zorluklarla karşılaştığı gerçeğinden hareketle, bu sorunu hafifletmek amacıyla “İhracata Hazırlık Kredisi” kapsamında kredibilite tesbitine ilişkin mali ve etik bazı kriterleri sağlayan firmalara düşük teminatlı kredi kullanma olanağı tanınmıştır. Etik ve mali kriterleri sağlayan, ihracat performansını yıllar itibarıyla istikrarlı bir şekilde sürdüren ve temel finansal göstergeleri (borç/özkaynak oranı 70/30'un altında olan ve cari oranı

²⁸² **Akşam KOBİ Aktüel Eki** “KOBİ'lerin Finansmanında Türk Eximbank”, 5 Aralık 2007, s.11

1'den düşük olmayan) yeterli bulunan tüm firmalar, yüzde 50-80 aralığında teminat oranlarından yararlanabilmektedir. Buna ilaveten daha önce asgari performans şartını yerine getiremeyen KOBİ'lerin doğrudan kredi kullanma imkanları yokken, bu gruptaki işletmelere de 100,000 dolar limitle İhracata Hazırlık Kredisi kullanma imkanı tanınmıştır.²⁸³

Ayrıca Türk Eximbank aracı bankaların KOBİ'lere yönelik teminat mektubu vermelerini teşvik etmektedir. Doğrudan teminat karşılığında kullanılan kredilerde, aracı bankalara tahsis edilen teminat mektubu limitlerinin (ticari bankaların yanı sıra, özel finans kurumlarının da limiti bulunmaktadır) en az yüzde 30'unun KOBİ'lere kullandırılma zorunluluğu olup, bankaların bu limiti kullandırmamaları durumunda yüzde 30'luk kısım Eximbank nezdinde bloke edilmektedir.²⁸⁴

Türk Eximbank tarafından 2007 yılının 11 aylık döneminde 3.4 milyar dolar tutarında kısa vadeli kullanılan kredilerin yaklaşık yüzde 34'lük bölümü (1.2 milyar dolar) KOBİ'lere tahsis edilmiş olup, söz konusu dönemde 2,134 firma kısa vadeli ihracat kredilerinden yararlanan işletmelerin yüzde 65'i (1,382) KOBİ kapsamındaki işletmelerdir.

5.1.1.1.10. İhracat Kredi Sigortası

1989 yılında Türk Eximbank bünyesinde uygulanmaya başlanan ihracat kredi sigortası programları ile ihracatçı firmaların ihraç ettiği mal bedellerinin, ticari ve politik risklere karşı belirli oranlarda teminat altına alınması ve Sigortalı firmaların gerek Türk Eximbank nezdinde doğmuş veya doğacak alacak haklarını ticari bankalara temlik etmek suretiyle, gerekse kambiyo senedine bağlı vadeli alacaklarını ister Türk Eximbank'da, isterse Türk Eximbank onayı ile ticari bankalarda iskonto ettirmek suretiyle hem sevk öncesi, hem de sevk sonrası dönem için düzenli finansman imkanına

²⁸³ Akşam KOBİ Aktüel Eki, s.11

²⁸⁴ A.g.e., s.11

erişmeleri amaçlanmaktadır.²⁸⁵ Kurum, kurulduğu günden 2006 yılı sonuna kadar sigorta programları çerçevesinde 73.4 milyon ABD doları tazminat ödemesi yapmıştır.²⁸⁶ 2002 – 2006 yılları arasında ödeme yapılan sektörler arasında en yüksek payı, Tekstil/Hazır Giyim/Deri sektörü almıştır. Bununla birlikte, sektörün 2002 yılında yüzde 51 olan payı 2006 yılında yüzde 35'e gerilemiştir. İkinci sırada yer alan Makine/Elektrikli Cihazlar/Madeni Ürünler sektörü ise aynı dönem içinde payını artırarak yüzde 19'dan yüzde 26'ya çıkarmıştır. Sigorta programlarından yararlanan firmaların yaklaşık yüzde 50'si ise KOBİ kapsamındaki işletmelerdir. Türk Eximbank bünyesinde halihazırda uygulanmakta olan Sigorta Programları;

- ❖ Kısa Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programı (sevk öncesi ve sevk sonrası dönem),
- ❖ Orta ve Uzun Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programları olmak üzere iki grupta toplanmaktadır.

Sevk öncesi dönem için “Kısa Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programı”nın amacı; sigortalı ile alıcı arasında imzalanmış olan “İmalat ve Satış Sözleşmesi” çerçevesinde üretilen malların henüz teslim edilmemiş olduğu hallerde, Sigortalı'nın “İmalat ve Satış Sözleşmesi”nin gereklerini yerine getirmek amacıyla, malların alıcıya teslim edilmemiş bölümleriyle ilgili olarak yaptığı harcamaların ticari ve/veya politik risklere karşı belirli limitler dahilinde sigortalanmasıdır.²⁸⁷ Sevk sonrası dönem için “Kısa Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programı”nın amacı ise bir taraftan ihracatçıların kısa vadeli satışlarına ilişkin ihracat bedellerini ticari ve politik risklere karşı belirli limitler dahilinde teminat altına alarak ihracatı teşvik etmek ve yönlendirmek, diğer taraftan da poliçenin teminat gösterilmesi ile ticari bankalardan ihracat kredisi teminini kolaylaştırmaktır. “Orta ve Uzun Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programları” ise ihracatçıların tek bir satış sözleşmesine bağlı olarak 5 yıla kadar vadeli ödeme koşuluyla yapacakları, yerli katkı oranı asgari yüzde 60 seviyesindeki sermaye ve yarı sermaye

²⁸⁵ http://www.eximbank.gov.tr/html_files/ihkrdsig.htm, (18 Temmuz 2007)

²⁸⁶ Murat Şenol, “Türk Eximbank Sunumu”, **4.KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 7– 8 Aralık 2007, ppt.86

²⁸⁷ Kısa Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programı Sevk Öncesi Dönem Riskler İçin Sigorta Kapsamına İlişkin Uygulama Esasları, www.eximbank.gov.tr, (20 Temmuz 2007)

malı ihracatından doğacak alacakları sigorta teminatı altına alınmakta ve teminat altına alınan ihracat işlemi ile ilgili olarak ticari bankalardan finansman sağlanması olanaklı kılmaktadır. Orta ve Uzun Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programları ile²⁸⁸

- ❖ Ülke ekonomisine sağladığı yüksek katma değer ve ileri teknoloji imkanları gözönüne alınarak yatırım veya sermaye malları üretim ve ihracatının teşvik edilmesi ve

Yatırım veya sermaye malı ihracatçılarına;

- ❖ Rekabet üstünlüğü sağlanması,
- ❖ Gelişmekte olan riskli pazarlarda uzun vadeli satış imkanlarının artırılması,
- ❖ Poliçenin teminat gösterilmesi ile ticari bankalardan finansman sağlamalarının kolaylaştırılması amaçlanmaktadır.

Dokuzuncu Kalkınma Planı'nda "Ekonominin rekabet gücünü artırmak ve dünya ihracatından daha fazla pay almak üzere yüksek katmadeğerli mal üretiminin artırılması temel amaçtır." ifadesi kapsamında, Eximbank kaynaklarının artırılarak, başta yatırım malları üreten sektörlerin ihracat proje kredileri olmak üzere, kredilerinin vadesinin uzatılması planlanmaktadır.

5.1.1.1.11. Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF)

Kredi Garanti Fonu (KGF), Türkiye - Almanya Teknik İş Birliği Anlaşması çerçevesinde akdedilen KOBİ'lerin, bankadan alacakları krediye teminat veya garanti verilmesini sağlama amacıyla, Kredi Garanti Fonu İşletme - Araştırma Ticaret A.Ş. (KGF) ile Halkbankası arasında imzalanan protokol uyarınca oluşturulmuştur.²⁸⁹ 1991

²⁸⁸ Orta ve Uzun Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programları http://www.eximbank.gov.tr/html_files/ihkrdsig.htm, (20 Temmuz 2007)

²⁸⁹ Ankara Ticaret Odası, **Devlet Yardımları ve KOBİ Kredileri**, s.30

yılında kurulan ve riskin paylaşımı ilkesine dayanan kredi garanti sistemi olan Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.'nin ortakları arasında TESK, TOBB, TOSYÖV ve Mesleki Eğitim ve Küçük Sanayi Destekleme Vakfı (MEKSA), KOSGEB ve Türkiye Halk Bankası yer almaktadır. 2007 yılı sonunda yapılan düzenleme ile sermayesini 20 milyon YTL'den 60 milyon YTL'ye çıkartmıştır. Ayrıca, AB'nin, girişim ve girişimcilik ve özellikle KOBİ'ler için kredi ile büyümeleri ve ek istihdam yaratmaları amacını güden "Çok Yıllı Program"ı kapsamında, Avrupa Yatırım Fonu (AYF) kontr-garantisinden yararlanmakta olup, AYF, KGF'nin yatırım kredileri için üstlendiği kefaletlere yüzde 50 nispetinde kontr-garanti sağlamaktadır. AYF ile KGF arasındaki bu işbirliği çerçevesinde KOBİ'lere 2007 yılı sonuna kadar 24 milyon Euro tutarında bir kefalet kullanılması öngörülmüştür.²⁹⁰

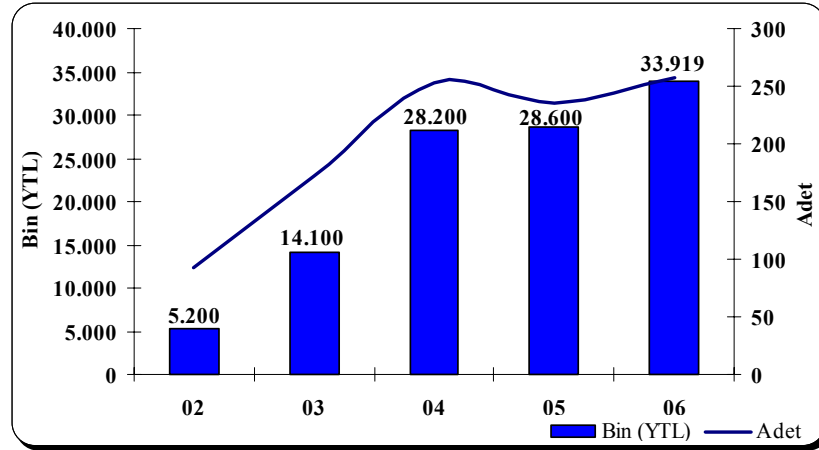
KGF, Türkiye'nin bütün bölgelerindeki KOBİ'lerin, kendisiyle anlaşma yapmış kurumlardan²⁹¹ kullandığı her türlü nakdi ve gayrinakdi krediye verdiği garanti/kefaletlerle teminat sağlamakta olup, KGF'nun uygulamasından KOBİ'ler ile esnaf ve sanatkarların yanı sıra genç girişimciler faydalanabilmektedir. Böylece KOBİ'lerin banka kredileri kullanırken yaşayacakları teminat problemi KGF garanti/kefaleti ile giderilmekte, bu sayede KOBİ'lerin de banka kredileri kullanma imkanı artmaktadır. KGF kredi veren bir kuruluş olmayıp, kredilere yeterli miktar ve kalitede teminat veren bir kuruluştur.²⁹² Riskin paylaşımı ilkesine dayanan kredi garanti sistemi sayesinde, daha geniş bir kesime, en düşük maliyetle, devamlı bir kredilendirme imkanı sağlanabilmektedir. Ayrıca KOBİ'lerin ihtiyacına göre, orta - uzun vadeli ve uygun koşullu kredi alabilmeleri kredi garantisi ile kolaylaşmaktadır.

²⁹⁰ www.kgf.com.tr, (25 Eylül 2007)

²⁹¹ KGF'nun işbirliği içinde bulunduğu kurumlar; Halk Bankası, Ziraat Bankası, Garanti Bankası, Vakıflar Bankası, Şekerbank, Yapı Kredi Bankası, Tekstilbank, Türk Ekonomi Bankası, Finansbank, Denizbank, Fortisbank, T.İş Bankası, olmak üzere 12 banka, Albaraka Türk Katılım Bankası ve Asya Katılım Bankası A.Ş. ve Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş. olmak üzere 3 katılım bankası ve Garanti Finansal Kiralama A.Ş., Halk Finansal Kiralama A.Ş., Ak Finansal Kiralama A.Ş. ve İş Leasing A.Ş. olmak üzere 4 leasing şirkettir.

²⁹² "KGF Yeni Bir Yapılanma İle Kobilerin Hizmetinde", Ankara Ticaret Borsası, http://www.atb.gov.tr/portal/index.php?id=116&option=com_content&task=view, (21 Ocak 2008)

Factoring ve leasing gibi alternatif finansman metodlarının KOBİ'lerce daha yaygın olarak kullanılması ile beraber pek çok KOBİ için dış yatırımcılarla tam veya kısmi ortaklıklar oluşturma yöntemi de en önemli yeni finansman kaynağını oluşturacaktır. Borsa üzerinde hisse senedi itfası ile finansman sağlama, kısmi büyüklüklerinden ve yürürlükte bulunan SPK mevzuatından dolayı pek çok KOBİ için henüz mümkün gözükmemektedir. Ortaklıklar oluşturmak ise, hemen hemen her tür KOBİ için uygundur. Tek önemli sorun bu işletmelerin kısmi de olsa, operasyonel işletme yönetimlerini ortaklarına açma zorunluluğunun olmasıdır. Doğal olarak bu tarz ortaklıkların yayılması ülkedeki kurumsal kültürle ve şirketleşme düzeyi ile yakından ilgilidir. KGF bu kapsamda KOBİ'ler için alternatif finansman seçeneklerinden biri haline gelmiştir. Grafik 5.2.'nin de gösterdiği gibi KGF kuruluşundan bugüne kadar yaklaşık 187 milyon YTL (148 mn Euro) kredi karşılığı, 127 milyon YTL (103 mn Euro) garanti/kefalet vermiştir.



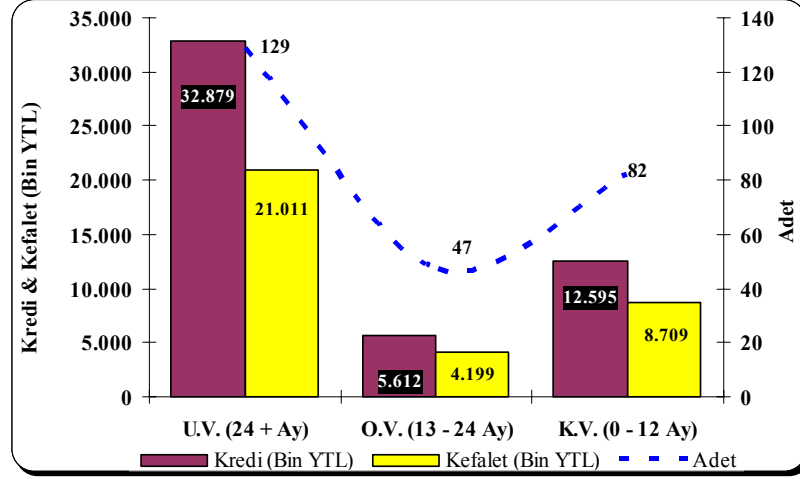
Grafik 5.2. KGF'nun Yıllar İtibarıyla Verdiği Krediler (Bin YTL & Adet)

Kaynak : Kredi Garanti Fonu

KGF'nin kefalet verecekleri KOBİ'lerde dikkat ettikleri unsur ise güven ve projelerin uygulanabilirliği²⁹³ olup, 2002 – 2006 yılları arasında toplam 110 milyar YTL'lik kefalet, 1,011 işletmeye verilmiştir. Ortalama işletme başına 109,000 YTL kefalet vermiş olan KGF'nun vade yapısı ise 24 ay ve üzeri şeklindedir. Diğer taraftan

²⁹³ “KGF'nin desteği 125 milyon Euro'ya ulaştı”, **Dünya**, 18 Nisan 2006, <http://www.tumgazeteler.com/?a=1454060>, (21 Ocak 2008)

Kefalet/Kredi oranının en yüksek olduğu vade yapısı ise orta vadedir. Grafik 5.3.'te KGF'nun 2006 yılı vade yapısı gösterilmiştir.



Grafik 5.3. KGF'nun 2006 Yılı Kredi Vade Yapısı

Kaynak : Kredi Garanti Fonu

KGF'nun ücretlendirmesinde ise kefalet talebinde bulunan firmaların değerlendirmeye alınabilmesi için maktu bir inceleme ücreti alınmakla birlikte, talebin uygun bulunması ve KGF kefaleti kullanılması durumunda, kredi vadesi boyunca her yıl peşin olarak kefalet bakiyesi üzerinden, kefaletin nakdi veya gayri-nakdi olmasına göre yıllık yüzde 1.5 - 3 arasında değişen oranlarda komisyon alınmaktadır. AYF kapsamındaki garantilere alınan komisyon oranı ise yüzde 1.5 - 2 arasındadır. Kefalet tutarı için üst limit ise 750,000 YTL'dir.

5.1.1.2. Özkaynak İle Finansman

İşletme finansında temel kural sermaye riskini azaltmak ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize eden bir sermaye bileşimine (optimal sermaye) ulaşmaktır. İşletmeler, işletme sermayesi olarak kullanacakları fonları genellikle kısa vadeli kaynak piyasası olan para piyasalarından, duran varlıklara yapacakları yatırımları finanse etmek için de genellikle pay senedi ve/veya tahvil çıkararak uzun vadeli kaynak

piyasasından yani sermaye piyasalarından sağlarlar. Küreselleşme süreci kapsamında KOBİ'lerin yeni dünya düzeninde yaşama ayak uydurması için sermaye piyasalarının aktif hale getirilmesi çok önemlidir.

Yeni kurulan şirketler hisse senetlerini halka açabilecekleri noktaya taşımak için risk sermayesi sağlarken, daha oturmuş şirketler, halka arz ederek menkul kıymetler ihraç edebilirler. Uzun süreli fon sağlamak için sermaye piyasasına başvuracak olan bir işletme;²⁹⁴

1. Menkul kıymetlerin doğrudan halka satışı,
2. Özel plasman ya da özel ihraç,
3. Sermaye piyasasında faaliyette bulunan aracı kurumları, özellikle yatırım bankalarının aracılığıyla menkul değer çıkarılması yollarını tercih edebilir.

5.1.1.2.1. KOBİ'lerin Halka Açılması

Şirket sermayesini temsil eden hisse senetlerinin halka satılarak firmaya ya da firmanın ortaklarına nakit girişi sağlayan bir yöntem olan halka arz üç değişik yöntemle uygulanmaktadır.²⁹⁵

- ❖ *Mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanarak hisse senetlerinin halka arzı; ihraç edilen hisse senetlerinden elde edilen halka arz gelirinin tamamı firmaya kalmaktadır.*
- ❖ *Firmanın ortaklarının firmada sahibi oldukları hisse senetlerinin halka satılarak arzı; halka arz geliri firma ortağına gitmekte olup, halka arz gelirinden firmaya nakit girişi olmamaktadır.*
- ❖ Birinci ve ikinci yöntemin karma olarak uygulanması.

²⁹⁴ Öztin Akgüç, s.801

²⁹⁵ <http://www.vakifyatirim.com.tr/icerik.asp?id=42>, (17 Şubat 2008)

KOBİ'lerin sermaye piyasalarına arz edebilecekleri menkul kıymetler içinde anonim ortaklık türündeki KOBİ'ler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel getiri getiren, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları SPK'nca belirlenen kıymetli evrak niteliğindeki "menkul kıymet"²⁹⁶ ihraç etmek suretiyle, sermaye piyasasından fon sağlayabilirler.

Türkiye'de faaliyet gösteren KOBİ'lerin halka açılmaları ve hisse senetlerinin borsada işlem görmesi sonucu, kaynak ihtiyaçlarının karşılanması, ortaklara likidite sağlanması, itibarlarının artması, yaygın tanıtım imkanı ve kurumsal yönetimin tesis edilmesi gibi birçok faydayı elde etmelerinin yanında, bazı muafiyetlere de sahip olmaları söz konusudur. Halka açık anonim ortaklık statüsündeki KOBİ'lerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan bazı yükümlülüklerinden muaf olabilmelerine ilişkin esaslar Seri: IV, No: 9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde düzenlenmiştir. Tebliğ Ek.2'de verilmiş olmakla birlikte, söz konusu muafiyetlerin başlıkları;

1. Temettü Dağıtım Muafiyeti
2. Bağımsız Denetim Muafiyeti
3. İzahname Düzenleme Muafiyeti
4. Diğer İhraççıların Mali Tablo ve Raporlarının İlanından Muafiyet şeklinde

sıralanabilir. İhraççıların belirtilen muafiyetlerden yararlanabilmeleri için SPK'ya başvurmaları ve söz konusu başvurunun olumlu karşılanması gerekmektedir. SPK izni olmaksızın işletmeler muafiyetlerden yararlanamamakta ve söz konusu yükümlülük ile ilgili hukuki sorumluluk devam etmektedir.

²⁹⁶ "Sermaye Piyasası Araçları",
http://www.ekodialog.com/Konular/borsa_yatirim/sermaye_para_piyasasi_araclari.html, (19 Şubat 2008)

Halka açılmanın KOBİ'lere sağladığı çeşitli avantajların yanı sıra sakıncaları da vardır. Bu kapsamda işletmelerin halka açılmasını engelleyen etmenler ise,²⁹⁷

- ❖ Halka açılan bir şirket Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacağından kurul denetimi için hazırlanacak raporların, verilecek bilgilerin bürokratik formaliteleri artıracak olması,
- ❖ Yönetimin esnekliğini bir ölçüde azaltarak ortakların istekleri bilgi alma hakları, yöneticilerin karar alma inisiyatifleri sınırlaması,
- ❖ Kamuyu aydınlatma ilkesi gereği ortaklığın kamuya açıklamak zorunda kaldığı bilgiler rakiplerden saklanılmaya çalışılan bilgileri de içerebileceğinden, gizli kalması gereken özel finansal ve teknik bilgiler açığa vurulmuş olması,
- ❖ Kamuyu aydınlatma ilkesinin ortaklığa ayrıca bir maliyet yükü çıkarması,
- ❖ Halka açılmak için Kurul kaydının gerekli olması durumu halka açılmayı da sınırlaması,
- ❖ Halka hisse senedi arzının maliyetinin yüksek olup, halka arz tutarı küçük tutarda ise ve/veya aracılar kanalıyla özellikle yüklenimli aracılık (underwriting) yöntemiyle halka sunulacaksa, arz giderleri daha da artırması,
- ❖ Birincil ya da ilk halka açılmada çıkarma fiyatı genelde piyasada oluşacak fiyatın altında olduğundan, düşük fiyatlandırma, ortaklığı sağlayabileceği bir kaynaktan yoksun bırakarak kaynak maliyetini artırıcı bir etki yapması,
- ❖ Kar dağıtım oranının genelde yüksek olması şeklinde sıralanabilir.

İşletmeler makro ekonomik koşulların da etkisiyle genel olarak, sermaye piyasasından ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymet (hisse senedi) ihracı yoluyla

²⁹⁷ Öztin Akgüç, s.766-767

finansman sağlamayı tercih etmektedirler. Bununla birlikte, Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda farklı nitelikteki sermaye piyasası araçlarının ihracı suretiyle finansman sağlamaya imkan veren düzenlemeler mevcuttur.²⁹⁸

5.1.1.2.2. KOBİ'lerin Halka Açılma Yolları

Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda düzenlenmiş “Hisse Senedi Dışında İhraç Edilebilecek Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Bilgiler” yani diğer sermaye piyasası araçları ise tahvil, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil (HDT), kara iştirakli tahvil (KİŞT), katılma intifa senetleri (KİS), kar ve zarar ortaklığı belgesi (KZOB), hisse senedi ile değiştirilebilir kar ve zarar ortaklığı belgeleri, finansman bonoları şeklinde sıralanabilirler. KOBİ'ler, sermaye piyasalarından öncelikle söz konusu sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek faydalanabilir ve faizsiz kaynak temin edebilirler.

Tahvil

Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda tahviller ile ilgili olarak düzenlemeler esas olarak, 14.07.1992 tarih ve 21284 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: II No: 13 sayılı “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yürürlüğe girmiştir. Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nın 420'nci maddesi uyarınca tahviller; anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir.²⁹⁹ Tahvil sahibi şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilen, sabit getirili ve üzerinde bulunan kupon ve/veya anapara vadesi geldiğinde borçlu olan şirketin borçlarını ödemesi esasına dayanan bu menkul değerler, şirketlere ucuz ve uzun vadeli kaynak sağlama amacını taşımaktadır. Devlet tahvillerinde bulunan vade ve faiz riskinin yanı sıra, özel şirketlerin çıkardıkları menkul kıymetler devlet tahvillerinde sembolik olan müşteri riskini daha

²⁹⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**, www.spk.gov.tr, Güncelleme Tarihi: 29 Ocak 2008, (15 Mart 2008)

²⁹⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

geniş olarak bünyesinde barındırmaktadır. Bu nedenle tahvili alınacak şirketin, sağlam bir mali analiz sürecinden geçirilmesi gerekmektedir.³⁰⁰

Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil

Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda 14.07.1992 tarih ve Seri: II, No: 15 sayılı "Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlemeleri yapılmış olan hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil (HDT), sahibine, elindeki tahvili önceden belirlenmiş sayıdaki hisse senedi ile değiştirme hakkı veren sabit getirili menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır.³⁰¹ HDT ihracı özellikle, hisse senedi piyasasının sunduğu yüksek getiri potansiyelinden yararlanmayı amaçlayan, bununla birlikte, hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliğin getirdiği riski üstlenmek istemeyen yatırımcılara hitap etmektedir. HDT, yatırımcılara sabit getirili menkul kıymetlerin içerdiği gelir güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunabilmektedir.³⁰²

Kara İştirakli Tahvil

İhraççı ortaklığın karına oranlanmış getiri sunan bir tahvil çeşidi olarak tanımlanabilecek olan kara iştirakli tahviller (KİŞT) Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda 14.07.1992 tarih ve Seri:II, No:16 sayılı "Kara İştirakli Tahvil İhraç Esasları Tebliği" ile düzenlenmiştir. KİŞT'lerin tahvillerin sunduğu sabit getiri özelliğinin yanı sıra ihraççı şirketin karlılığına bağlı olarak yatırımcı açısından değişken getiri imkanı da bulunmaktadır.³⁰³ KİŞT, maktu bir faiz oranı yerine bilanço karından pay veren bir tahvil çeşidi olup; hem faiz hem kar payı veren, ya faiz ya da kar payı veren olmak üzere üç farklı çeşitte olabilir.³⁰⁴

³⁰⁰ <http://tr.wikipedia.org/wiki/Tahvil>, (18 Mart 2008)

³⁰¹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

³⁰² Sermaye Piyasası Kurulu, **Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, Yeterlik Etüdü**, SPK Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara 1999, s.ii

³⁰³ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

³⁰⁴ "Sermaye Piyasası Araçları"

Katılma İntifa Senetleri

TTK'nun 402 ve 403'üncü maddelerinde intifa senetleri ile ilgili hükümler bulunmaktadır. Kurul, Sermaye Piyasası Kanunu'na ve TTK'nda yer alan intifa senetleri hakkındaki hükümler ve sözleşme serbestisi ilkesine dayanarak katılma intifa senetlerine ilişkin düzenlemeleri, 14.7.1992 tarih ve 21284 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: III; No: 10 "Katılma İntifa Senetleri İhracına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yapmıştır.³⁰⁵ Katılma İntifa Senedi (KİS) nakit karşılığı satılmak üzere anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve sahibine ortaklık hakkı vermeyen pay senedi olarak nitelendirilebilir.³⁰⁶ KİS kar payı, tasfiye payı ve yeni payları edinmede rüçhan hakkı ve Tebliğ'de belirtilen imkanların bir bölümünden veya tamamından yararlanma hakkı sağlayan, nama yazılı veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilen menkul kıymettir³⁰⁷ ve herhangi bir süre söz konusu değildir. TTK 403'üncü madde uyarınca intifa senedi sahiplerine azalık hakları verilemez; ancak safi kazançta veya tasfiye neticesine iştirak yahut yeni çıkarılacak hisse senetlerini alma hakları tanınabilir.³⁰⁸ Birikimleri karşısında faiz almak istemeyen ve/veya ortaklığın yönetiminde söz sahibi olmaktan çok alacakları kar payı ile ilgilenen yatırımcılar açısından da KİS, çekici, değişik bir menkul değer (finansal varlık) türü oluşturabilir.³⁰⁹

Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi (KZOB)

Öncelikli hisse senetleri ile tahvil arasında melez bir finansal varlık olan³¹⁰ kar ve zarar ortaklığı belgesi (KZOB) ihracına ilişkin esaslar, 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren SPK'nun Seri: III, No: 27 sayılı "Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir.³¹¹ İhraççılar, kâr ve zarara ortak olmak üzere, tüm faaliyetlerin gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için; yurt içinde satılmak

³⁰⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

³⁰⁶ Öztin Akgüç, s.775

³⁰⁷ "Sermaye Piyasası Araçları"

³⁰⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

³⁰⁹ Öztin Akgüç, s.775

³¹⁰ Çağatay Yücel, "Türk Finans Piyasası'nın Uluslararası Finans Piyasalarına Entegrasyonu", Ankara, 2002, <http://194.27.26.6/~karatepe/ifinance/TRFin.pdf>, (1 Şubat 2007) s.6

³¹¹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

üzere Türk Lirası üzerinden veya yabancı paraya endeksli, yurt dışında satılmak üzere ise, Türk Lirası veya yabancı para üzerinden ya da yabancı paraya endeksli “Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi” adı altında menkul kıymet ihraç edebilir.³¹² İhraç edilecek KZOB'ların üzerine, kâra ve zarara katılacağı ve bu belgelere kâr garantisi verilemeyeceği açıkça yazılır. KZOB'lar sahiplerine “kâra ve zarara katılma hakkı ve mükellefiyeti getirir, zarar halinde ana paranın eksilir”, ancak, zararın anaparanın belli bir yüzdesi ile sınırlandırılması mümkündür. KZOB, kâr-zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle birlikte, pay senedi sayılmazlar ve belge sahipleri işletme yönetiminde oy kullanmazlar.

Temel çıkarım amacı, menkul kıymetler piyasasında işlem gören araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmenin yanı sıra faiz dışı kazanca uygun olmaları ve işletmeye sabit bit yük getirmemesi nedeniyle işletmeler tarafından tercih edilen³¹³ KZOB'larda en kısa vade bir ay, en uzun vade yedi yıl olup, vadeler, ortaklık faaliyetinin özelliğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenir ve vade sonlarında KZOB bedelleri defaten ödenir.³¹⁴ KZOB'ların tümünün kâr veya zarara katılma payının tesbitine esas olan kâr veya zarar miktarı, ihraççının vergiden önceki kâr veya zararıdır.

Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Kar Zarar Ortaklığı Belgesi

İhraççılar vade sonunda KZOB sahiplerine ödenmesi gereken tutar karşılığında artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerini alma hakkı verebilirler. KZOB'ların hisse senetleri ile değiştirilmesi ortaklıklardan itfa suretiyle nakit çıkışını önleyerek esasen bir dış kaynak olarak KZOB sahiplerinden elde edilen fonun sermayeye ilave edilmek suretiyle öz kaynağa çevrilmesini sağlar. Hisse senedi ile değiştirilebilme hakkı sadece halka arz suretiyle satışı yapılan KZOB'lara tanınabilir ve KZOB'ların hisse senetleri ile değişimi ancak vade sonunda yapılabilir. İhraççının genel kurulu veya

³¹² “Sermaye Piyasası Araçları”

³¹³ Niyazi Berk, s.331-332

³¹⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

yönetim kurulu, KZOB sahiplerinin hisse senedi alma haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamayacaktır.³¹⁵

Finansman Bonoları

Borçlanma senedi ihracı yoluyla finansmanın en bilinen araçlarından olan tahvil ve finansman bonolarından finansman bonusu kısa vadeli, tahvil ise uzun vadeli borçlanma aracıdır. Vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihracı tarafından belirlenen, Batı ülkelerinde “commercial paper” olarak adlandırılan ve vadelerinin kısıtlılığı nedeniyle para piyasası aracı olarak kabul edilen³¹⁶, finansman bonolarının ihraç koşulları 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III No:13 sayılı "Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlenmiştir. Finansman bonoları, ihraççıların SPK Seri:III No:13 sayılı Tebliği hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları ve kupür büyüklüğü en az 5 milyon lira olan emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Finansman Bonoları bir çeşit borçlanma senedir. İhraççılar; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş idare ve işletmeleri olarak tanımlanmıştır. Finansman bonoları teminatlarına göre;³¹⁷

- ❖ **A tipi:** Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,
- ❖ **B tipi:** İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş (banka destek kredisi, ihraççının finansman bonusu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullandırmayı taahhüt ettiği krediyi ifade eder) finansman bonoları,
- ❖ **C tipi:** Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,
- ❖ **E tipi:** Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,

³¹⁵ A.g.e.

³¹⁶ Çağatay Yücel, s.6

³¹⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

- ❖ **F tipi:** Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları adları altında düzenlenmektedir.

Teminatsız finansman bonoları ise genellikle finansal durumlarında belirsizlik olmayan büyük ve tanınmış şirketler tarafından ihraç edilmekle birlikte çoğunluk bir bankadaki özel destekleyici kredi limitiyle işletmeler finansman bonusu ihracını güvence altına alırlar. Finansman bonusu ihracı yoluyla fon sağlanmasının avantajları şu şekilde sıralanabilir;³¹⁸

- ❖ İşletmeye alternatif yöntemlere kıyasla daha ucuz fon sağlayabilir. Bankaların kredi faizlerine ek olarak aldıkları komisyonlar vb masraflar nedeniyle banka kredilerinin maliyeti, finansman bonusu satışından sağlanan fonların maliyetinden daha yüksek olabilmektedir.
- ❖ Banka kredilerinin limiti konusunda yasal ve/veya banka yöneticilerinin koyduğu sınırlamalar söz konusu iken, finansman bonusu için böyle bir sınırlamanın bulunmamaktadır.
- ❖ Bono ihracı yapan şirket, ihraç sayesinde prestij kazanmakta ve bu sayede piyasada adını duyurabilmektedir.

Finansman bonusu ihracının işletme için dezavantajları ise;³¹⁹

- ❖ Bu olanaktan belli iş kollarında tanınmış, itibarı yüksek firmalar dışındaki firmaların yararlanamaması,
- ❖ Bonoların geniş bir alıcı kitlesine sahip olmaması,

³¹⁸ Öztin Akgüç, s.485-486

³¹⁹ Serpil Yaşar, s.16

- ❖ Bono ihracında bonoyu çıkaran ile alanlar arasındaki ilişkinin kişisel bir nitelik taşıması nedeniyle bononun vadesinde ödenmesinin kesinlikle zorunlu olmasıdır.

Uluslararası piyasalarda vadesi ortalama 90 gün olan ve kısa vadesi nedeniyle ikincil piyasaları aktif olmayan finansman bonolarının, Türkiye’de kredi değerliliği yüksek firmalar için satışı kolayken, tanınmamış veya yeni kurulmuş firmalar için banka garantili olarak ihraç edilmesi tercih edilmektedir.³²⁰

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonu olarak türetilen varlığa dayalı menkul kıymetleri (VDMK), Türk Sermaye Piyasası’nın en çok ilgi çeken yatırım enstrümanlarından biri olmuştur.³²¹ VDMK, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş doğrudan veya temellük edilmiş alacaklar karşılığında ihraç edilen kıymetli evraktır.³²² VDMK, ihraççıların kendi işlemlerinden doğmuş alacakları veya bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında Kurul’ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraklar olarak tanımlanmışlardır. Menkul kıymetleştirme uygulaması ile çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış ve belgelenmiş alacak kalemleri ile aktifin diğer bir bölümünü oluşturan duran varlıkların menkul kıymet haline getirilerek alım satım yapılabilmesi söz konusu olabilmektedir. Şimdiye kadar menkul kıymetler, ortaklık bilançolarının pasifine bağlı olarak çıkarılırken menkul kıymetleştirme ile bilanço aktiflerine menkul kıymet çıkarılabilmesi de söz konusu olmuştur.

³²⁰ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, s.135

³²¹ Çağatay Yücel, s.6

³²² “Sermaye Piyasası Araçları”

Borsada Halka Arz

Cirosu belirli büyüklüklere ulaşmış veya devam eden projeleri sonrası ulaşacak, reel olarak büyüyen, nakit yaratma gücü kuvvetli olan veya halka arz sonrası hızlanacak, yatırımlarının finansmanı, mevcut borçluluk düzeyinin düşürülmesi veya işletme sermayesi ihtiyacı için kullanacak, işletmeler için oldukça uygun bir finansman yöntemi olan halka arz ayrıca; diğer faaliyet kollarını finanse etmek veya yeni alanlara yatırım yapmak isteyen işletme ortakları için de önemlidir.³²³

Nakit ihtiyacı olan ve kendini başarılı gören bir işletme halka açılmaya karar verebilir. İşletmenin hisse senetlerinin halka ilk satışına ilk halka açılma denir. Şirket kurucuları ve risk sermayedarı hisse senetleri satmak yoluyla kendi kazançlarının bir kısmını nakde çevirirlerse bu da ikincil halka açılmadır.³²⁴ Başarılı bir firma ilk halka açılmadan sonra da büyümeye devam ederek, zaman zaman hisse senedi veya tahvil ihraç ederek daha fazla para toplamaya gerek duyabilir. Firmanın yeni hisse senedi satışları birincil piyasada gerçekleşir. Menkul kıymet borsaları ise yatırımcılara mevcut hisse senetlerini kendi aralarında alıp satma izni verir ve ikincil piyasalar olarak tanımlanırlar.³²⁵ Anonim ortaklık yapısına sahip olan KOBİ'ler için de sermaye piyasası bu açıdan önemli bir piyasa niteliğindedir. KOBİ'ler sermaye piyasası araçlarından faydalanmanın yanı sıra borsada halka açılarak da önemli bir gelir elde edebilirler. Hisse senedi ihracı, gerek şirket ortaklarının ellerindeki mevcut payları halka arz etmeleri gerek sermaye artırımları yoluyla toplanan sermayenin şirket sermayesine ilavesiyle mümkün olmaktadır.³²⁶

³²³ <http://www.denizyatirim.com/Kurumsal5.asp>, (12 Ekim 2007)

³²⁴ Richard A. Brealey ve Diğerleri, **İşletme Finansının Temelleri**, Literatür Yayıncılık Dağıtım Pazarlama Ltd.Şti., Ekonomik Baskı, Aralık 2005, s.375

³²⁵ A.g.e., s.115

³²⁶ Erdem Alptekin, "KOBİ'ler Alternatif Finansman Kaynakları'nın Farkında mı?", **İzmir Ticaret Odası Ar-Ge Bülten**, Haziran 2007, s.6

Sermaye piyasasından uzun süreli fon sağlamak isteyen firmalar piyasada aracılık yapan finansman kurumlarında çeşitli şekillerde yararlanarak fon gereksinmelerini karşılayabilirler. Bu yollar aracı kurumların,³²⁷

1. Şirketlerin çıkaracakları menkul değerleri satın alarak kendi nam ve hesaplarına halka satmayı taahhüt etmesi (aracı yükümü - yüklenimli aracılık – underwriting),
2. Menkul değerlerin gerektiğinde satın alınacağını taahhüt etmek, destekleme alımı yapması (bakiyeyi yüklenim – standy - by underwriting),
3. Menkul değerler çıkaracak firmalarla tasarrufçu kurumlar arasında aracılık yapması,
4. Menkul değerler çıkaran şirketlerin satış ajanı olarak hareket etmesi gişe hizmetleri sunması, ihracın mümkün olduğu kadar çok satılmasını kabul etmesi ama bütün satışı garanti etmemesi (en iyi gayret aracılığı),
5. Garantiler vermesi şeklinde sıralanabilir.

5.1.2. KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri

5.1.2.1. Finansman Sorunları

KOBİ'lerin ekonomideki esnekliklerine rağmen varlıklarını devam ettirebilmeleri ve büyümeleri için gerekli en önemli unsurlardan birinin finansman/kaynak olduğu yadsınamaz bir gerçektir.

Türkiye'de KOBİ'lerin en çok karşılaştığı sorunların başında, pazarlama ve pazar payını artırma, planlama, finansman faaliyetleri ve bürokrasi gelmekte, bilimsel olmayan çalışma yöntemleri, finansman sıkıntıları ve teknolojik yetersizlikler ile

³²⁷ Öztin Akgüç, s.804

birlikte hepsini etkileyen en önemli sorunu ise eğitimsizlik ve bilgisizlik teşkil etmektedir.

KOBİ'lerin finansman sorunlarının temelinde özkaynak ve işletme sermayelerinin yetersiz oluşu gelmekte ve özkaynak yapıları yeterli olmayan işletmeler büyümede ve faaliyetlerini sürdürmede zorluklarla karşılaşmaktadırlar. Tablo 5.3.'ten de görülebileceği gibi genel olarak kredi maliyetleri ve işletme sermayesi yetersizliği yıllardır KOBİ'lerin ve büyük ölçekli işletmelerin iki önemli problemi olarak istatistiklere yansımıştır. 2007 yılında da durumun çok fazla değiştiğini söylemek mümkün değildir.

Tablo 5.3.
Firma Büyüklüğüne Göre Finansal Sorunların Dağılımı (%)

	Küçük	Orta	Büyük
Kredi Bulamamak	12.43	10.82	-
Kredi Maliyetinin Yüksek Olması	25.99	30.22	32.23
Özkaynak Yaratamamak	18.64	15.49	18.91
İşletme Sermayesi İhtiyacı	23.45	20.34	24.37
Finansal Teşviklerin Azalması	9.89	10.82	11.80
Personel Tasarrufu	5.08	3.36	4.57
Yatırımlar	4.52	8.96	8.12

Kaynak : Bakış Dergisi, 1996, Sayı 56, s.22

2007 yılında yapılan bir araştırmada ise sanayicinin çözülmeyen sıkıntıları; üretimde ithal girdi oranının yüzde 35'ler dolayında olması, yerli girdi üreticilerinin sıkıntılarının devam etmesi, Türkiye'de imalat sanayinin ithalata ve ithal girdilere bağlı hale gelmesi, finansal darboğazda olan işletmelerin oranının yüzde 51.5'e ulaşması, işletmelerin finansman darboğazının devam ediyor olması, finans sorununda en büyük

sıkıntının kredi maliyetinin yüksekliğinden kaynaklanması, 2007 yılının ikinci yarısında işletmelerin yüzde 45.1'inin yatırım yapmamış olması şeklinde sıralanmaktadır.³²⁸

KOBİ'ler finansman yetersizlikleri nedeniyle gelişmiş teknolojilere sahip olamamakta, eski teknoloji ile emek yoğun çalışmak zorunda kalmakta, bu da ürettikleri malın kalitesine olumsuz yansımaktadır. Kalitesiz üretim, KOBİ'lerin satış gücünü, dolayısıyla hem büyük işletmelerle hem de yurtdışındaki rakipleriyle rekabet etme güçlerini azaltmaktadır. Eski teknolojilerle yapılan üretimin ihracata dönüştürülmesi ve uluslararası pazarlarda rekabet edebilmesi mümkün değildir. Finans ve pazarlama faaliyetlerini gereği gibi yerine getiremeyen KOBİ'ler ise bu anlamda büyük işletmelere karşı diğer alanlarda sahip oldukları üstünlüklerinden istenilen biçimde yararlanamamaktadırlar. Özellikle finansman sıkıntıları nedeniyle pazarlama fonksiyonuna yeterince önem verememekte ve pazarlama faaliyetlerinin yerine getirilmesinde yetersiz kalmaktadırlar. Pazarlama için gerekli olan harcamalar ise yeterli düzeyde yapılamamaktadır. Bir diğer ifadeyle kaynak sorunu, KOBİ'lerin piyasa paylarını korumada ve dışa açılmada en büyük sıkıntılarıdır. Kaynak sorununu yaratan ve KOBİ'lerin mevcut finansal kaynaklardan faydalanamamalarındaki başlıca nedenler ise³²⁹,

- ❖ Yeterli karlılık oranlarına sahip olmamaları,
- ❖ Taşıdıkları finansman riskleri,
- ❖ Teminat yetersizliği,
- ❖ Yüksek faiz ve
- ❖ Uygun olmayan ödeme koşullarıdır.

³²⁸ İstanbul Sanayi Odası, **Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması Sonuçları 2007 – I**, Ağustos 2007,

³²⁹ İstanbul Sanayi Odası, **5. Sanayi Kongresi, Sürdürülebilir Rekabet Gücü Küresel Değişimde Yeni Dinamikler ve Türk Sanayinin Yol Haritası Özet Kitabı**, s.52

Kredi kaynaklarına ulaşmada yaşanan zorlukların yanı sıra KOBİ'lerin özellikle işletme sahibinden de kaynaklanan finansal dezavantajları şu şekilde sıralanabilir;³³⁰

- ❖ Yetersiz finansman bilgisi,
- ❖ Modern finansman tekniklerini yeterince izleyememe,
- ❖ Sermaye piyasasına girememe,
- ❖ Yeni ortak alımında her iki tarafta da tereddütler,
- ❖ Oto finansman olanaklarının kısıtlı olması,
- ❖ Genelde kredi almada teminat sorunu,
- ❖ İşletme sahibinin kişisel varlıklarıyla sorumlu tutulması,
- ❖ Kredi hacminin düşük, kredi maliyetlerinin yüksek, vadelerinin istenilen uzunlukta olmaması şeklinde sıralanabilir.

KOBİ'lerin çoğunda işletme sahibi ve yöneticileri teknik kökenli olduğundan, finansman ve muhasebe konusunda fazla bilgiye sahip değildirlere. Bu tür bilgileri, uzman kişilerden sağlama imkanları da sınırlıdır. Bu nedenle yaşanan sermaye yetersizliği sorununun yanında yöneticilerinin finansman bilgilerinin de yeterli olmaması ve bu konuda yetişmiş elemanlar istihdam edilmemesi sorunu daha da derinleştirmektedir.

KOBİ'lerde iş yönetiminde iki mali hedef bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ödenmesi gereken çek ve senetler ve gerekli konular için yeterli nakit akışını sağlamak, diğer amaç ise işletmenin karını imkanların elverdiği ölçüde artırmaktır.³³¹ Günden

³³⁰ Tamer Müftüoğlu, **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler; Sorunlar ve Öneriler**, Sevinç Yayınevi, Ankara, 1991, s.62

³³¹ Doğan İ. Kargül, s.37

güne gelişim göstermekle birlikte, küçük işletmelerde ve bazı orta ölçekli işletmelerde görülen finansal özellikler şu şekilde belirtilebilir;³³²

- ❖ KOBİ'lerin ayrı bir finansman bölümü yoktur.
- ❖ KOBİ'lerde işletme sahibinin işletmesiyle özdeşleşmesi ve bir kader birliğine girmiş olması, bu işletmelerin kredilendirilmesi şartlarında da etkisini göstermektedir. Nitekim KOBİ'ler kredilendirilirken, kredi verilen işletmenin performansı ve ödeme gücünden ziyade işletme sahibinin kişi olarak gösterebileceği teminatlara bakılmaktadır.
- ❖ İşletmenin iflası durumunda küçük işletme sahibi işletmesindeki varlıklara ilave olarak tüm kişisel varlığını da kaybetmek durumunda kalmaktadır. Böylesi bir risk dolayısıyla işletme sahipleri, kredi almaktan çekinebilmektedir.
- ❖ Oto finansman bakımından KOBİ'ler büyük işletmelere göre daha olumsuz şartlar taşımaktadır. Oto finansman tutarı bu işletmelerde düşük düzeylerde kalmaktadır.
- ❖ KOBİ'lerde sermaye yoğunluğunun nispeten düşük olmasının bir başka sakıncası da gizli ihtiyatların teşkilinde yatmaktadır.

Türkiye'de KOBİ'lerin finansal kaynaklara ulaşma sırasında çok büyük zorluklarla karşılaşmaları yatırımlarını, yarattıkları katma değeri ve ihracatı azaltıcı yönde etki yapmaktadır. Uluslararası piyasalarda gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren KOBİ'lerin ise üretimin ikinci faktörü olan sermayeyi daha hızlı, daha az riskli ve daha düşük maliyetle bulmaları rekabette onları daha üstün duruma geçirmektedir. Özellikle KOBİ'lerin finansman sağlama konusunda en çok başvurdukları sektör olan bankacılık sektöründen kredi kullanım oranları henüz istenen seviyede değildir. Kredi kullanımının düşük olmasının nedenleri ise; reel faiz oranlarının yüksek olması, büyük ölçekli işletmeler gibi kredi maliyetlerini ürettikleri malın fiyatına tamamen yansıtıp satış

³³² Tamer Müftüoğlu, s.57

miktarını arttıramamış olmalarıdır. Kısa vadeli finansmanda tüm firmalar için en önemli problem kredilerin pahalılığı olarak gösterilmiştir.

Tablo 5.4.
Kısa Vadeli Finansman Sorunlarının Sebepleri (%)

	Küçük	Orta	Büyük	Tüm Firmalar
Yetersiz İşletme Sermayesi	19.7	17.4	18.9	18.9
İşletme Kredisi Temininde Güçlükler	14.3	12.6	4.4	11.6
Piyasadan Tahsilatta Karşılaşılan Güçlükler	26.5	25.1	37.8	28.6
Banka Kredilerinin Pahalı Olması	32.0	36.2	26.7	32.1
Dış Piyasaların Durumu	2.7	1.4	1.1	1.8
Resmi Kuruluşlardan Yapılan Tahsilatta Karşılaşılan Güçlükler	1.4	2.5	6.7	3.1
Diğer	3.4	4.3	4.4	4.0

Kaynak : Bakış Dergisi, 1996, Sayı 56, s.23

Bir diğer sorun bankaların risklerini güvence altına almak için istedikleri teminatlardan kaynaklanmaktadır. Finans kuruluşları riskli gördükleri KOBİ'lerden kredi ilişkisine girmek için yüksek teminatlar istemekte, bu durum ise KOBİ'leri kısır döngüye sokmaktadır. Eğer bir işletme kazandıklarını sermayesine ekleyip, taşınmaz edinmemişse kredi alma şansı azalmaktadır. Özellikle 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerde finans kuruluşlarının yaptıkları ilk iş, kredi kullandırımını durdurmak ve mevcut kredilerin geri çağırılması olmuş, bu durum da KOBİ'leri nakit akış planlarında olmayan bir durumla karşı karşıya bırakmış ve finansal açıdan zor duruma düşürmüştür. Bununla birlikte, işletmelerin özellikle KOBİ'lerin 1997 yılında en yüksek seviyelerde seyreden kaldıraç oranları 2000 yılına kadar düşüş göstermiş, kriz etkisiyle 2001 yılında tekrar artmış, takibeden yıllarda ise hızlı gerileme kaydetmiştir. Dahası dengeli makro ekonomik göstergeler ve ekonomideki iyiye gidiş şirketlerin yatırımlarını arttırmalarını fakat bu artışı daha ziyade kendi kaynakları ile yapmalarına neden olmuştur. Sanayide kaldıraç oranındaki düşüş ve buna bağlı olarak toplam varlıkların içinde kendi fonlarıyla

finansmanın oranının artışı çok daha belirgin bir yükselme göstermiştir.³³³ Yaşanan krizlerin ardından mali yapıları oldukça bozulan ve borç geri ödeme kabiliyetleri azalan firmaların mali yapılarının, 2003 yılında finansman giderlerinin büyük ölçüde azalmasına, karlılığın artış göstermesine ve özkaynakla finansmanın büyük artışlar göstermesine bağlı olarak daha sağlıklı hale geldiğini göstermektedir.³³⁴

Yapılan bir araştırmada, KOBİ'lerde sermayenin kaynağının yüzde 78.6'sını önceden yapılan tasarrufların; yüzde 7.7'lik kısmını da banka kredilerinin oluşturduğu ortaya çıkmıştır.³³⁵ Oransal olarak kredilerin kısa vade yapısı ise Türkiye'deki işletmelerin özellikle de KOBİ'lerin mevcut nakit akışı ile ancak faiz ödemelerini karşılayabilmelerine neden olmakta, bu durum da mali güçlerini zayıflatmakta ve şoklara karşı dirençlerini kırmaktadır.³³⁶

Türkiye'de halihazırda orta vadeli kredi verme oranının istenen seviyede olmadığı dikkate alındığında; KOBİ'lerin yatırımlarını orta vadeli kredi kullanmaksızın daha çok özkaynak, satıcı kredileri ve kısa vadeli banka kredi ile karşılamaya çalıştıkları gözlenmektedir. KOBİ'lerin yatırımlarını da özkaynaklarının yetersiz kaldığı durumlarda, orta vadeli kredi yerine kısa vadeli banka kredilerine yönelmeleri sonucu ise daha üretim aşamasına gelmeden kredilerin geri ödeme sürelerinin gelmesi ile mali krize girebilme şekline dönüşebilmektedir. Bu tür örneklerle sıkça karşılaşıldığından dolayı KOBİ'ler ya kredi almaktan çekinmekte ya da yeni yatırımlara girmekten kaçınılmaktadırlar. Yeni yatırımlara girilmemesi istihdamın artmasını engelleyerek ülke ekonomisinin kalkınmasını olumsuz yönde etkilemektedir.

³³³ The Central Bank of the Republic of Turkey, **Corporate Sector Financial Structure in Turkey: A Descriptive Analysis**, Research and Monetary Policy Department, Working Paper No:06/07, Ankara, December 2006, s.9

³³⁴ TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu 2005**, Sayı:1, Ankara, Ağustos 2005, s.39

³³⁵ http://akademiktisat.sitemynet.com/makaleler/kobi_finansal_sorunlar.htm, (7 Şubat 2008)

³³⁶ The Central Bank of the Republic of Turkey, **Corporate Sector Financial Structure in Turkey: A Descriptive Analysis**, s.19

Kredi maliyeti, enerji fiyatları, döviz dalgalanmaları, iç talep daralmaları ve çeşitli nedenlerden ötürü karlılık oranları oldukça düşük olan KOBİ'lerin oto finansman yoluyla özkaynak yaratmaları da oldukça güçleşmektedir. Bilgi yetersizliği nedeniyle diğer finansman araçlarını ise göreceli olarak daha az tercih etmektedirler. Tablo 5.5.'in de gösterdiği gibi kısa vadeli finansman problemi olarak işletmelerin karşısına çıkan kredi maliyeti, faiz oranlarının yüksekliği ya da yatırım kredilerinin pahalı olması durumu ve kredi kullanma sürecinin zorluğu tüm firmalar için uzun vadeli finansmanda da sorun olarak tesbit edilmiştir.

Tablo 5.5.
Firma Büyüklüğü ve Uzun Vadeli Finansman Sorunları (%)

	Küçük	Orta	Büyük	Tüm Firmalar
Yetersiz Özkaynak	21.2	28.4	17.4	23.2
Yatırım Kredisi Almaktaki Güçlükler	19.7	21.0	28.3	23.2
Yatırım Kredilerinin Pahalı Olması	40.9	40.7	37.0	38.6
Etkin Bir Sermaye Piyasasının Yokluğu	1.5	2.5	4.3	3.0
Hükümetin Genel Ekonomi Politikası	9.1	4.9	6.5	6.6

Kaynak : Bakış Dergisi, 1996, Sayı 56, s.23

İşletmeler uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için sermaye piyasası aracılığıyla tahvil - finansman bonusu da ihraç edebilme imkanına sahip olsalar bile iç borçlanma senetlerinin yüksek faiz oranlarıyla çok yaygın olarak dolaşımda olması, KOBİ ve daha büyük ölçekli işletmelerin tahvil - finansman bonusu ihraç etmelerine engel olmuştur. Sermaye artırımında ise ya mevcut ortakların ya da sermaye piyasası aracılığıyla yeni ortakların sermaye artırımına katılması mümkün olmakla birlikte, KOBİ niteliğindeki işletmeler yeterince tanınmadıkları ve asgari kotasyon şartlarını yerine getiremedikleri için Sermaye Piyasası aracılığıyla hisse senedi ihraç etmekten kaçınmaktadırlar.

Bir diğerk problem ise KOBİ'lerin denetimden geçmiş, Şeffaf ve tek finansal tablolara ve kayıtlara sahip olmamalarından kaynaklanmaktadır. KOBİ'lerin kayıt dışı bilançolarında yeterli zkaynak ve aktif byklge sahip olmamaları (ya da olduklarını beyan etmek istememeleri) nedeniyle, bankalar kredi vermekte tereddüt etmektedirler. Bununla birlikte, kayıt içine girmenin de getirdiği ek maliyetler KOBİ'ler için bir diğerk sorunu teşkil etmektedir. Kayıt dışı ekonominin ilk bakıŐta KOBİ'ler açısından haksız bir rekabet avantajı yarattığı doğru olmakla birlikte, vergi yükünün ve diğerk maliyetlerin artması da uluslararası pazarlarda rekabet güçlerini oldukça aşağı seviyeye çekmektedir.

Genellikle finansal yapıları itibarıyla birbirine benzeyen KOBİ'lerin bilançolarının net ve gerçek değerlerini göstermiyor olmasının yanı sıra borçlanma yapılarındaki kur deėiŐiklikleri de ekonomik Şoklara karşı korunmasız kalmalarına neden olmaktadır.³³⁷ Satışlarının çoğu yurt içine ve YTL üzerinden yapan bir işletmenin döviz cinsinden borçlanması mevcut korunma (hedging) yöntemlerinden birini kullanmaması durumunda onu kurlardaki yükselmeler karşısında olumsuz etkileyecek ve maliyetlerini artırıcı etkiler yaratacaktır.

5.1.2.2. zm nerileri

zkaynak yetersizliği ve finansman, buna bağlı olarak oluşan yüksek üretim ve finansman maliyetleri, verimsizlik, pazarlamada ve yeni pazarlara ulaşmada güçlük, kurumsallaşma, eğitim düzeyi yüksek işgücü istihdamında kayıt dışılık Şeklinde sıralanabilecek KOBİ'lerin temel sorunlarının; hem hükümet hem ilgili devlet kuruluşları (Devlet Planlama Teşkilatı, KOSGEB, Dış Ticaret Müsteşarlığı, BDDK), hem Ticaret ve Sanayi Odaları hem de KOBİ'lerin yesi oldukları vakıf, federasyon, dernek, birlik gibi Sivil Toplum Kuruluşları, niversiteler işbirliği ile üretilecek politikalar çerçevesinde çözülmesi gerekmektedir.

³³⁷ The Central Bank of the Republic of Turkey, **Corporate Sector Financial Structure in Turkey: A Discriptive Analysis**, s.2

Üyelerini ve kapasitelerini iyi bilen sivil toplum kuruluşlarının özellikle girişim sermayesi sürecinde üyelerine finansal açıdan destek olabilecekleri finans kurumları kurmaları, hem işletmelerin hem de buldukları bölgenin ekonomik ve sosyal gelişiminde faydalı olacaktır. Bu tür kuruluşların Avrupa Yatırım Fonu, AB Hibe ve Destekleri ve Dünya Bankası kredileri ile proje bazında desteklenmeleri ve bu kurumlardan hibelerin yanı sıra düşük maliyetli kredi kullanabilme imkanlarını üyelerine yansıtmaları, özellikle işletmelerin şikayetçi oldukları yüksek kredi maliyetlerine de bir çözüm getirebilecektir.

KOBİ'lerin yurtiçi finans kaynaklarından yararlanabilmeleri ve toplam kaynakların toplam fon talebini karşılayabilecek düzeye gelmesi için özellikle ve öncelikle rekabet güçlerini olumsuz etkileyen kayıt dışı ekonominin azalması gerekmektedir. Bunun için de;

- ❖ KOBİ'lerde anonim şirketleşme ve kurumsallaşmaya önem verilmeli,
- ❖ Şeffaflık ve iyi yönetim için gerekli çalışmalar yapılmalı,
- ❖ İşletmelerin taşıdıkları üretim maliyetlerini artırıcı vergi yükü düşürülmeli,
- ❖ Ucuz kaynak sağlayabilmeleri için düzenlemeler yapılmalı,
- ❖ Kayıt dışılığı düşürecek kapsamda etkili denetimler yapılmalıdır.

KOBİ'lere sağlanması gereken teknoloji ve finansman desteği konusu ise şu alt başlıkları içermektedir,³³⁸

1. İşletmelerin sorunlarının çözümü rekabet gücünün artırılması için ne tür teknolojik ve finansal desteklere ihtiyaç duydukları belirlenerek gerekli kaynakların oluşturulması sağlanmalı,

³³⁸ Alövsat Müslümov, s.95

2. Bu işletmelere kredi veren ve verebilecek kuruluşlar ile işbirliği yapılarak finansal kaynaklar arttırılmalı,
3. Kredi kuruluşlarının istediği teminat vb. diğer koşulların hafifletilmesi için çalışmalar yapılmalı,
4. Bu konuda garanti - kefalet sorunlarını giderecek fonların sayısı artırılmalı,
5. Bununla ilgili olarak yasal zeminin oluşturulması sağlanmalıdır.

KOBİ'leri olumsuz etkileyen özellikle pazarlama ile ilgili konularda yapılacak düzenlemelerle de sorunların aşılması mümkündür. Söz konusu düzenlemeler;³³⁹

- ❖ Satış noktalarında KOBİ'lere teklif edilen vadelere bir sınırlama getirilmesi,
- ❖ Satış alanlarına, satış noktalarına, pazarlama ve tanıtım araçlarına girme konusunda KOBİ'lere imkan tanınması,
- ❖ TV ve radyo gibi reklam ve tanıtım araçlarından yararlarıken KOBİ'leri koruyacak sistemlerin geliştirilmesi,
- ❖ Rekabetin bozulduğu durumlarda Rekabet Kurumu'nun devreye girerek soruşturma başlatması şeklinde sıralanabilir.

İşletmelerin verimli çalışmaları hem kendilerini hem de ülke ekonomisini yükselten bir kavram olmasından dolayı, verimliliklerini artırabilmeleri için KOBİ'lerin yapabilecekleri ise;³⁴⁰

- ❖ Esas faaliyet konularında çalışmaları,

³³⁹ Yeni Ekonomik Dönemde KOBİ'ler İçin Rekabet ve Büyüme Stratejileri, s.12-13

³⁴⁰ Metin Öner ve Diğerleri, "Basel II Kriterleri Öncesinde Manisa KOBİ'lerinin Yapısal Profilinin Analizi", **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005, s.170

- ❖ Kurumsal yönetim anlayışının üst yönetimden bütün çalışanlara yaygınlaştırılması,
- ❖ Basel II ile getirilen değişikliklerin bilinerek bunlara karşı önlem alınması,
- ❖ Kayıt dışı işlemlerini kayıt altına almaları,
- ❖ İşletmenin sermaye yapısını güçlendirmeleri,
- ❖ Özellikle uzman muhasebe ve finans bilgisine sahip yöneticileri istihdam etmeleri,
- ❖ Uluslararası standartlara uygun ve güvenilir finansal tablolar üretmeleri ve bu konuda, hızlı raporlama ve istenen bilgileri üretebilen bilişim teknolojilerine yatırım yapılması olarak sıralanabilir.

Türkiye’de KOBİ’lerin sermaye piyasaları aracılığıyla hisse senedi ve tahvil ihraç etmesi yaygın olarak görülmemektedir. Gerek ellerinde fon fazlası olan yatırımcılar, gerekse fon ihtiyacı olan KOBİ’ler sermaye piyasası araçlarını kullanmakta isteksizdir. Sermaye piyasasının yeterince derinlik kazanamamış olması, spekülasyon dalgalarının bulunması, bilgi eksikliği gibi nedenlerle yatırımcılar ve fon ihtiyacı olan işletmeler, sermaye piyasası aracılığıyla fazlaca işlem yapmamaktadırlar.

KOBİ’lerin geliştirilmesi ve verimliliklerinin artırılması kapsamında oluşturulacak ve uygulanacak strateji ve politikaları;³⁴¹

1. İşletmelerin kuruluşu, faaliyeti ve hatta kapanması sürecinde karşılaşacakları bürokratik işlemleri ve muhatap olacakları kurumların ve kuruluşların sayısını azaltmak, gereksiz mevzuatı kaldırmak, bazı mevzuatların uygulanmasını basitleştirmek ve hızlandırmak için standart süreler tesbit etmek, aynı konuda birden çok mevzuat varsa bunları

³⁴¹ Muhittin Şimşek, s.21

birleştirmek, mevzuatı yeni şletmelerin kurulması veya mevcut şletmelerin gelişmesini engelleyici, hatta caydırıcı olmaktan çıkartmak,

2. İşletmelerde işyeri, makine, teçizat vb. fiziki unsurlar, sermaye, kredi vb. mali unsurlar kadar belki bunlardan daha fazla ölçüde “insan” unsuruna önem vermek,
3. İşletmelerin modern teknolojiyi süratle ve sağlıklı olarak izlemelerini, kullanmalarını ve yeni teknolojilerin süratle yayılımını teşvik etmek,
4. KOBİ’lerin ulusal ve uluslararası düzeyde daha etkin temsili için çaba sarf etmek ve meslek kuruluşlarının mevcut misyon ve vizyonlarını gözden geçirip yeni şartlara uyumlandırmalarını ve yapılanmalarını teşvik etmek

şeklinde dört temel unsur etrafında toplamak mümkündür.

Türkiye’de finansman sağlayan kuruluşlara göre, KOBİ’lerin finansmanı için yeterli düzeyde kaynak ve programlar vardır. KOBİ’lere göre ise, varolan kaynak ve programlar, KOBİ düzeyinde uygulanabilir nitelikleri içermemektedir. Bu çelişkinin giderilmesinin ve finansman kaynaklarına erişim yöntemlerinin geliştirilmesinin, girişimciliğin teşviki açısından önemli olduğu söylenebilir. Diğer taraftan finansman sorununa çözüm üretme çalışmalarında, AB kredileriyle Avrupa Yatırım Bankası fonlarını kullandıran Türk bankaları arasında kurulan ilişkilerin katkısının da gözden kaçırılmamasında fayda vardır.

5.2. TÜRKİYE’DE KOBİ BORSASI, KOBİ FİNANSMANINA OLASI ETKİLERİ VE TÜRK REEL SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR AMPİRİK ANALİZ

İşletmeler finansman ihtiyaçlarını ya özkaynaklar yoluyla ya da borçlanma yoluyla sağlarlar. Finansman kaynakları, özkaynak-borç şeklindeki bir ayırım yerine iç ve dış kaynaklar şeklinde sınıflandırıldığında, dağıılmamış karlar ve içeride yaratılan

fonlar iç kaynaklar arasında yer alırken, yeni hisse senedi ihraçları ve borçlanmak suretiyle sağlanan fonlar, dış kaynakları ifade etmektedir.

Türkiye’de uzun vadeli kaynak piyasasından işletmelerin önemli bir bölümünün yatırımlarını finanse etmek üzere özkaynak veya borç sağlamaları olanağı hukuken bulunmamaktadır. Yürürlükte bulunan yasalara göre pay senedi çıkararak özkaynak sağlama olanağı sadece anonim şirket statüsündeki işletmeler için söz konusudur. Tahvil çıkararak yabancı kaynak sağlayabilme yetkisine ise sadece devlet, yerel yönetimler, kamu iktisadi teşebbüsleri ve anonim şirketler sahiptir.

5.2.1. Mevcut Durum - İMKB

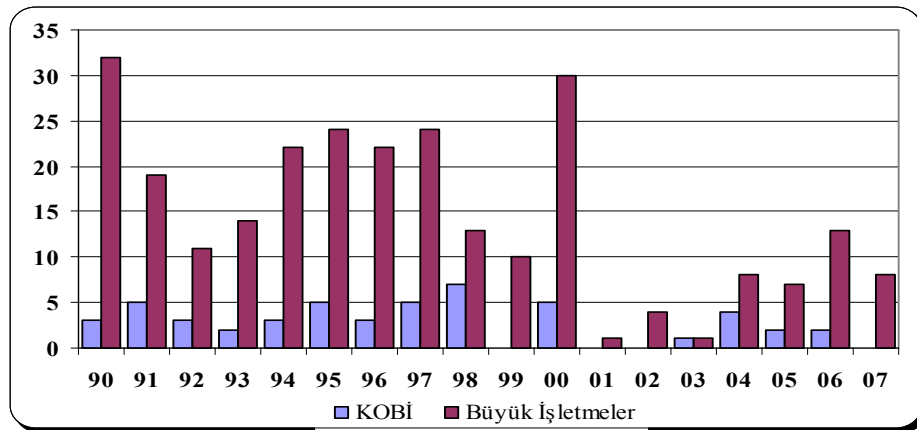
Sermaye piyasalarının Türkiye örneğinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) reel sektör ve KOBİ’ler açısından önemi büyüktür. Bunun bilincinde olan İMKB’de 1995 yılında KOBİ’lere yönelik “Bölgesel Pazar” ve “Yeni Şirketler Pazarı” oluşturulmuştur.

2007 yılı itibarıyla 326 şirketin işlem gördüğü İMKB’de şirketlerin toplam piyasa değeri 110 milyar dolar civarında olup, günlük hisse senedi işlem hacmi 800 milyon dolar seviyesindedir. KOBİ bazında durum incelendiğinde ise; İMKB’de finans dışı sektörlerde 219 şirket işlem görmekte olup, bunların 81’i 2006 yılı ciroları itibarıyla değerlendirildiğinde AB tanımına göre (50 milyon Euro’luk cironun altında) KOBİ standardında işletmelerden oluşmaktadır. Diğer bir ifadeyle işlem gören işletmelerin yüzde 38’ini KOBİ’ler oluşturmaktadır. 2005 yılı itibarıyla ise Ulusal Pazar içinde finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren 234 şirketin yüzde 42’si AB kriterlerine göre KOBİ’dir.³⁴² Son iki yılda şirketlerin cirolarındaki hızlı artış nedeniyle, Ulusal Pazar içindeki KOBİ sayısı hem sayısal hem de oransal olarak düşmüştür.

³⁴² Ali İhsan Bayındır,

İMKB aracılığıyla 1990 – 2000 yılları arasında 42 KOBİ boyutundaki işletmenin halka açılmış olduğu görülmektedir. Söz konusu işletmeler halka arzdan toplam 310 milyon dolar kaynak sağlarken, ortalama da işletme başına 7.4 milyon dolar kaynak aktarımı olmuştur. Bu değer büyük ölçekli işletmelere sağlanan kaynağın yüzde 2.7'sine denk gelmektedir. Diğer taraftan KOBİ boyutundaki işletmeler, ilk halka arzda toplam hisselerinin ortalama yüzde 24.8'ini, ortanca olarak ise yüzde 19.5'ini halka açmıştır.³⁴³ 2000 – 2007 yılları arasında ise halka açılan KOBİ sayısı yaklaşık 8, büyük işletme sayısı ise 42'dir.

Halka arz sırasında halka açıklık oranının düşük tutulması ve halka arz sonrasında da bu oranın fazla yükseltmemesi, sermaye piyasalarının işletme kontrolü üzerinde aktif rol oynamasını engellemekte, borsalar aracılığıyla şirket birleşmeleri ve ele geçirmelerini zorlaştırmaktadır. Şirket birleşmeleri ve ele geçirmelerin vekalet sorununun çözümünü kolaylaştırdığı ve işletme performansını geliştirdiği dikkate alınır, halka arz sırasında halka açıklık oranının düşük tutulması, KOBİ'lerin ve büyük işletmelerin, sermaye piyasalarının işletmeler üzerinde aktif kontrol fonksiyonunu getirdiği avantajlardan yeteri kadar yararlanmamasına ve dolayısıyla, uzun dönemde işletme değerinin düşmesine neden olmaktadır.³⁴⁴



Grafik 5.4. 1990 – 2007 Yılları Arasında İMKB’de Halka Arz Edilen İşletmeler (Ölçek Bazında)

Kaynak : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

³⁴³ Alövsat Müslümov, s.17

³⁴⁴ A.g.e., s.20

İMKB’de Ulusal Pazar dışında yine Hisse Senedi Pazarı içinde oluşturulan İkinci Ulusal Pazar ile Yeni Şirketler Pazarları ayrıca KOBİ’lere yönelik pazarlar olarak tanımlanmış ve teşkilatlanmış pazarlardır. Ulusal Pazar’ın kotasyon yönetmeliğindeki maddi koşulları sağlayamayan, kimi zaman yöresel nitelikteki KOBİ’lerin halka açılarak kaynak sağlayabilmeleri, böylece büyüyerek Ulusal Pazar kriterlerini ulaşabilmeleri amacıyla, İkinci Ulusal Pazar’da halka açılmak için Borsa Yönetim Kurulu’nun kararı yeterlidir.³⁴⁵

İlk defa 2 Ocak 1995 tarihinde Ulusal Pazar’a göre daha esnek şartlara sahip özellikle KOBİ’lerin sermaye piyasası aracılığıyla finansmanı için Bölgesel Pazarlar (Kot Dışı Pazar) kurulmuştur. Bir diğer ifadeyle, KOBİ’lerin sermaye piyasalarından yararlanmalarını teşvik etmek ve Kot İçi Pazar’da işlem görme kabiliyetini kaybeden şirketlerin işlem görmesini sağlamak amacıyla güden pazarın, kuruluş amacı şöyle belirtilmektedir; “İkinci Ulusal Pazar’ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği’ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulu’nca Borsa’da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.”³⁴⁶

İMKB’nin aldığı karar 3 Mart 2003 tarihinden itibaren hayata geçirilmiş ve Bölgesel Pazar’ın adı “İkinci Ulusal Pazar” olarak değiştirilirken, işlem görecekt şirketler arasında KOBİ’ler de ilk defa açıkça telaffuz edilmiştir. Kararda; kotasyon şartlarını sağlamayan şirketler, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler ile işlem gören şirketlerden Ulusal Pazar’da işlem görme koşullarını kaybeden ve Borsa Yönetim

³⁴⁵ Ali İhsan Bayındır,

³⁴⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “İkinci Ulusal Pazar Esasları”, Genelge No: 138, İstanbul, 13 Temmuz 2000

Kurulu'nca geçici veya sürekli olarak Ulusal Pazar'dan çıkarılmasına karar verilen şirketlerin hisse senetlerinin, İkinci Ulusal Pazar'da işlem görebileceği³⁴⁷ belirtilmiştir.

İkinci Ulusal Pazar'a kabul koşulu olarak firma büyüklüğüne ve iki yıl ardi ardına kar etmiş olma kriterine bakılmıştır.³⁴⁸ KOBİ'ler açısından piyasada girişte kotasyon koşulları çok önemli bir konuyu teşkil etmektedir. İkinci Ulusal Pazar kotasyon koşulları Ulusal Pazar'a göre çok daha hafif olan ve halka açılmak isteyen şirketlerin piyasa koşulları dışında bir engelle karşılaşmadıkları bir pazardır. Ulusal Pazar'a işletmelerin başvurabilmesi, kabul edilebilmesi ve işlem görebilmeleri için ise şirketlerin;³⁴⁹

- ❖ bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özkaynaklarının en az 13,000,000 YTL olması,
- ❖ halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 20,000,000 YTL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az yüzde 25 olması (bu oranın yüzde 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38,000,000 YTL olması)
- ❖ finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,
- ❖ esas sözleşmesinde halka açılmayı kısıtlayıcı hükümler bulunmaması,
- ❖ son yıl mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması,³⁵⁰ tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve devam eden hukuksal sorunlar yaşamıyor olması,

³⁴⁷ Müge İşeri ve Mehmet Aslan, s.181

³⁴⁸ Alövsat Müslümov, s.17

³⁴⁹ **Resmi Gazete**, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği", 24 Haziran 2004, Sayı: 25502, Üçüncü Bölüm, Kotasyon Şartları Mad.13c, 13d, 13e, 13f, 13i

³⁵⁰ Ali İhsan Bayındır,

❖ Borsa tarafından belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması, gibi koşulları yerine getirmeleri gerekmektedir.

Kotasyon koşulları ağır olmamasına rağmen Aralık 2007 itibarıyla İkinci Ulusal Pazar'da 12'si finansdışı olmak üzere 14 şirkete³⁵¹ ait hisse senetleri işlem görmekte olup, 8'i 2006 yılı cirosuna göre AB tanımı kapsamında KOBİ'dir. Mevcut durumda pazarın işlemeyişinin başlıca nedenlerini şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Şirketlerin asıl hedefleri Ulusal Pazar'da yer almaktır,
- ❖ İkinci Ulusal Pazar gerek işletme sahibi gerekse yatırımcı gözünde ikinci sınıf ve riskli borsa olarak algılanmaktadır,
- ❖ Yöre yatırımcılarına birebir inememiştir,
- ❖ İkinci Ulusal Pazar'ı güçlendirecek oranda farklı vergi avantajları devlet tarafından sağlanmamıştır.

3 Nisan 1995 tarihinde “Yeni Şirketler Pazarı” adı altına kurularak faaliyete geçen ve 2000 yılında içeriği yeniden düzenlenerek adı “Yeni Ekonomi Pazarı” olarak değiştirilen, 2003 yılında da uygulamaya geçen Pazar'ın oluşturulmasındaki amaç; “telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.”³⁵² Bir başka ifade ile “Yeni Ekonomi Pazarı”nın kuruluş amacı, yeni kurulan ve büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin hisse senetlerinin işlem görmelerini sağlamak ve kaynak elde etmelerine

³⁵¹ İşlem gören şirketler; Altinyunus Çeşme, Birlik Mensucat, Doğusan, Ege Profil, Fon Finansal Kiralama, İpek Matbaacılık, Lafarge Aslan Çimento, Meges Boya, Mert Gıda, Metemtur Otelcilik, Petrokent Turizm, Silverline Endüstri, Sönmez Pamuklu ve Şeker Finansal Kiralama'dır.

³⁵² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “Yeni Ekonomi Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları”, Genelge No:139, İstanbul, 13 Temmuz 2000

imkan sağlamak olarak tanımlanmış, daha önce pazara giriş için “yeni kurulma” kıstası aranırken, değişiklikle birlikte kıstas, “teknoloji alanında faaliyet gösterme” şeklinde değiştirilmiştir.³⁵³

Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem görecektir hisse senetlerini belirleme yetkisi Borsa Yönetim Kurulu'na aittir. SPK kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin Yeni Ekonomi Pazarı'na kabul edilebilmeleri için, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, yapılacak inceleme ve değerlendirmeler sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi gerekmektedir. Yeni Ekonomi Pazarı'nda da hiçbir resmi kotasyon koşulu bulunmamaktadır. Halka açılmak isteyen şirketler, piyasa koşulları dışında bir engelle karşılaşmamaktadır.³⁵⁴

Bununla birlikte, İMKB görevlileri İkinci Ulusal Pazar'da olduğu gibi gerek gördüğünde ilgili şirketin merkezinde ve faaliyet birimlerinde inceleme yapabilir. Bu incelemede, ortaklık yetkilileri ile görüşülerek ortaklığın üretim teknolojisi, faaliyetleri, yatırımları, iş planları, varsa hukuki sorunları, idari, mali ve finansman durumları hakkında bilgi isteyebilirler ve şirketlerde, Borsa görevlilerine incelemelerinde her türlü yardım ve kolaylığı sağlamak ve mali tabloları ile her türlü hesap ve işlemlerini incelemeye açık tutmak zorundadırlar.³⁵⁵

Giriş koşullarının bu kadar kolay olduğu telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretimi, yazılımı ve donanımı gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketleri hedef alan bir pazar olan Yeni Ekonomi Pazarı'nda, iflas ve benzeri durumlara karşı yatırımcıyı korumak amacıyla garantörlük koşulu getirilmiş, garantör sıfatını taşıyanlardan halka arz edilen hisse senetlerinin toplam tutarı kadar teminat,

³⁵³ Müge İşeri ve Mehmet Aslan, s.183

³⁵⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.5

³⁵⁵ Müge İşeri - Mehmet Aslan, s.182

kefalet ve garanti verilmesi istenmiştir. Bu durum göz önüne alındığında ise KOBİ'lerin Yeni Ekonomi Pazarı'ndan yararlanmalarının pek mümkün olmadığı görülmektedir.

Aralık 2005 itibarıyla yalnızca 2 şirketin işlem gördüğü pazarda 2007 yılı itibarıyla ise şirket sayısının ancak 3'e³⁵⁶ çıktığı ve sadece 1'inin AB tanımına göre KOBİ olduğu göz önüne alındığında, Yeni Ekonomi Pazarı'nın da başarısı sorgulanabilir.

5.2.2. Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. – KOBİ Borsası

Temel işlevi reel sektöre uzun vadeli kaynak aktarımı sağlamak olan sermaye piyasasında halka açık şirket sayısı, sermaye piyasasının o ülkede ne kadar etkin ve reel sektöre finansman sağlamak konusunda ne kadar başarılı olduğunu göstermektedir.

İMKB'de yer alan İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı'na KOBİ'lerin ilgisi yeterince sağlanamamış, KOBİ niteliğindeki işletmeler sermaye piyasasına dahil edilememiştir. Şirketlerin fonlama ihtiyaçları için sermaye piyasasını veya İMKB'de halka açılmayı tercih etmemelerinin makro ekonomik ortamdan halka açılma maliyetlerine kadar çok farklı sebepleri vardır. Bununla beraber KOBİ'ler, sermaye piyasasında kendilerine uygun bir yapılanma ihtiyacı içindedirler. Başta KOBİ'ler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin; kaynak ihtiyaçlarına çözüm bulabilmek için, faiz ve ana para geri ödeme maliyeti olmayan, sermaye piyasası aracılığıyla hisse senedi ihracını yaygınlaştırmak amacıyla yönelik olarak "Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" 18.03.2003 tarih ve 25052 sayılı resmi gazetede yayınlanmıştır.³⁵⁷ İMKB dışında bir menkul kıymet piyasası oluşturulmasına yönelik olarak, Temmuz 2005 tarihinde genel kullanımıyla KOBİ Borsası olarak da adlandırılan Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. (GİP) kurulmuştur. Aralık 2007'de ise yönetmelikte değişiklik yapılmış

³⁵⁶ İşlem gören şirketler, Armada Bilgisayar, Datagate Bilgisayar ve Plastikart'tır.

³⁵⁷ **Resmi Gazete**, "Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" 18.03.2003, Sayı: 25052,

ve 8.12.2007 tarih ve 26724 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Yönetmelikte, “kurucu şirket” olarak nitelendirilen ve piyasaya ilişkin organizasyonu oluşturmak, geliştirmek, piyasanın güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamakla görevli olacak bir anonim şirketin kurulması öngörülmüş ve bu şirketin (GİP) kuruluş çalışmalarının Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)’nin koordinasyonunda yürütülmesi³⁵⁸ uygun görülmüştür. SPK’ya faaliyet izni başvurusu için GİP’e verilen ek süre 09.12.2007 tarihinde dolmuş olmakla birlikte, GİP’in talebi üzerine, GİP’e faaliyet izni başvurusunda bulunmak için, Genel Yönetmelik değişikliğiyle 30.06.2008 tarihine kadar ek süre tanınmış ve “2008 ve Sonraki Yıllarda Gerçekleştirilecek Eylem Planı”nda GİP’in faaliyete geçiş tarihi Eylül 2008 olarak öngörülmüştür.³⁵⁹

GİP’in kuruluş amacı; başta KOBİ’ler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamasına imkan tanımak için sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik, denetim ilke ve esaslarını düzenlemektir.³⁶⁰ Bir başka ifadeyle, yeni piyasa, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketleri, hem hisse senedi ihraçları, hem de borçlanma senedi ihraçlarıyla finanse edecek bir yaklaşımla faaliyete başlayacaktır.³⁶¹

10,000,000 YTL sermayeli olarak kurulan GİP’in yüzde 85’i aracı kuruluşlar ve bankalara (52 kuruluş), yüzde 5’i TOBB, yine yüzde 5’i TSPAKB ve yüzde 5’i KOSGEB’e aittir.³⁶² Bu sermaye ve yönetim yapısı itibarıyla GİP, Türkiye’nin kolektif katılımlı ilk özel borsası olma özelliğini taşımaktadır.

³⁵⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı: 65, Ocak 2008, s.37

³⁵⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ’lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

³⁶⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Sermaye Piyasasında Gündem**, s.37

³⁶¹ **Referans**, “Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.”, 26.07.2006

³⁶² GİP’in ortaklık yapısı Ek.1’de verilmiştir.

GİP, dünya üzerindeki bütün diğer KOBİ Borsası uygulamaları gibi NASDAQ endeksini örnek alacaktır. İMKB'ye göre daha hafif kotasyon şartlarıyla (belirli bir asgari sermaye, mali tabloların bağımsız denetimden geçmesi, ve halka açıklık oranları gibi koşullar aranacaktır), elektronik işlem platformu³⁶³ üzerinde faaliyet gösterecektir. KOBİ'lerin yoğun olduğu yerlerde, "Finans Çarşısı" şeklinde şubelerle örgütlenecektir. Piyasanın İMKB'ye alternatif değil, tamamlayıcı olacağı, orta vadede ise rakip hale gelebileceği belirtilmektedir. İşlemler, ortak bir elektronik işlem platformu üzerinde ve GİP'in gözetiminde, serbest rekabet koşulları altında piyasa yapıcılık yöntemine dayalı olarak gerçekleştirilecektir. GİP, kurulacak piyasalara ilişkin organizasyonu oluşturmak, gelişen işletmelerin güven ve istikrar içinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde işlemlerini gerçekleştirmesini sağlamakla sorumlu olacaktır.³⁶⁴ Diğer taraftan İMKB'deki sistemle uyumu sağlamak üzere sürekli müzayede sistemi de incelenmektedir.³⁶⁵

KOBİ'lerin en önemli kaynak sağlama ve fon yaratma sorununa çözüm olarak görülen ve kurulması kararlaştırılan GİP temel olarak,³⁶⁶

- ❖ Hisse senetlerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla alım ve satımının yapıldığı işlem platformunu ve bunun gerektirdiği organizasyonu oluşturacak ve geliştirecek,
- ❖ Piyasanın güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlayacaktır.

³⁶³ Elektronik işlem sistemi, KOBİ pazarında işlem gören hisse senetleri için en sık kullanılan sistem olmakla birlikte, geleneksel müzayede sistemi yaygın olarak kullanılmaktadır.

³⁶⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Gelişen İşletmeler Piyasaları Anonim Şirketi Faaliyet Raporu 01.01.2006 – 31.12.2006 Dönemi**, 2007, s.2,

³⁶⁵ Referans,

³⁶⁶ Erdem Alptekin, s.7

GİP'in başlıca görevleri şu şekilde sıralanabilir,³⁶⁷

1. Piyasa üyelik başvurularını karara bağlamak ve gerektiğinde piyasa üyelerinin üyelikten geçici veya sürekli çıkarılmasına karar vermek,
2. Sermaye piyasası araçlarının piyasada işlem görmeye kabulü ile ilgili başvuruları karara bağlamak,
3. Sermaye piyasası araçlarının geçici veya sürekli olarak piyasadan çıkarılmasına karar vermek,
4. Piyasada işlemlerin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,
5. Yönetmeliklerle belirlenmiş veya ihtiyaç duyulabilecek komiteleri kurarak, üyelerini seçmek ve çalışma esaslarını düzenlemek,
6. Yabancı borsa, piyasa veya kuruluşlarla işbirliği anlaşmaları yapmak,
7. Piyasa bültenini çıkarmak, piyasa tarafından açıklanması gereken bilgilerin ve piyasada teşekkül eden fiyatların düzenli olarak yayımlanmasını sağlamak,
8. Piyasada işlem gören sermaye piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları piyasada işlem gören kuruluşlar hakkında istatistikler düzenleyerek yayımlamaktır.

5.2.2.1. Türkiye'de KOBİ Borsası Kurulma Nedenleri

KOBİ'ler için pazarlar veya borsalar kurulmasının çeşitli sebepleri vardır. Birincisi, daha riskli olduğu düşünülen KOBİ'ler ana piyasanın volatilitisini artırmaktadır. Bununla beraber, ana pazarı KOBİ'lere açmak için kotasyon koşullarında

³⁶⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.9

KOBİ'lerin ihtiyaçlarına uygun bazı farklılaştırmalar gerekmektedir. Bunun da genel olarak piyasanın “kalitesini” düşüreceği ve risk algılamasını artıracak kaygısı yaşanmaktadır. Bu nedenlerle, borsalar kendi içlerinde bile olsa, KOBİ'lerin ayrı bir pazarda, farklı kotasyon koşulları, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve hatta işlem sistemleri çerçevesinde işlem görmelerini tercih etmektedirler. Ayrı pazarlar kurulması aynı zamanda yatırımcılar için de bir “uyarı” işlevi görmektedir. Bazı ülkelerde ise KOBİ borsaları ana borsadan ayrı bir tüzel kişilik olarak yapılanmaktadır. Bunun en önemli sebebi ise yasal çerçevenin, yukarıda değinilen kaygılarla, KOBİ'lerin ana piyasada işlem görmesine izin vermemesidir.³⁶⁸

Türkiye’de gerek ellerinde fon fazlası olan yatırımcılar, gerekse fon ihtiyacı olan KOBİ'lerin sermaye piyasaları aracılığıyla hisse senedi ve tahvil ihraç etmesi yaygın olarak görülmemektedir. Diğer taraftan sermaye piyasasının yeterince derinlik kazanamamış olması, spekülatif dalgalanmaların bulunması, bilgi eksikliği gibi nedenlerle yatırımcılar ve fon ihtiyacı olan işletmeler, bu piyasa aracılığıyla fazlaca işlem yapmamaktadırlar.

SPK'nın 1996 yılında çoğunluğu imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketler üzerinde yaptığı bir anket çalışmasında³⁶⁹ yüzde 72 oranındaki katılımcının hiçbir zaman halka açılmayı düşünmediği yönünde bir sonuçla karşılaşmıştır. Halka açılmayı düşünmeyen şirketler arasında aktif büyüklüğü küçük ve az ortaklı şirketler öne çıkmaktadır. Ankete göre halka açılmama gerekçesi olarak ilk sırada “buna ihtiyaç duyulmaması” ikinci sırada ise “şirket kontrolünün kaybedileceği kaygısı” dile getirilmiştir.³⁷⁰

³⁶⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, s.6

³⁶⁹ N. Erkan - B. Temir, “Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları”, SPK Yayınları, 1996, s.25

³⁷⁰ A.g.e., s.26-27

Diğer taraftan 2007 yılında yapılan “Küresel Aile Şirketleri”³⁷¹ araştırmasına göre “şirketlerin yüzde 95’ini oluşturan aile şirketlerinin yüzde 29’u halka açılmayı finansman kaynağı olarak en üst sıraya koyması”³⁷² özellikle KOBİ borsasının gelişimi açısından çarpıcı bir gelişme ve işletmelerin borsadan beklentileri açısından önemli bir göstergedir. KOBİ borsasında işlem göreceği gelişmekte olan şirketlerin ihtiyaçları İMKB’de işlem gören büyük ölçekli işletmelerden farklı olup, bu tip işletmeler için,³⁷³

- ❖ Az sayıda araştırma ve analizlerin sürdürülmesi,
- ❖ Online işlem yapılan bir pazar yapısı,
- ❖ Piyasa yapıcıların fiyat kotasyonları,
- ❖ Yüksek riske paralel yüksek getiri,
- ❖ Kötü niyetli hareketlere karşı düzenlemeler,
- ❖ Sponsorların sürekli desteği önem taşımaktadır.

Bununla birlikte, KOBİ’lerin halka açılmada karşılarına çıkan önemli engeller;³⁷⁴

- ❖ Aile şirketi niteliğindeki KOBİ’lerin başkalarına hesap vermek istememeleri,
- ❖ Elde edilen karı paylaşma konusundaki kaygıları,
- ❖ Küçük kalarak idarenin dikkatini çekmemek,
- ❖ Yer yer kayıt dışı ekonomi içinde yer alma ve alabilme esnekliğini korumak,

³⁷¹ PriceWaterhouseCoopers, s.20

³⁷² **Hürriyet**, “3 aile şirketinden birinin 5 yılda el değiştirme planı var”

³⁷³ Recep Ali Küçükçolak, s.125

³⁷⁴ Bora Oruç ve Erkan Uysal, “KOBİ Finansmanında Alternatif Bir Çözüm Sermaye Piyasaları”, “**Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde KOBİ’ler: Türkiye ve Benzer Ülke Deneyimleri**” **Sempozyumu**, Erciyes Üniversitesi, 2005

- ❖ Piyasada yer almanın vergisel herhangi bir avantajının olmaması,
- ❖ Sermaye piyasası araçların ihracının maliyetli olması ve
- ❖ Piyasada işlem görmenin kurumsallaşmayı ve kamuya düzenli bilgi vermeyi gerektirmesi

olarak açıklanabilir. Ayrıca İMKB'nin İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarı uygulamalarında, doğrudan KOBİ'lere yönelik ve pazara girişi teşvik edici bir pazarlama ve yönlendirme mekanizmasının bulunmaması da ilginin istenen seviyede olmamasının nedenlerindedir.³⁷⁵

Sekizinci 5 Yıllık Kalkınma Planı'nda Türkiye'de KOBİ'lerin geliştirilmesi ile ilgili bir başlık oluşturulmuş, KOBİ'lere gösterilmesi gereken önem vurgulanmış, KOBİ'lerin finansman sorunlarının giderilmesi amacıyla sermaye piyasası ve mali piyasalarla düzenli çalışan bir ortamda modern finansman araçları ve kurumları ile desteklenmeleri, sermaye piyasasında menkul kıymet ihraç edebilmelerini sağlayacak mevzuat düzenlemesinin gerçekleştirileceği³⁷⁶ ifade edilmiştir. Dokuzuncu 5 Yıllık Kalkınma Planı ise, devletin ticari mal ve hizmet üretiminden çekilerek politika oluşturma, düzenleme ve denetleme işlevlerinin güçlendirilmesine yöneleceğini belirtmekte olup, bu durum KOBİ Borsası açısından başlıca iki yönden önemlidir.³⁷⁷

- ❖ Kamu gelirleri artacak, kamusal hizmetlerin görülebilmesi için kamunun kaynak talebi azalacaktır. Bu arada işletmelerin uygun koşullarla finansman kaynaklarına ulaşması kolaylaştırılacak ve bu kaynaklarda çeşitlilik sağlanacaktır. Başta KOBİ'ler olmak üzere girişim sermayesi, başlangıç sermayesi ve kredi garanti sistemi geliştirilerek işletmelerin kredi sağlanması kolaylaştırılacaktır. Kamu gelirlerini artıracak bir diğer beklenti turizm ve özelleştirme gelirlerindeki artışlar olup, kamunun finansman

³⁷⁵ Bora Oruç ve Erkan Uysal,

³⁷⁶ T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 2001 – 2005**, s.125

³⁷⁷ Özdemir Akmut, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2007-07, İstanbul, s.52

açığını kapatmak üzere kredilerin çok önemli bir bölümüne olan kamusal talep azalacak ve KOBİ'lerin payı artacaktır.

- ❖ Kayıt dışı ekonomi kayıt altına alınacaktır. Bu bağlamda olmak üzere güçlü bir toplumsal ve siyasi irade ile toplumun tüm kesimlerinin katıldığı kapsamlı bir mücadele stratejisi oluşturularak kayıt dışılıkla mücadele edilecektir. Kayıt dışına kaçmak işletmelere kısa dönemde rekabet üstünlüğü sağlar gibi görünüyorsa da uzun dönemde Türk işletmelerinin bu arada KOBİ'lerin ulusal ve uluslararası pazarlarda rekabetini olumsuz olarak etkileyecektir.

Finansman konusunda zorlanan KOBİ'ler için alternatif bir yöntem sağlayacak KOBİ Borsası'na ihtiyaç duyulmasının nedenlerini³⁷⁸;

- ❖ Özellikle Anadolu'da bulunan ve İMKB ölçeğine göre küçük kalan birçok işletmenin hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasalarından fon temin etmelerini kolaylaştıracak organize bir ikinci el piyasa oluşturulması yönünde talepleri bulunduğu,
- ❖ Anadolu'da faaliyet gösteren KOBİ'lere odaklanmış, yapısı ve organizasyonu bunların ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bir piyasanın varlığının, KOBİ'lerin bu piyasalara girmeleri konusunda başlı başına bir teşvik unsuru oluşturacağı,
- ❖ Bölgesel bazda şirketlerin piyasaya katılımının artması ile birlikte sermaye piyasalarına yatırım yapmak konusunda çekingen davranan Anadolu yatırımcısının, kendi yöresinde yer alan, tanıdığı ve yakından bildiği şirketlere daha rahat yatırım yapabileceği şeklinde sıralamak mümkündür.

³⁷⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları**,

5.2.2.2. Yasal Süreç ve İşleyiş Modeli

Menkul kıymetlerini halka arz eden her şirket gibi KOBİ'ler de menkul kıymetlerini halka arz ederken belli esaslara uymak durumundadırlar. Uyulması gerekenler temel olarak potansiyel ortaklara veya kaynak aktaranlara şirket hakkında yeterli bilgiyi vermektir. Ancak belli şartlar altında bazı yükümlülüklerden muaf tutulmak da mümkündür.

Kurulacak olan KOBİ Borsası'nda işlem sistemi olarak piyasa yapıcılığı yöntemi uygulanacaktır. Müşteri tarafından verilen emirler, ilgili piyasa yapıcılarına iletilecek ve ilgili piyasa yapıcılarının verdiği kotasyonlar üzerinden emirler karşılanacaktır. Piyasa yapıcılığı menkul kıymet bazında olacaktır. Bir aracı kurum, birden fazla hisse senedinde piyasa yapıcısı olabilecektir.³⁷⁹ Borsa'nın temel işleyiş mekanizması³⁸⁰;

1. İlgili KOBİ'nin hisse senetlerinin SPK kaydına alınması,
2. Hisse senetleri SPK kaydına alınmış KOBİ'nin en az bir piyasa yapıcı aracı kuruluşla anlaşma yapması,
3. Kotasyon şartlarının yerine getirilerek hisse senetlerinin KOBİ Piyasası kotuna alınması,
4. Aracı kuruluşlardan oluşan piyasa üyelerince her bir KOBİ hisse senedi için alım-satım fiyatlarının elektronik işlem platformunda ilan edilmesi,
5. Yatırımcının, hisse senedi alım-satımı için piyasa üyelerine emir vermesi,
6. Piyasa üyelerinin yatırımcı talebini piyasada mevcut olan en iyi fiyattan gerçekleştirmeleri,

³⁷⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.10

³⁸⁰ **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

7. Gerçekleşen işlemlere ilişkin para ve hisse senedi değişiminin, takas kuruluşunca, gerçekleştirilerek piyasa üyelerine bildirilmesi ve işlem sonuçlarının üye tarafından yatırımcı hesabına aktarılması şeklinde olacaktır.

Türkiye’de kurulan KOBİ Borsası;³⁸¹

- ❖ Yerli ve yabancı yatırımcılara açık olacak ve elektronik işlem platformu üzerinde faaliyet gösterecek,
- ❖ İşlemleri aracı kuruluşlar üzerinden yapacak,
- ❖ Likidite yetersizliğini çözmek üzere piyasa yapıcılık sistemini benimseyecek,
- ❖ Merkezi Bilgi Sistemi piyasa yapıcılar tarafından açıklanacak kotasyonların toplulaştırılmasını ve o an için açıklanan en iyi alım ve satım fiyatlarının tek bir yerden görülebilmesini sağlayacak,
- ❖ Asgari sermaye, asgari halka açıklık oranı ve kamuyu aydınlatma ilkesine uyum vb. gibi konularda İMKB’ye göre daha esnek işlem görme koşulları olan,
- ❖ “Yerleşik Şirketler Pazarı” ve “Girişim Şirketleri Pazarı” olmak üzere iki farklı pazarı bulunan bir yapıya sahip olacaktır.

Bu mekanizma çerçevesinde ve ana yapı içerisinde faaliyetlerini sürdürecektir. Piyasanın faaliyetlerine başlamasıyla birlikte, KOBİ’ler sermaye piyasalarından fon temin etme konusunda önemli bir imkan elde etmiş olacaktır. Ayrıca Anadolu’daki

³⁸¹ **KOBİ Efor Dergisi**, “KOBİ Borsası”, Sayı:70, Temmuz 2005

yerel tasarrufların daha güvenli bir şekilde yatırımlara yönlendirilmesine de imkan sağlanacaktır.³⁸²

Kurucu şirketin faaliyete geçmesiyle birlikte, piyasa elektronik işlem platformu üzerinde “finans çarşısı” şeklinde faaliyet göstermeye başlayacaktır. Bu kapsamda;

- ❖ Piyasada Kurul tarafından kabul edilen aracı kurum ve bankalar faaliyette bulunabilecek ve piyasada likidite sağlanabilmesi için bu üyelerin bazılarına “piyasa yapıcı” yetkisi verilebilecektir.
- ❖ Piyasadaki kotasyon şartları İMKB’den daha esnek belirlenebilecektir.
- ❖ Piyasa yabancı borsa ve piyasalarla da işbirliği yapabilecektir.

Diğer taraftan piyasanın faaliyet izni alınmasından önce hazır olması gereken Piyasa Yönetmeliği’nde düzenlenecek olan konular;³⁸³

- ❖ Çalışma zamanları,
- ❖ Emirlerde yer alması gereken asgari unsurlar,
- ❖ Emir türü, geçerlilik süresi, piyasaya iletilmesi,
- ❖ Fiyat kotasyonu verilme şekli, işlemlerin gerçekleşmesi,
- ❖ Gerçekleşen işlemlerin kaydedilmesi,
- ❖ Fiyatların ilanı,
- ❖ Piyasa üyelerinin sorumlulukları,
- ❖ İşlemlerin iptali, durdurulması, vb. şeklinde sıralanabilir.

³⁸² <http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/baskan%20kobi%20acilis%20konusmasi.pdf>
(13 Kasım 2007)

³⁸³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.10

Türkiye’de kurucu şirketin, belirlenecek pilot illerde temsilcilikler/şubeler açmak suretiyle ilgili illerdeki ortaklıkların/firmaların katılımını teşvik etmesi ve sistemin tüm ülkedeki yatırımcıların katılımına açık olması tasarlanmaktadır.

KOBİ'lere ait sermaye piyasası araçlarının GİP’te işlem görmesi için aranacak şartlar ise İMKB'ye göre daha hafif belirlenecektir. Bu kapsamda piyasaya kabul ve işlem görmeye ilişkin esaslar³⁸⁴,

- ❖ Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPK’ya kaydettirilmesi zorunludur.
- ❖ Piyasada, hisse senetlerinin yanı sıra tahviller ve SPK tarafından belirlenecek diğer sermaye piyasası araçları da alınıp satılabilecektir.
- ❖ Sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği pazarlar, kurucu şirket tarafından hazırlanacak ve SPK tarafından onaylanacak bir Yönetmelikle (Piyasa Yönetmeliği) belirlenecektir.
- ❖ Sermaye piyasası araçlarının, piyasada işlem görmesini isteyenler, şekli sermaye piyasası araçlarının türlerine göre piyasayı kurucu şirket tarafından belirlenecek bir başvuru formu ve bu formda öngörülen belgelerle kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak talep edilecek diğer bilgi ve belgelerle birlikte Kurucu Şirkete başvuracaktır.
- ❖ Sermaye piyasası araçlarının piyasada işlem görmesi konusunda yetkili merci, yönetim kuruludur. SPK kaydına alınan ve Piyasa Yönetmeliği’nde belirlenen şartları sağlayan ortaklıkların sermaye piyasası araçları piyasaya kabul edilecektir.

GİP aracılığıyla sermaye piyasasında işlem görecektir KOBİ’ler, öncelikle SPK’nın halka açılma prosedürlerini tamamlayarak bu pazara kote olacak ve fon

³⁸⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

sağlayacaklardır. Ancak özkaynak, ciro ve kotasyon şartlarını yerine getiren ve kote olan KOBİ'ler için piyasada alım-satım işlemleri söz konusu olabilecektir.

GİP'in işleyiş tarzı için İMKB'deki "sürekli müzayede sistemi"ne karşılık, "piyasa yapıcılığı" sistemi benimsenmiştir. Bu, kısaca borsada işlem görmek isteyen işletmelerin mutlaka bir aracı kuruluşunun olması, bu kuruluşun fiyat oluşumu içinde doğrudan ve çift taraflı yer alması yani hem alım, hem de satım yönünde kotasyonlar vererek piyasayı oluşturmasıdır. SPK tarafından yapılan düzenlemeler çerçevesinde alım-satım aracılığı yetki belgesi sahibi aracı kuruluşlar piyasa üyesi olabileceklerdir. Sistemde aracı kuruluşlar piyasa yapıcısı olan üyeler ve piyasa yapıcısı olmayan üyeler olarak ikiye ayrılmaktadır.³⁸⁵ Piyasa yapıcı aracı kuruluşlar temelde, fiyat sürekliliğini sağlamak, emir dengesizliklerini en aza indirmeye çalışmak dürüst ve düzenli bir piyasanın oluşumunu sağlamakla görevli olacaktır.³⁸⁶

5.2.2.2.1. Piyasa Yapıcılığı Sistemi

Türkiye'deki KOBİ Borsası uygulamasında da tercih edilen piyasa yapıcılığı sisteminin uygulanabilmesi ve iyi işleyebilmesi için var olması gereken en önemli şartlardan biri, piyasada yeterli sayıda piyasa yapıcı olmasıdır. Aksi takdirde rekabetçi bir ortam sağlanamayacak ve monopolist bir piyasa oluşma olasılığı artacaktır. Rekabetin artması, komisyonların azalması, alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daralması, dolayısıyla ikincil piyasadaki maliyetlerin düşmesi anlamına gelmektedir. Rekabetin ikincil piyasada alım - satım kotasyonları arasındaki açıklığın daraltılması üzerinde baskı yaratarak maliyetleri azaltması, devlet iç borçlanma senetleri piyasası likiditesinin dolayısıyla birincil piyasadaki talebin artmasını sağlamaktadır. Ancak, piyasa yapıcıların kârlılıklarını azaltacağından, rekabetin aşırı olması da

³⁸⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, "KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları", http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_piyasasi_calismalari.html, (13 Ekim 2008)

³⁸⁶ <http://www.spk.gov.tr/kobi/>, (12 Ocak 2008)

dezavantajlı olabilmektedir. Böyle bir durum, piyasa yapıcılığı fonksiyonunun getirilerinin yitirilmesine neden olabilmektedir.³⁸⁷

Piyasa yapıcılığının önemli bir unsuru, gerektiğinde, asıl tacirlerin (primary dealers) likidite ihtiyacının karşılanabilmesidir. Piyasa yapıcılığı sisteminde asıl tacir olma şartlarına uymayanların sistem içinde kalabilmesi piyasada güveni sarsacaktır. Kurallara uymayanlara göz yumulması ise piyasadaki dengeleri iktisadi olmayan gelişmelere endeksleyecektir.³⁸⁸ Sisteminin başarılı bir şekilde uygulanması için, ikincil piyasada yeterli sayıda nihai yatırımcıların olmasını da gerektirmektedir. Piyasanın büyüklüğüne göre, piyasa içerisinde yeterli sayıda katılımcının bulunması ve katılımcı yapısının heterojen bir nitelik göstermesi, sağlıklı bir piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulabilmesi için son derece önemlidir. Bu çerçevede yabancı yatırımcıların piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi ise hem finansal piyasaya daha fazla sermaye girmesini hem de rekabetin artmasını sağlayacaktır. Bununla birlikte, yabancı yatırımcıların piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi bazı kısıtlamalar getirerek ya da yerel bir varlık kazanmaları sağlanarak gerçekleştirilebilir. Piyasa yapıcılığı tecrübesi olan yabancı katılımcıların bu tecrübelerini sisteme aktarmaları, sistemin gelişim sürecinin hızlandırılmasını sağlayabilir. Agresif ve tecrübeli yabancı piyasa yapıcıları, diğer piyasa katılımcılarının tecrübesizliğinden faydalanabilmektedirler. Buna ek olarak, yabancı piyasa yapıcılarının denetiminde bazı güçlükler söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, yabancı piyasa yapıcıların piyasadaki ağırlığının artması, piyasanın politik duyarlılığının artmasına da neden olabilmektedir.³⁸⁹

Piyasa yapıcısı olacak ve sistem içinde çalışacak olan aracı kurumlarda ne gibi özellikler aranacağı, bu büyüklükte aracı kurumların KOBİ'lerle ilgilenmek isteyip istemeyecekleri ve halka arz maliyetlerinin yüksekliğinin nasıl karşılanacağı, üzerinde durulması gereken en önemli konulardır. Benzer şekilde piyasa yapıcı aracı kurumlara sağlanacak avantajlar ve sözleşme şartları da bir başka önemli konudur.

³⁸⁷ Ayşe Berfu Aydın, s.14

³⁸⁸ Ercan Kumcu, "Piyasa yapıcılığı (3)", **Hürriyet**, 9 Eylül 1999, s.11

³⁸⁹ Ayşe Berfu Aydın, s.15

Piyasa yapıcılığı sisteminin başarıyla uygulanmasını destekleyecek bir diğer önemli faktör, söz konusu sistemin şeffaf bir sürece oturtulması gerekliliğidir. Sistem uygulamasına şeffaf bir nitelik kazandırılması, sisteme olan güveni artıracaktır. Uygulamada şeffaflığın sağlanmasının bir diğer yolu da piyasa yapımcılarının seçilme kriterlerinin olabildiğince şeffaf olması konusudur. Böylece, hem piyasa yapımcıları yükümlülüklerini daha disiplinli yürütebilirler hem de diğer piyasa katılımcıları piyasa yapımcısı olabilmek için yerine getirilmesi gereken kriterlerin bilincinde olabilirler.³⁹⁰

GİP A.Ş.'nin işleyişinde piyasa yapımcıları çeşitli görevler üstleneceklerdir. Bunlar;³⁹¹

- ❖ Piyasaya kote olmak isteyen her şirketin en az bir piyasa yapıcı aracı kuruluş (üye) ile anlaşması gerekecektir.
- ❖ Piyasa yapıcı aracı kuruluşları, sorumlu oldukları her sermaye piyasası aracı için asgari belirli miktarda çift taraflı alış satış kotasyonu verecek ve bu kotasyonlar doğrultusunda işlem yapacaktır.
- ❖ Piyasa yapıcı aracı kuruluşlar, temelde, fiyat sürekliliğini sağlamak, emir dengesizliklerini en aza indirmeye çalışmak ve dürüst ve düzenli bir piyasanın oluşumunu sağlamakla görevlidirler.

5.2.2.2.2. Piyasa Yapıcılığı Sistemi'nin Avantaj ve Dezavantajları

Piyasa yapıcılığı sistemi, borç yönetimi için devamlılık arz eden bir hizmet sağlamaktadır. Öte yandan sistem, borç yöneticisine borcun yeniden yapılandırılması için olanak tanımaktadır. Sistemin en önemli avantajlarından biri, borç yöneticilerinin

³⁹⁰ A.g.e., s.24

³⁹¹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları**,

piyasa yapıcıları aracılığıyla edindikleri piyasa bilgisidir. Piyasa şartları hakkında bilgi edinmek, etkin ihraç stratejisi oluşturabilmek için oldukça önemlidir.³⁹²

Piyasadaki rekabetin artırılması amacıyla yabancı aracılardan piyasa yapıcısı olmasına imkan tanınması, finansal sisteme ilişkin yeniliklerin takip edilmesi açısından iç piyasalara katkı sağlamaktadır. Piyasa yapıcılığı konusunda tecrübeli ve uluslararası müşteri portföyüne sahip olmaları koşuluyla yabancı finansal kurumların da piyasa yapıcısı olmalarına izin verilmesi, mali piyasalarda rekabet ve verimliliğini artırmaktadır.³⁹³

Sistemin sağladığı bir diğer çok önemli avantaj ise piyasa yapıcılarının ikincil piyasadaki çift taraflı kotasyon yükümlülükleridir. Bu yükümlülüğün temel hedefi, piyasanın likiditesinin artmasının sağlanmasıdır. Yetersiz likiditenin neden olabileceği ek maliyetin azaltılmasında fayda sağlayan çift taraflı kotasyon verme yükümlülüğü, hisse senetlerinin daha etkin fiyatlandırılmasını sağlamakta ve ikincil piyasadaki belirsizliği azaltmaktadır.³⁹⁴

Piyasa yapıcılık sisteminin diğer avantajları ise şu şekilde özetlenebilir³⁹⁵;

- ❖ Piyasa yapıcı aracı kuruluşlar, piyasa yapıcılığı yapacakları şirketler için alım-satım fiyatı açıklamakla mükellef olduklarından, belirli bir risk üstlenmiş olacaktır. Bunun doğal bir sonucu olarak, piyasa yapıcılık yaptıkları şirketleri dikkatli seçecekler, bu da piyasada işlem görmek isteyen şirketlerin sağlıklı bir yapıya sahip olmaları konusunda bir otokontrol unsuru oluşturacaktır.

³⁹² Ayşe Berfu Aydın, s.39

³⁹³ A.g.e., s.40

³⁹⁴ A.g.e., s.40

³⁹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları**,

- ❖ Yatırımcılar KOBİ Borsası'nda menkul kıymet alım-satımı yaparken sürekli olarak likidite imkanına sahip olacaklar, bu da borsayı daha cazip hale getirecektir.
- ❖ Piyasa yapıcı aracı kuruluşlar, gelir sağlamak amacıyla potansiyel gördükleri şirketleri araştırarak ve halka açılarak piyasada işlem görmeleri konusunda teşvik edebileceklerdir.
- ❖ Şirketler, piyasa yapıcısı olan aracı kuruluştan, gerek halka arz, gerekse halka arz sonrası süreçte danışmanlık hizmeti alabileceklerdir.
- ❖ Piyasa yapıcı aracı kuruluşlar, piyasa yapıcılık yaptıkları şirketleri yakından izleyecekler ve bu şirketlerle ilgili olarak yatırımcıları bilgilendirme konusunda önemli bir işlevi yerine getireceklerdir.
- ❖ Küçük ölçekli işletmelerin menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasaların en büyük sorunu olan likidite azlığını aşabilme konusunda piyasa yapıcılık sistemi önemli rol oynayacaktır.

Piyasa yapıcılığı sisteminin en önemli dezavantajı ise öncelikle piyasa yapıcısı olarak belirlenen ve ayrıcalıklar tanınan grubun fiyatların aşağı çekmek suretiyle talep karteli oluşturması riskidir. Etkin bir rekabet sisteminin oluşturulamaması, optimum fiyat oluşumunu engelleyebilir. Piyasa yapıcılarına sağlanan ayrıcalıkların sınırlarının açık ve net belirlenmesi ve diğer piyasa katılımcılarıyla piyasa yapıcıları arasında adaletsiz bir konum oluşturulmaması gerekmektedir.

5.2.3. KOBİ Borsasının Ülke Ekonomisi ve KOBİ'ler İçin Faydaları

Şirketler finansman kararlarını verirken borçlanmayla yeni hisse senedi ihracı seçenekleri arasında finansal amaç açısından bir karşılaştırma yapmak ve en uygun seçeneği uygulamak durumundadırlar.³⁹⁶

³⁹⁶ Serpil Yaşar, s.2

Anadolu'da faaliyet gösteren KOBİ'lere yönelik olarak piyasanın hazırlanmış olması, KOBİ'lerin bu piyasaya girmelerini teşvik edecektir. Ayrıca bölgesel bazda şirketlerin piyasaya katılımının artmasıyla birlikte, İMKB'ye soğuk bakan ve sermaye piyasalarına yatırım yapma konusunda çekingen davranan yatırımcının, kendi yöresinde yer alan, tanıdığı, bildiği şirketlere daha rahat yatırım yapacağı beklenmektedir. KOBİ Borsası aracılığıyla elinde fon fazlası olan bireysel ve kurumsal yatırımcıya alternatif yatırım kaynağı oluşturulmaktadır.

İşletmeye yeni ortak alınmasının sermaye piyasası aracılığıyla da mümkün olmasına rağmen, KOBİ niteliğindeki işletmeler yeterince tanınmadıkları ve asgari kotasyon şartlarını yerine getiremedikleri için, sermaye piyasası aracılığıyla hisse senedi ihraç etmekten kaçınmaktadırlar. Yine işletmeler uzun vadeli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için sermaye piyasası aracılığıyla tahvil-finansman bonosu da ihraç edebilirlerken, iç borçlanma senetlerinin yüksek faiz oranlarıyla son yıllarda çok yaygın olarak dolaşımda olması durumu KOBİ ve hatta daha büyük ölçekli işletmelerin bu tür araçları ihraç etmelerine engel olmuştur. KOBİ'leri sermaye piyasasına çekmek için birçok konu üzerinde çalışılması gerektiği de bir gerçektir. Bunlar,³⁹⁷

- ❖ Vergi avantajı sağlamak,
- ❖ Finansal danışmanlık hizmeti sunmak,
- ❖ Sadece KOBİ'lerin yer alacağı bir pazar oluşturmak,
- ❖ Kurumsal yatırımcılara bu şirketlerin hisse senetlerini alma olanağı sağlamak,
- ❖ Halka arz yoluyla fon sağlama olanağını daha iyi tanıtmak,
- ❖ Bürokratik engelleri azaltmak,
- ❖ Küçük işletmelerin birleşerek oluşturacakları şirketlerle sermaye piyasasına gelmelerini sağlamak,

³⁹⁷ Alövsat Müslümov, s.20

- ❖ Girişimcilik kültürünü geliştirmek.

KOBİ Borsasının oluşturulmasıyla birçok kesimin bundan fayda sağlaması söz konusu olacaktır. Zaten borsanın başarısı da daha önce de belirtildiği üzere kesimlerin sağlayacakları fayda doğrultusunda, borsaya gösterecekleri ilgi ve verecekleri desteklerle yakından ilgilidir. Sonuç olarak;³⁹⁸

1. KOBİ Borsası ile yatırımcıların piyasalarda karşı karşıya kalacağı, risklerin azalacağı söylenebilir. Çünkü yatırımlarını artırmak isteyen KOBİ'ler sadece banka kredilerine mahkum olmayacak, yeni kurulan borsaya kayıt edilerek kendi hisse senetlerini ve tahvillerini çıkarabileceklerdir. Bu noktada bir KOBİ Bankası kurulmasının sağlayacağı faydaları belirtmekte yarar vardır. KOBİ Bankası'nın, KOBİ'lere siyasi platformda güç kazandırmak, kaynak sağlamak gibi yararları yanında, halka açılmada firma değerlemesi yapmak, pay senetlerinin piyasa değerini belirlemek, çek uygulaması sonucu banka parası yaratmak ve kredi olanaklarını artırmak gibi diğer yararlarının da olacağını belirtmek gerekir.
2. Tasarruflarını borsada değerlendirmek isteyen portföy yatırımcıları için de yeni bir borsada yer alan KOBİ'lerin menkul kıymetlerine yatırım yapabilmesi olanağı riskin geniş bir alana yaydırılması imkanını doğuracaktır.
3. Finans piyasalarının standartlara ulaşması sağlanacaktır. İki ayrı piyasanın varlığı, borsalar arasında rekabete neden olacak ve sonuçta gelişmiş ülke borsalarının kapasite, kalite ve standartları yakalamalarına neden olabilecektir.
4. KOBİ Borsası'nın kurulması yeni fon kaynakları ve yeni menkul kıymetler yaratılmasına imkan sağlayacaktır.

³⁹⁸ Özdemir Akmut, s.55-56

Öte yandan anonim ortaklık niteliğindeki KOBİ'lerin halka açılmalarının ve hisse senetlerinin borsa ve teşkilatlanmış ikincil piyasalarda işlem görmesinin şüphesiz ki işletmelere de sağlayacağı çok önemli katkılar bulunmaktadır. Bunlar;

- ❖ **Ucuz Finansman ve Kaynak İhtiyacının Karşılanması:** Halka arz firmalar açısından kaynak sağlama maliyeti en düşük araçtır ve bu kaynak geçici değil, kalıcı niteliktedir. Ortalama halka arz maliyeti halka arz tahsilatının yaklaşık yüzde 5 - 10'una tekabül etmekte olup bir kerelik bir maliyettir. Bu sayede diğer finansal araçlara göre halka açılma kaynak maliyeti açısından en elverişli enstrüman olarak göze çarpmaktadır. Öte yandan şirket, gelecekte de hisse senetlerini tekrar halka arz ederek veya tahvillerini halka arz yoluyla yatırımcılara satarak sermaye piyasalarından yeniden kaynak temin etmek imkanına sahiptir.
- ❖ **Özkaynak Finansmanı:** Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye yetersizliği şirketlerin ağırlıklı olarak yabancı kaynakla çalışmasını zorunlu kılmaktadır. Firmaların özkaynak yetersizliği dolayısıyla yabancı dış kaynak kullanmak zorunda olmaları faiz ve kurlarda aşırı oynaklıkların meydana geldiği kriz dönemlerinde firmaların hayatiyeti açısından büyük bir tehlike arz etmektedir. Halka arz ise dış kaynak olmaması nedeniyle firmalar için finansal yapılarını sağlamlaştıran bir finansman yöntemidir.
- ❖ **Ortaklara Likidite Sağlanması:** Halka açılmak suretiyle borsada işlem gören şirketler, ortaklarına ve yatırımcılara kendi hisse senetleri için bir piyasa yaratmış olurlar.³⁹⁹ Diğer taraftan ortaklar sahip oldukları hisse senetlerini piyasa fiyatından satabilir ayrıca kredi teminatı olarak göstermeleri durumunda kredi verenler açısından hisse senedinin likit olması kendilerine avantaj sağlar.
- ❖ **Kurumsallaşma:** Halka açık şirketlerin yatırımcılarına, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na ve SPK'na karşı sorumlulukları bulunmakta olup, mevzuat içerisinde şirketlerin daha şeffaf, disiplinli, sürekli kontrol edilen

³⁹⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

ve raporlanabilen bir yapıya kavuşmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca kurumsallaşmanın yanı sıra kayıt dışılıktan uzaklaşarak, uluslararası muhasebe standartlarını uygulamaya da başlayacaklardır.

- ❖ **Kredibilite:** Halka açılma ve şirket hisselerinin borsada işlem görmesi, şirketin kredibilitesini olumlu etkilemekte ve şirket farklı finansal araçları kullanarak da borçlanma imkanı bulabilmektedir.
- ❖ **Kurumsal Yönetimin Tesis Edilmesi:** KOBİ'lerin neredeyse tamamına yakın bir kısmı aile şirketlerinden oluşmaktadır. Şirket'in halka açık hale gelmesi, mülkiyet ve yönetimin ayrılmasına ve bu suretle şirketin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesine neden olur. Günümüzde halka açık anonim ortaklıklarca uygulanması ihtiyari, ancak uygulanıp uygulanmadığının açıklanması zorunlu olan ilkelerin, ileride yaygınlaşması ile birlikte özellikle halka açık KOBİ'lerde kurumsal yönetimin tesis edilmesi mümkün hale gelecektir.⁴⁰⁰
- ❖ **Tanınma:** Halka açık anonim ortaklık olmanın beraberinde getirdiği kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile birlikte ortaklıklar daha şeffaf hale gelir. Şirketin halka açılması sonucunda borsada işlem görmesi sonucunda yayın kuruluşları vasıtasıyla kamuoyunda daha tanınır hale gelmekte, bu sayede şirket bedel ödemeksizin reklam yapmış olmaktadır.
- ❖ **Vergi Avantajı:** Karın nakit olarak dağıtılması durumunda halka açık şirketlerde yüzde 5, halka açık olmayan şirketlerde yüzde 15 gelir vergisi stopajı hesaplanmaktadır. Halka açık şirketlere tanınan bu avantajla 100 birim vergi öncesi kar üzerinden halka açık şirketlere 37 birim vergi öderken, halka açık olmayan şirketler 44 birim vergi ödemektedir.

⁴⁰⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

Halka arz ve KOBİ Borsası'nda işlem görmenin avantajlarına karşılık, KOBİ'lerin halka açılma konusunda tereddüt etmelerinin nedenleri,⁴⁰¹

- ❖ KOBİ'lerin genellikle şahıs ve aile şirketleri oluşu ve yönetim hakimiyetini kaybetme endişesi taşımaları,
- ❖ halka açılmanın maliyetlerinin yüksek olacağı düşüncesi,
- ❖ şirketlerin çoğunun küçük ve mikro ölçekli olmaları,
- ❖ organizasyon yapıları ve muhasebe sistemlerinin karmaşıklığı,
- ❖ kayıt dışı kalmak istemeleri şeklinde sıralanabilir.

5.2.4. Türk Reel Sektörü Üzerine Bir Ampirik Analiz

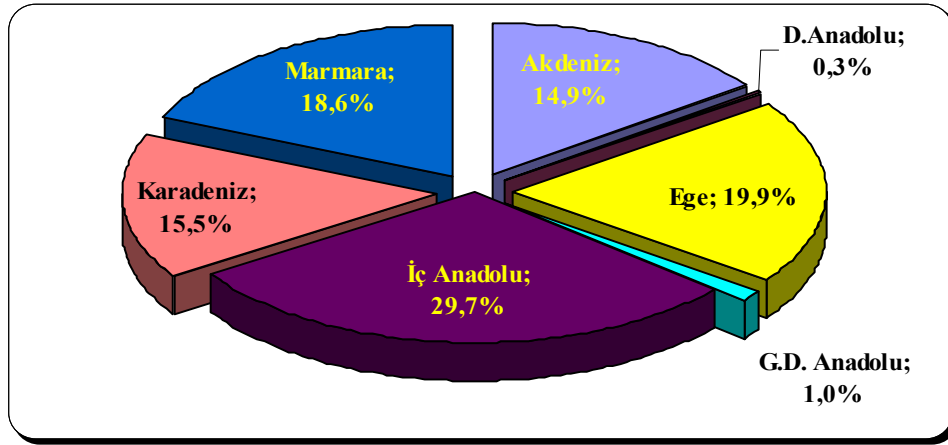
Türkiye'deki KOBİ yapısı ve KOBİ'lerin sermaye piyasası ve açılacak olan KOBİ Borsası hakkındaki bilgilerini öğrenebilmek amacıyla Türkiye genelinde bir "Anket Çalışması" yapılmış, sonuçlar ise çeşitli bölgelerde ve sektörlerde faaliyet gösteren firmalardan alınan cevaplardan oluşturulmuştur. Anket Çalışması'nda yer alan soruların konuyu tam anlamıyla yansıtabilmesi amacıyla, sermaye piyasası ve KOBİ Borsası ile ilgili çalışmaları yürüten ve söz sahibi olan kurum ve kuruluşlar ile işbirliği yapılmış ve soru önerileri ve değerlendirmeleri alınmıştır. Anket çalışması SPK, TSPAKB ve GİP A.Ş. yöneticileri tarafından incelenmiş ve uygun bulunmuştur.

Firmalara toplam otuzbeş sorunun yöneltildiği ve Ek.3'de verilmiş olan "Anket Çalışması" iki bölümden oluşmuş;

⁴⁰¹ Mehmet Erkan ve Yusuf Topal, "KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı ve İMKB'deki KOBİ'lerle İlgili Bir Ampirik Çalışma", **I. Orta Anadolu Kongresi:KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları**, Erciyes Üniversitesi, Nevşehir, 18-21 Ekim 2001, s.68-70

- ❖ “Firma Bilgileri” başlıklı ve yirmiüç sorudan oluşan Birinci Bölüm’de; firmanın yeri, sektörü, kuruluş tarihi, ortaklık yapısı, insan kaynakları ve finansal yapısı,
- ❖ “KOBİ Borsası Hakkında Bilgiler” başlıklı İkinci Bölüm’de; firmanın sermaye piyasasını takibi, döviz piyasasını takibi, kurulacak KOBİ Borsası hakkında bilgi seviyesi ve yaklaşımı ve Basel II ile ilgili çalışma ve düşünceleri hakkında sorulara verilen cevaplar çalışmanın temelini oluşturmuştur.

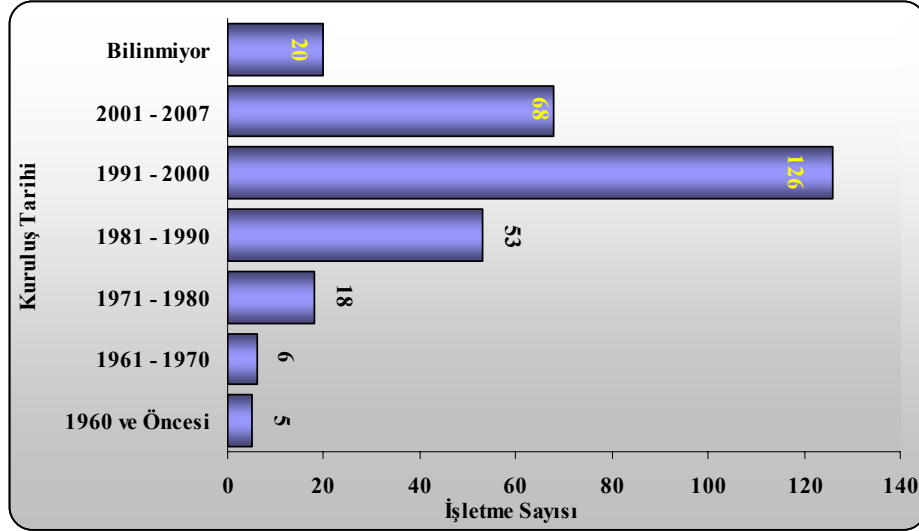
296 firma sahibi ile gerçekleştirilen Anket Çalışması’na katılan firmaların bölgesel dağılımı Grafik 5.5.’in de gösterdiği gibi sırasıyla İç Anadolu, Ege, Marmara, Karadeniz ve Akdeniz bölgeleri ağırlıklı olarak şekillenmiştir.



Grafik 5.5. Anket Çalışması’na Katılan İşletmelerin Bölgesel Dağılımı

35 farklı şehirde faaliyet gösteren işletmelerle yapılan çalışmada bölgeler içinde ağırlıklı olarak ankete katılan iller; Konya, İstanbul, Trabzon, İzmir, Eskişehir ve Adana’dır. Şirketlerin içinde buldukları sektörler üretim ve hizmet şeklinde ayrıldığında ankete katılan işletmelerin yüzde 69’u mal üretimi yapan yani üretim sektöründe çalışan, yüzde 28’i ise hizmet sektöründe çalışan kuruluşlardan oluşmaktadır. Toplamın içinde 10 firmanın ise çalıştığı Sektör alt başlıklarına göre ise

inşaat, gıda tekstil ve otomotiv ön plana çıkmış olan sektörlerdir. Ankete katılan şirketlerin kuruluş tarihleri ise daha çok 1991 – 2000 yılları arasına rastlamaktadır.



Grafik 5.6. Anket Çalışması'na Katılan İşletmelerin Kuruluş Tarihleri

Ankete katılan firmalar sınıflandırılırken çalışan sayısı (250 kişinin altında) ve ciro (yıllık 50 milyon Euro'nun altında) kriterinde AB'de geçerli olan Basel II'de belirtilen KOBİ tanımı baz alınmıştır. Bu kapsamda 296 firmadan sadece 1 tanesi hem çalışan sayısı hem de ciro açısından büyük ölçekli firma kapsamında kalmış diğerleri KOBİ olarak nitelendirilmişlerdir.

Anket Çalışması'nda sorulan sorularına cevap veren firma sayısı ve oranı Tablo 5.6.'da ve Tablo 5.7.'de gösterilmiştir. Genel olarak soruların cevaplanma oranı yüzde 90'ın üzerinde olup, özellikle karlılık ile ilgili sorulara verilen cevap oranının düşük kalma nedeni şirketlerin kuruluş tarihi ile doğrudan orantılıdır. Diğer taraftan sorulardan bazılarında sorunun özelliği gereği firma sahibinin birkaç seçeneği birden işaretlemesi söz konusu olmuştur.

Tablo 5.6.**Anket Çalışması'nın “Firma Bilgileri” Bölümünün Cevaplanma Oranı**

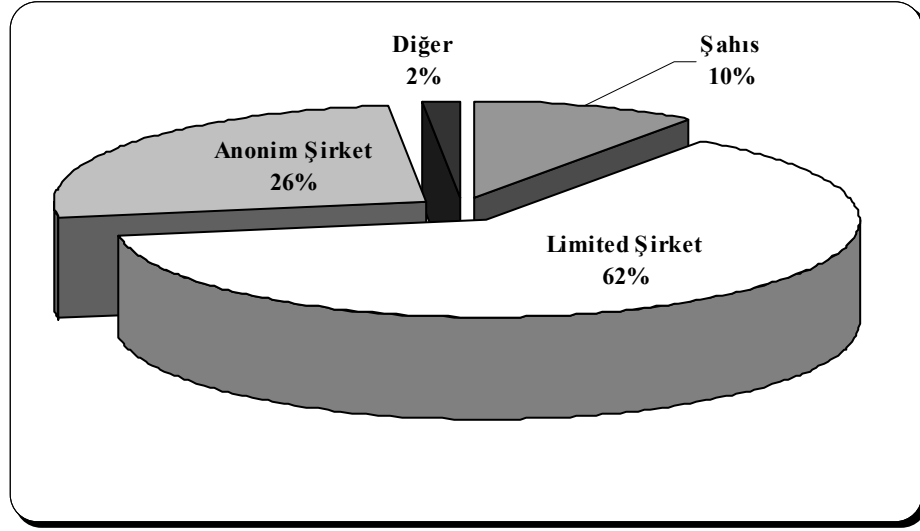
Anket Sorusu	Cevaplayan Firma Sayısı	Toplam Firma Sayısına Oranı (%)
Şirket Tipi	296	100,00
Ortak Sayısı	296	100,00
Ortaklar Arasındaki Akrabalık İlişkisi	296	100,00
Çalışan Sayısı	296	100,00
Firma Sahibinin Eğitimi	296	100,00
Çalışanların Eğitim Düzeyi	296	100,00
Sermaye (YTL)	295	99,66
Sermayedeki Yabancı Payı (%)	295	99,66
2006 Yılı Ciro (YTL)	296	100,00
İhracatın Ciro İçindeki Payı (%)	294	99,32
2003 Yılı Kar / Zarar	252	85,14
2004 Yılı Kar / Zarar	263	88,85
2005 Yılı Kar / Zarar	274	92,57
2006 Yılı Kar / Zarar	290	97,97
2006 Yılı Aktif Toplamı (YTL)	295	99,66
Şirket İçinde Finansal Kararları Veren Kişi	294	99,32
Mevcut Banka Kredisi	270	91,22
Banka Kredisi Para Birimi	257	86,82
Banka Kredi Vadesi (Ay)	266	89,86
En Çok Çalışılan 4 Banka	285	96,28
Tahmini Şirket Değeri	291	98,31

Tablo 5.7.**“KOBİ Borsası Hakkında Bilgiler” Bölümünün Cevaplanma Oranı**

Anket Sorusu	Cevaplayan Firma Sayısı	Toplam Firma Sayısına Oranı (%)
IMKB'de Yatırım Sıklığı	295	99,70
IMKB'yi Takip Sıklığı	294	99,30
IMKB Ülke Ekonomisini Yansıtıyor mu?	295	99,70
Döviz Piyasası Takip Sıklığı	294	99,30
VOB Hakkında Bilgi Seviyesi	294	99,30
KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi	294	99,30
Bölgeniz İçin KOBİ Borsası Gerekli midir?	294	99,30
Şirketinizin Yüzde (%) Kaçını Halka Arz Etmeyi Düşünürsünüz?	286	96,60
Halka Arz Maliyeti / Ciro (%)	285	96,30
Yatırım/Şirket Büyütmek İçin Finansman Tercihi	291	98,31
BASEL II Bilgi Seviyesi	294	99,30
BASEL II'nin Kredi Kullanımına Etkisi?	293	99,00

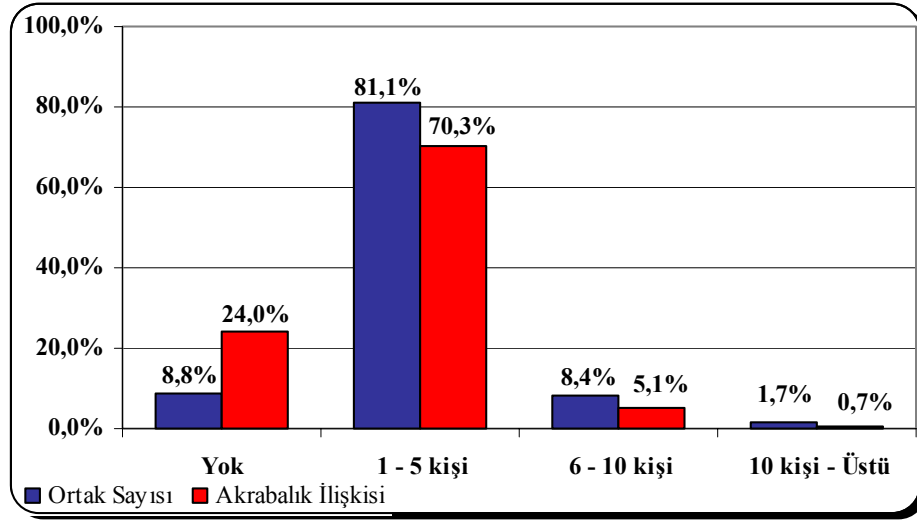
5.2.4.1. Ankete Katılan Firmaların İncelenmesi

Anket Çalışması'nın "Firma Bilgileri" başlıklı bölümünde yer alan sorulara firmaların verdiği cevaplara göre Grafik 5.7'nin de gösterdiği gibi KOBİ'lerin önemli bir kısmı hukuki statü açısından "Limited Şirket"lerden oluşmaktadır.



Grafik 5.7. Firmaların Hukuki Statüsü

Ankete katılan işletmelerden yüzde 26'sının "Anonim Şirket" yapısında olması ise KOBİ Borsası açısından önemli bir göstergedir. Öte yandan kurumsallaşma ve kayıt dışılığın azalması için de anonim şirket yapısı tercih edilen bir yapıdır. Ortak sayısının genelde 5'i geçmemesi ve ortaklar arasındaki akrabalık ilişkisinin yüksekliği ise yine Türkiye'de KOBİ'lerin henüz aile işletmesi yapısını koruduklarını göstermektedir.

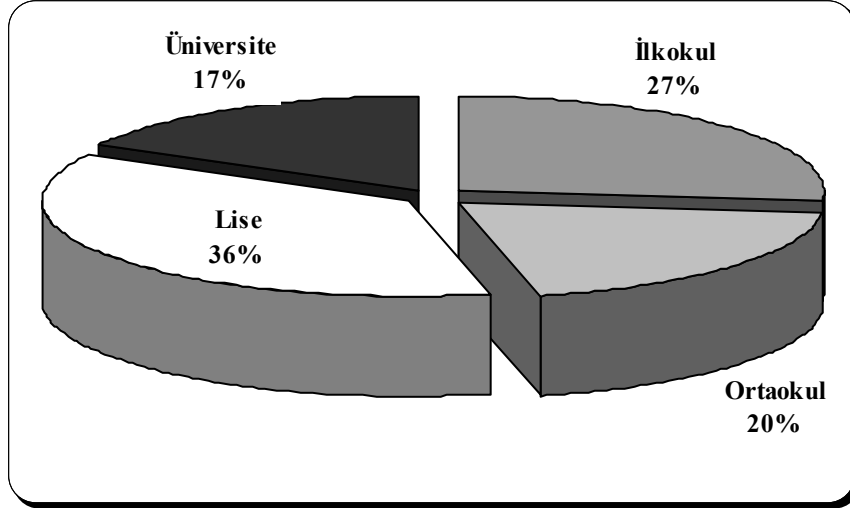


Grafik 5.8. Firmaların Ortak Sayısı ve Ortaklar Arasındaki Akrabalık İlişkisi

Grafik 5.8.'in de gösterdiği gibi şirketlerin yüzde 90 gibi yüksek bir oranında ortak sayısı 5 ve 5'in altındadır. Aynı şekilde ortaklar arasındaki akrabalık ilişkisinde ortak sayısı ile çoğunlukla eşittir. Şirketlerden sadece 47 tanesi 1'den fazla ortak sayısına sahip olmakla birlikte, ortaklar arasında akrabalık ilişkisi olmadığını işaretlemiştir. Diğer taraftan şirketlerin mali konulara yönelik kararları veren kişi yani işletmenin yöneticileri yüzde 81 oranında işletmenin aynı zamanda sahibi olan kişilerdir. Bu da KOBİ'lerin profesyonel yöneticilerle çalışmayı henüz tercih etmediklerini göstermektedir. Mali kararlar ile ilgili ikinci kişiler yani firma sahiplerinin bu konuda en güvendiği kişiler yüzde 15 oranıyla muhasebe/finans müdürleridir.

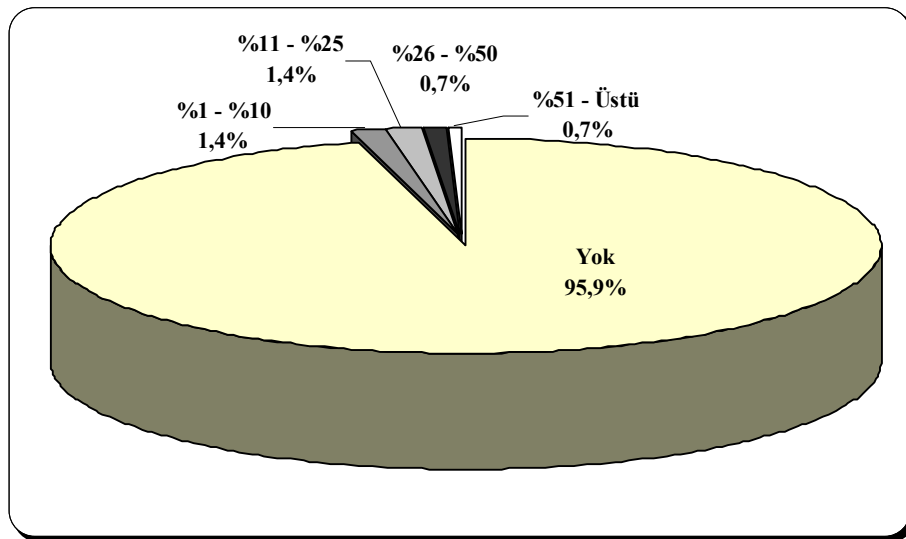
Ankete katılan 296 firmada yaklaşık 10,600 kişi çalışmaktadır. Şirketlerin yüzde 75'inde çalışan sayısı 50 kişi ve altındadır yani çalışan kriterine göre küçük işletme ölçeğindedirler. Söz konusu firmalarda çalışanların eğitim durumu Grafik 5.9.'da gösterilmiştir. Ankete katılan firma sahiplerinin ise yüzde 51'i üniversite, yüzde 32'si ise lise mezunu olup ve bu oran anket sorularına verilen cevapların güvenilirliği ve bilinçliliği açısından önemlidir. Türkiye'de faaliyet gösteren KOBİ sahiplerinin çoğunun eğitim seviyesi ise lise ve altı seviyededir. Ankete verilen cevapların Türkiye ortalamasının üzerinde eğitim düzeyine sahip firma sahiplerinin görüşlerini yansıtması

özellikle eğitim konusunda yapılması gerekenlerin çok daha fazla detayları içerecek şekilde planlanması gerekliliğini ortaya koymaktadır.



Grafik 5.9. Çalışanların Eğitim Seviyesi

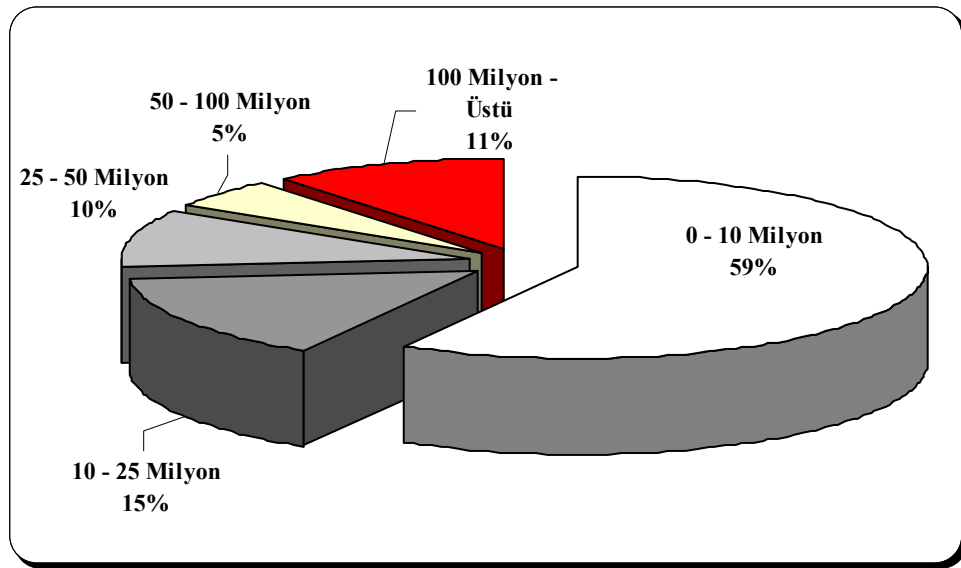
Firmaların mali yapıları ile ilgili sorulara verilen cevaplara göre büyük bir bölümü aile şirketi yapısında olan işletmelerin ortakları arasında Grafik 5.10.'un da gösterdiği gibi yurtdışı ortağı ya da yatırımcısı olan çok azdır. İşletmelerin yüzde 96'ya yakını tamamen yerli sermaye ile çalışmalarını devam ettirmekte olup, yaklaşık yüzde 1.5'lik bir bölümü yüzde 25'in üzerinde yabancı sermayeye sahiptir.



Grafik 5.10. Firmalarda Yabancı Yatırımcıların Payı

Ankete katılan işletmelerin yüzde 66'sının sermayesi ise 5 milyon YTL ve altındadır. KOBİ kapsamının dışında kalan miktar sadece yüzde 10'luk bölümdür. Aktif büyüklüğü açısından ise yüzde 53'lük kısım 5 milyon YTL ve altındadır. 85 milyon YTL ve üzeri olan yani KOBİ kapsamı dışında kalanların oranı ise yüzde 9'dur.

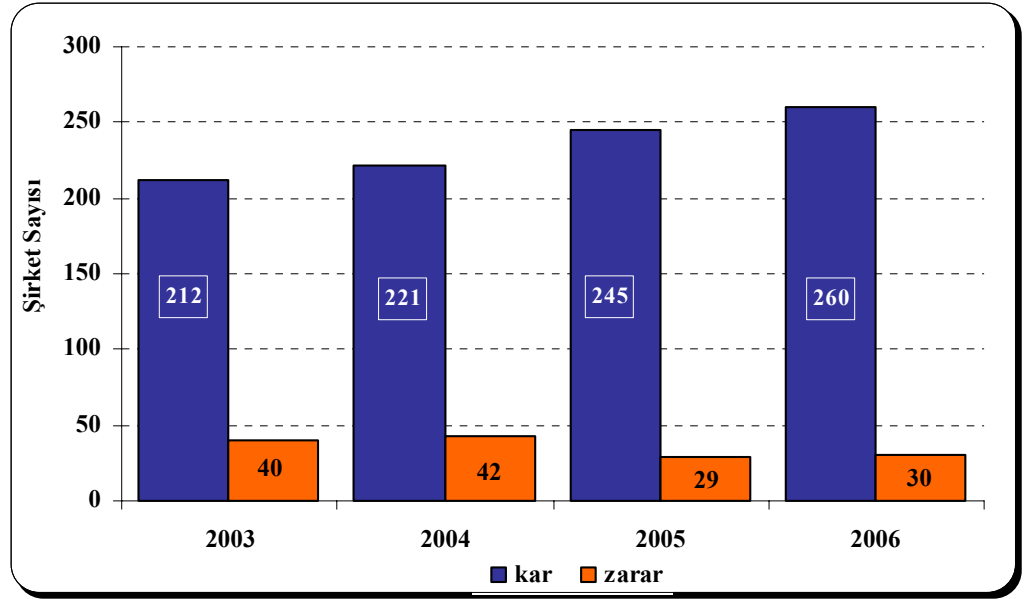
Grafik 5.11.'in de gösterdiği gibi yıllık satış açısından ise firmaların yine yüzde 59'u 10,000,000 YTL'nin altındadır. Yıllık satış kriterine göre KOBİ tanımının dışında kalan yani 100,000,000 YTL'nin üstünde yıllık satışları olan firmalar ise toplamın yaklaşık yüzde 11'ine eşittir. Bu durum aynı zamanda Basel II uygulamasının başlaması halinde kredi değerlendirmelerinde yüzde 90'ın KOBİ kapsamında ele alınacağını göstermektedir. Aynı şekilde Türkiye'deki KOBİ tanımı kriteri dahilinde ortalama 25,000,000 YTL'nin altında kalan ve küçük işletme olarak tanımlanan işletmeler anketi cevaplayan işletmelerin yüzde 74'ünü oluşturmaktadır. Bu oran Türkiye için hem küçük hem de orta ölçekli işletme olma kriterini içeren bir değerdir. Çünkü Türkiye'de küçük işletme olma kriteri 5,000,000 YTL'ye kadar yıllık satışları olan şirketler için geçerli olup, söz konusu değer yaklaşık olarak AB için mikro ölçekli işletmeye denk gelmektedir.



Grafik 5.11. Firmaların Yıllık Satışları (YTL)

İhracat konusunda sıkıntı yaşayan ve çeşitli nedenlerle ihracat yapmayan KOBİ'lerin genel durumu ankete cevap veren işletmelerde de kendini göstermiştir. Satışları içinde ihracatın payı olmayan yani ihracat yapmayan şirket sayısının toplama oranı yüzde 62 olup, sadece yüzde 12'si satışlarının yarısından fazlasını yurt dışına yapmaktadır. KOSGEB'in yaptığı anket çalışmasında ise ihracat yapmayanların oranı 2004 yılında yüzde 57 seviyesindedir.

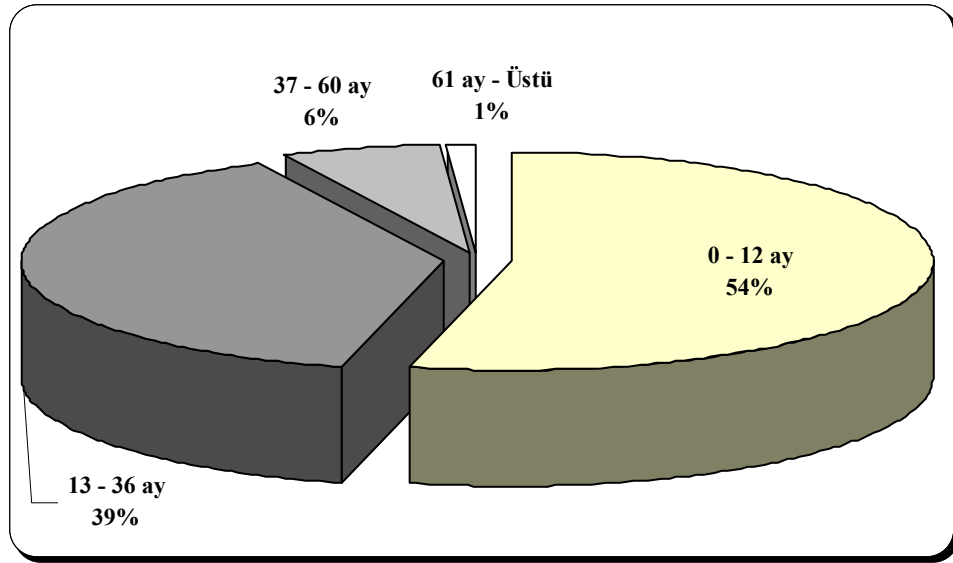
Firmaların karlılık durumları açısından değerlendirildiğinde, işletmelerin bir kısmının yeni kurulmuş olması, bir kısmının ise soruyu cevaplamamasını göz önüne almakla birlikte, işletmelerin çoğu 2003 – 2006 yılları arasında karlılıklarını korudukları görülmektedir.



Grafik 5.12. Firmaların Karlılık Durumları

İşletmelerin bankacılık sektörü ile olan ilişkilerinde 285 firma çeşitli bankalarla çalıştığını işaretlemiş olup, 270'i banka kredisi kullanmıştır. Mevcut banka kredilerinin miktarı 500,000 YTL'yi geçen işletmenin toplam içindeki payı yüzde 58 seviyesindedir. 2 milyon YTL'ye kadar kredi kullanmış olan firma ise yüzde 82'dir. Kullanılan

kredilerin vade yapısı ise hala oniki aya kadar olan ve kısa vadeli olarak tanımlanan kredilerdir. Grafik 5.13.'ün de gösterdiği gibi KOBİ'lerin orta ve uzun vadeli kredi kullanımı henüz istenen seviyede değildir. KOSGEB'in anketinde kredi kullanımı ile ilgili değerlendirmelerde şirketlerin yüzde 70'inin kredi kullanmadığı, kullanılan kredilerin ise yüzde 69'unun ticari krediler olduğu ifade edilmiştir.



Grafik 5.13. Firmaların Banka Kredisi Vade Yapısı Dağılımı

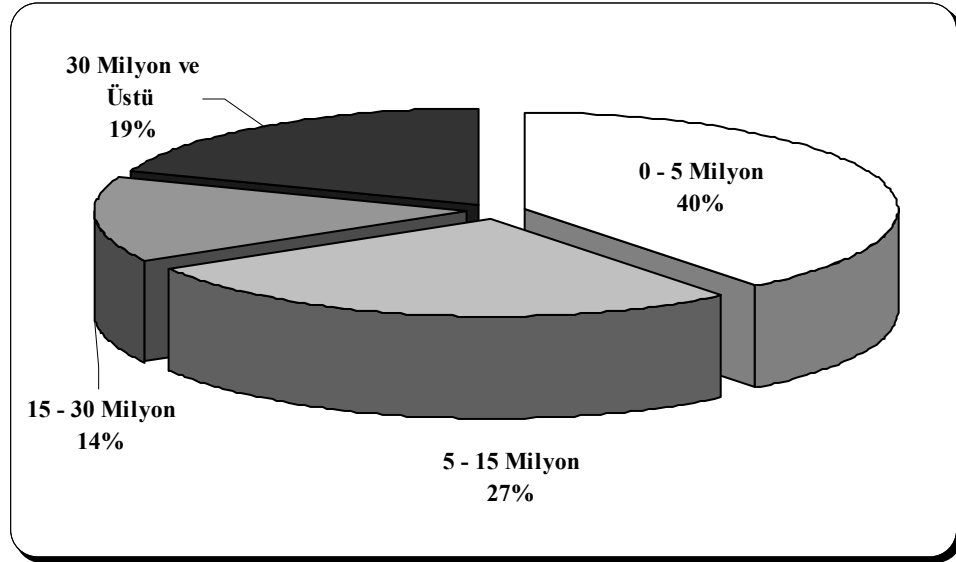
Kredilerin para biriminde ise YTL yüzde 50'lik oran ile ağırlığını korumakta, ikinci sırada yüzde 37 ile Euro ve üçüncü sırada yüzde 12 ile dolar cinsinden krediler gelmektedir. Bir firmanın birkaç para biriminden kredi kullanımının olması da söz konusu olmakla birlikte, kredilerinin tamamı YTL cinsinden olan şirketler, soruya cevap veren şirketlerin yüzde 65'ini oluşturmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak ekonomide yaşanacak herhangi bir döviz dalgalanmasının KOBİ'leri, geçtiğimiz yıllarda olduğundan daha az etkileyeceği söylenebilir. Anket Çalışması'nın "en çok çalışılan ilk dört bankanın hangisi olduğu" sorusuna, çalışmaya katılan KOBİ'lerin cevapları T.İş Bankası, Akbank, Garanti Bankası, Yapı Kredi Bankası ve Halkbank şeklinde olmuştur. Diğer taraftan T.İş Bankası, Garanti Bankası ve Yapı Kredi Bankası ise tüm sıralarda ilk 5 banka içinde yer alan bankalardır. Tablo 5.8.'de bankaların sıralaması gösterilmiştir.

Tablo 5.8.

En Çok Tercih Edilen Bankalar

1. Sıra	2. Sıra	3. Sıra	4. Sıra	Toplam
T. İş Bankası	Akbank	Yapı Kredi	Garanti	T. İş Bankası
Garanti	Yapı Kredi	Akbank	Yapı Kredi	Akbank
Vakıfbank	Garanti	Garanti	T. İş Bankası	Garanti
Yapı Kredi	Halkbank	T. İş Bankası	Finansbank	Yapı Kredi
TEB	T. İş Bankası	Halkbank	Ziraat / Halkbank	Halkbank

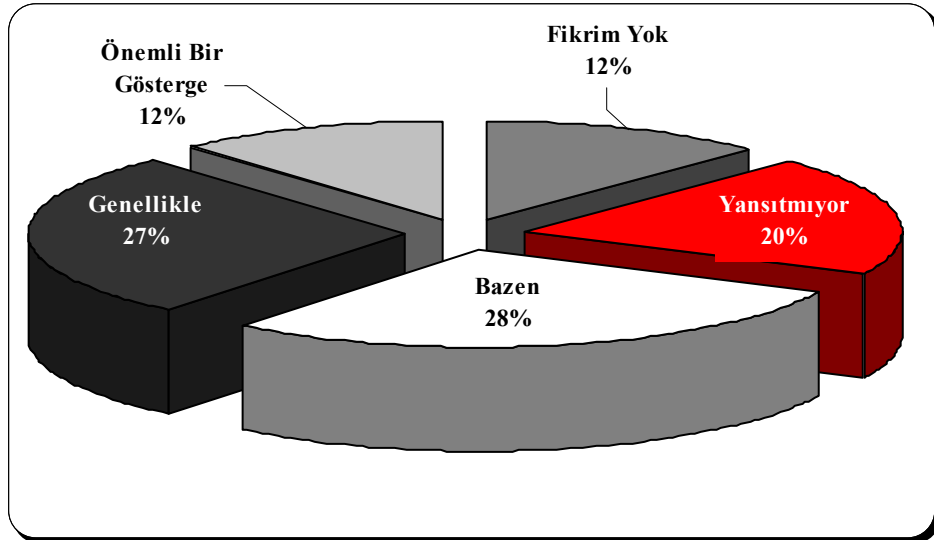
Ankete cevap veren firma sahiplerinin şirketleri için belirledikleri tahmini değer ise Grafik 5.14.'de gösterilmektedir. Firma sahiplerinin yüzde 40 gibi önemli bir bölümü firmalarının değerlerinin 5 milyon YTL altında olduğunu düşünmektedir. Söz konusu grafik özellikle halka açılacak şirketler ve halka arz işlemlerini gerçekleştirecek aracı kurumlar için halka arz geliri ve maliyetleri açısından önemlidir.



Grafik 5.14. Firmaların Tahmini Değerleri (YTL)

Anket Çalışması'nın ikinci bölümünü oluşturan ve firma sahiplerinin genel olarak sermaye piyasası, döviz piyasası, KOBİ Borsaları ve Basel II konularını kapsayan "KOBİ Borsası Hakkında Bilgiler" bölümüne cevap verme oranı yüzde 99

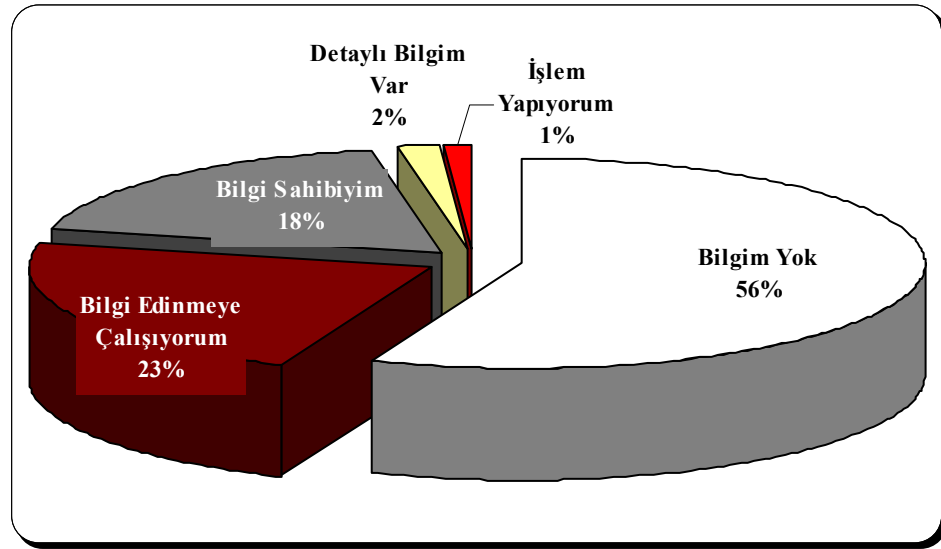
seviyesindedir. Ankete katılanların yüzde 89'u, İMKB'de yatırım amaçlı işlem yapmamakta, sadece yüzde 5'i ayda ortalama bir kez işlem yapmaktadır. Bununla birlikte, firma sahiplerinin yüzde 19'u hergün, yüzde 76'sı ise ayda en az birkaç kez İMKB işlemlerini takip etmektedir. İMKB'deki gelişmeleri takip eden firma sahiplerinin "İMKB Ülke Ekonomisindeki Gelişmeleri Yansıtıyor mu?" sorusuna verdikleri cevaplar Grafik 5.15.'de gösterilmiştir. Yorumlar özellikle KOBİ'lerin yıllardır faaliyet gösteren ve çoğunluğu büyük ve yabancı ortakları olan işletmelerin işlem gördüğü İMKB'ye inançlarının ötesinde, Borsa'nın derinliğine ve güvenilirliğine inançları ve yaklaşımlarını göstermesi açısından önemlidir. İMKB'yi her gün takip edenlerin yüzde 30'u "bazen", yüzde 36'sı "genellikle" cevabı vermişlerdir.



Grafik 5.15. İMKB Ülke Ekonomisindeki Gelişmeleri Yansıtıyor mu?

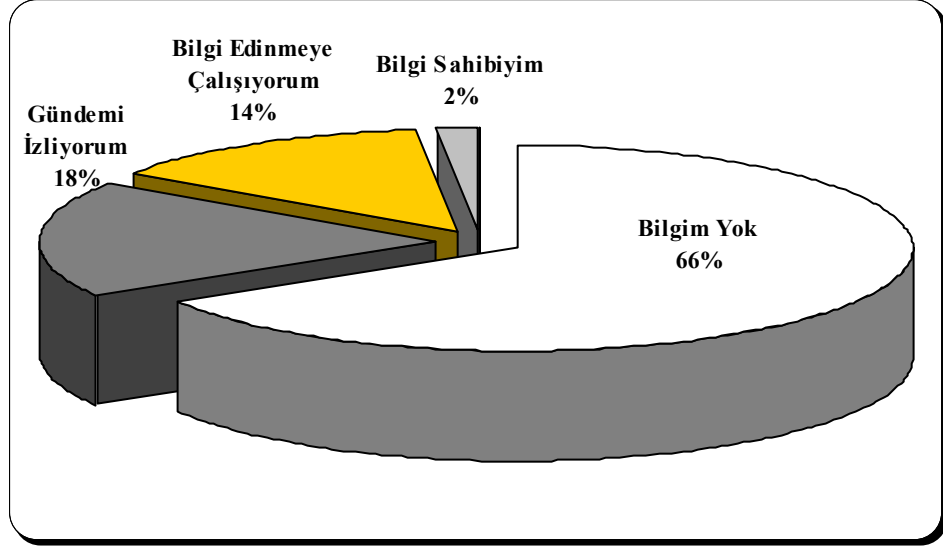
Firma sahiplerinin yüzde 79 gibi büyük bir bölümü döviz piyasasını hergün, yüzde 94'ü ise haftada en az birkaç kez döviz piyasasını takip etmektedir. Buna karşılık, gerek hammadde fiyatları, gerek satış fiyatları, gerek banka kredileri ve gerekse ekonominin gidişatı ile ilgili sebeplerden dolayı döviz piyasasını sıklıkla takip eden söz konusu kişilerin, 2005 yılında İzmir'de faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) ve işlemleri hakkında çok fazla bilgi sahibi olduklarını söyleyebilmek zordur. Döviz piyasasını hergün takip eden 235 firma sahibinin 120'sinin VOB

hakkında bilgisi yoktur ki bu değer bilgisi olmadığını söyleyen 165 kişinin yüzde 73'ünü oluşturmaktadır. Yine aynı şekilde hergün takip edenlerin sadece 3 tanesi işlem yapmaktadır. Grafik 5.16.'da VOB'u takip sıklığı gösterilmiştir. İşletmelerin yarısından fazlasının VOB hakkında bilgi sahibi olmamasının yanı sıra sadece yüzde 1'inin VOB'da işlem yapması, VOB'un KOBİ'ler tarafından henüz iyi bilinmediğinin de bir göstergesidir. Türkiye çapında tanıtım faaliyetleri yapmış olan ve döviz gibi en çok gündemde yer alan bir konuda çalışan VOB'un yaklaşık 3 senelik bir zaman diliminde KOBİ'ler tarafından ancak bu seviyede tanınması ve bilinmesi durumu, KOBİ Borsasının muhtemel gelişim süresine de ışık tutacaktır. Diğer taraftan aynı durum firmaların ve yatırımcıların KOBİ Borsasına da çok hızlı adapte olamayacaklarını işaret etmesi açısından önemlidir.



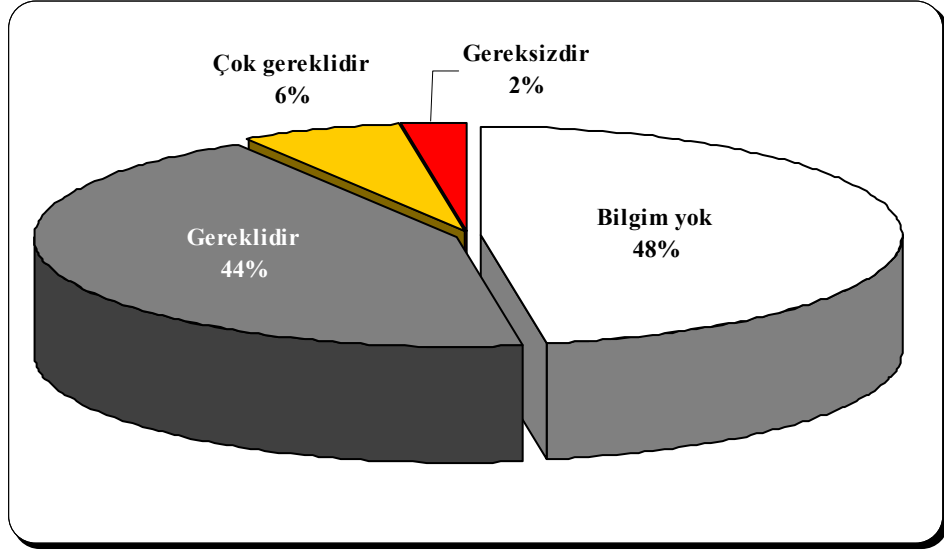
Grafik 5.16. Firma Sahiplerinin VOB Hakkında Bilgi Seviyeleri

KOBİ Borsası da VOB gibi Türkiye'de potansiyel yatırımcılar için olduğu kadar çoğu işletme için de yeni bir kavramdır. Ankette bu konuda sorulan sorunun karşılığında KOBİ'lerin büyük bir bölümünün bilgi seviyesinin olmadığı ya da çok az olduğu cevabı alınmış ve dağılım Grafik 5.17.'de gösterilmiştir. Bilgi sahibi olan firma sahipleri toplamın sadece yüzde 2'sini oluşturmaktadır.



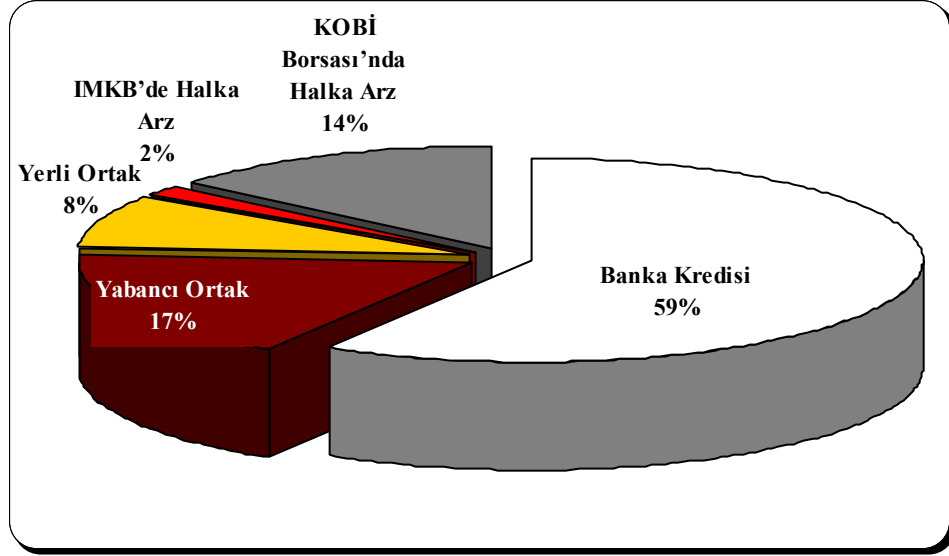
Grafik 5.17. Firma Sahiplerinin KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyeleri

Firma sahiplerinin KOBİ Borsası hakkında bilgi seviyesinin düşüklüğü, Borsa'nın finansman sorununun çözülmesinde alternatif bir yöntem olabileceği düşüncesini de olumsuz etkilemektedir. Grafik 5.18. KOBİ sahipleri ve yöneticilerinin KOBİ Borsası'nın ekonomi açısından gerekliliğiyle ilgili düşüncelerini göstermektedir. KOBİ Borsası'nın gerekli olduğunu düşünenler toplamı yüzde 50'sini oluştururken bilgisi olmayanlar yaklaşık bir değerle diğer yarısını oluşturmaktadır. KOBİ Borsası hakkında "Bilgim yok" diyenler grubuna giren firmaların yüzde 67'si, Borsa'nın gerekliliği konusuna da yine "bilgim yok" şeklinde cevap verirken, Borsa hakkında bilgi sahibi olanların ise yüzde 80'i "gereklidir" cevabını vermiştir. Bu durumda yapılacak doğru tanıtım çalışmaları ve ilk halka arzlarda sağlanacak başarı hikayeleriyle, Borsa hakkında bilgisi olmayanların düşüncelerini olumluya çevirebilmek mümkün gözükmemektedir.



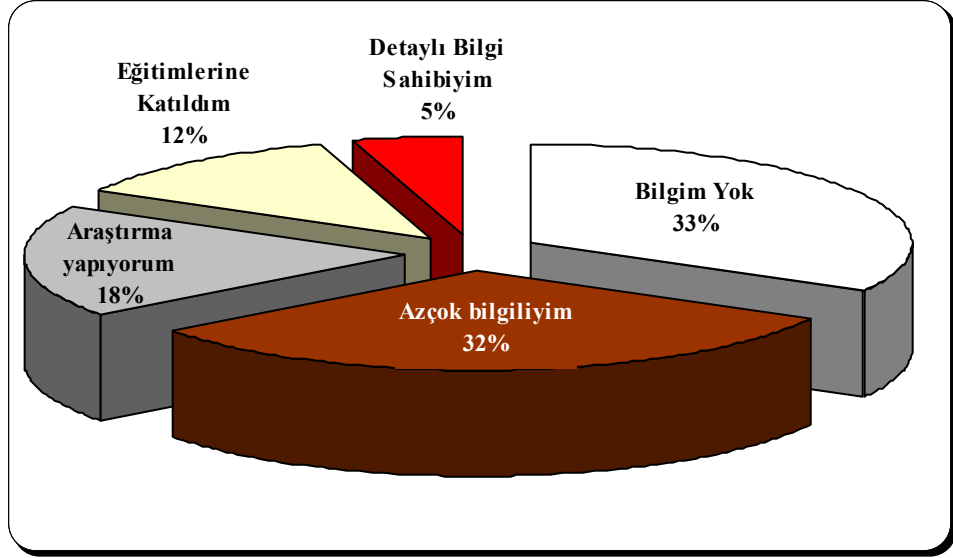
Grafik 5.18. KOBİ Borsası Ekonomi İçin Gerekli midir?

İşletme sahiplerinin yatırım için finansman tercihlerinde geleneksel yöntem olan banka kredisi yüzde 59 ile en yüksek paya sahiptir. Grafik 5.19.'un da gösterdiği gibi ikinci sırada yabancı ortaklık, üçüncü sırada ise KOBİ Borsasında halka arz gelmektedir. KOBİ Borsası'nda halka arz tercihi olan işletme sahiplerinin yüzde 73'ü aynı zamanda KOBİ Borsasının finansman alternatifi olarak gerekli olduğunu cevaplayan yöneticilerdir. Bununla birlikte, bilgi sahibi olduğunu söyleyen 5 firma sahibinden 4'ü KOBİ Borsasının "gerekli" olduğunu işaretlemekle birlikte, sadece 1'i yatırım/şirket büyütmek için KOBİ Borsasında halka arzı tercih edeceğini belirtmiş, 3'ü banka kredisi, 1'i ise yabancı ortak aracılığıyla bu işlemi yapmak istediğini göstermiştir. KOBİ Borsasının bölgesi için çok gerekli olduğunu düşünen 17 firma sahibinin ise yatırım/şirket büyütmek için 5'i KOBİ Borsasında halka arzı, 5'i yabancı ortaklığı, 7'si ise banka kredisini tercih etmiştir. Borsa ile ilgili bilgisi olmayanlar ise yüzde 10'luk bir bölümü borsada halka arzı tercih etmiş yüzde 75'i ise yine banka kredisi yönünde cevap vermiştir.



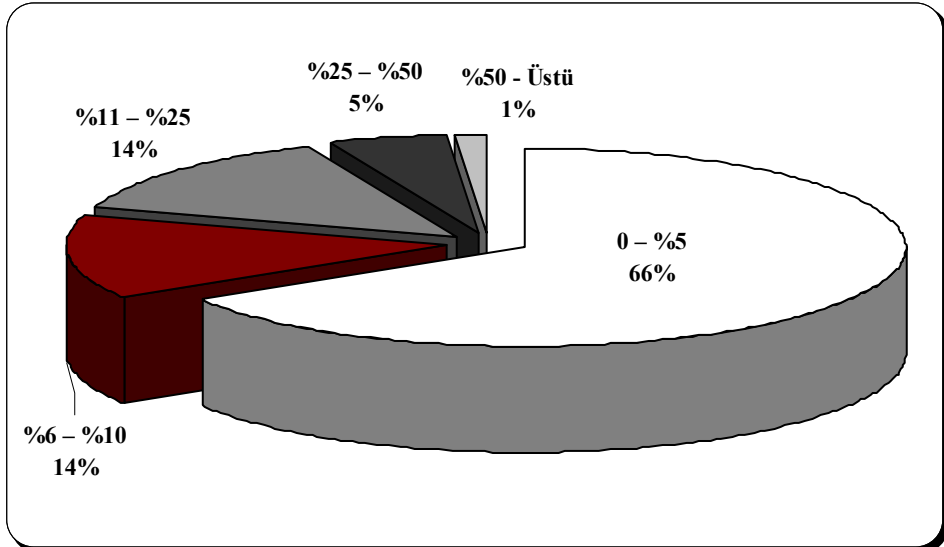
Grafik 5.19. Firma Sahiplerinin Yatırım / Şirket Büyütme İçin Finansman Tercihleri

Yatırım/şirket büyütme için banka kredisinin tercih edilme oranının yüksekliğine rağmen, KOBİ'ler 2009 yılı itibarıyla Türk bankacılık sektöründe uygulamaya geçilecek Basel II ile ilgili detaylı bilgi sahibi değildirler. Grafik 5.20'de gösterdiği gibi hala yüzde 65'lik bölümün ya hiç bilgisi yoktur ya da yeterli seviyede değildir. Yatırım/şirket büyütme için banka kredisini tercih eden 195 firmanın yani anketin bu sorusunu cevaplayan firmaların yüzde 59'unun sadece 73'ü (soruyu cevaplayan firmaların yüzde 25'i) Basel II ile ilgili "hiç bilgi sahibi olmadığını" söylerken, sadece 6'sı (soruyu cevaplayan firmaların yüzde 2'si) "detaylı bilgi sahibi" cevabını işaretlemiştir. Bununla birlikte, Basel II'nin kredi maliyetleri üzerine etkisiyle ilgili olarak ankete katılanların yüzde 32'si olumlu etkileyeceği, yüzde 27'si az etkileyeceği cevabını vermişlerdir. Yüzde 35'lik kısım ise bu konuda bilgi sahibi olmadığını ifade etmiştir. Basel II ile ilgili detaylı bilgi sahibi olanların hepsi olumlu etkileyeceği görüşündedir. Bilgi sahibi olmayan kişiler ise Basel II'nin etkileri konusunda da bilgi sahibi olmadıklarını işaretlemiştir.



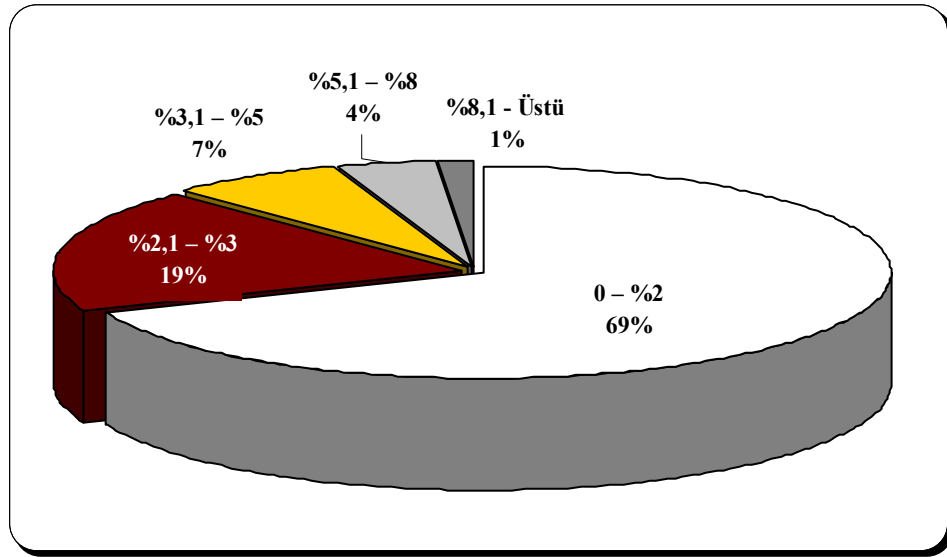
Grafik 5.20. Basel II Konusunda Firma Sahiplerinin Bilgi Seviyesi

KOBİ'lerin halka açılma sürecinde diğer önemli iki nokta ise firma sahibinin firmasının yüzde kaçını halka arz edeceği ve bu aşamada katlanabileceği maliyetlerdir. Grafik 5.21.'in de gösterdiği gibi firma sahiplerinin yüzde 66 gibi önemli bir bölümü yüzde 5'in altında bir oranda halka arz yapacağını yüzde 28 gibi bir bölüm ise en fazla yüzde 25'ini halka arz edeceğini ifade etmiştir.



Grafik 5.21. Firma Sahiplerinin Kabul Edecekleri Halka Arz Oranları

Grafik 5.14.'de de gösterildiği gibi firmaların yüzde 40'ının yaklaşık değerlerinin 5 milyon YTL ve yüzde 67'sinin 15 milyon YTL ve altında olduğu göz önüne alındığında yapılabilecek halka arz büyüklüklerinin 750,000 YTL olabileceği gerçeği ortaya çıkmaktadır. Halka arz sırasında katlanabilecekleri maliyetinin yıllık satışlarına oranı ise Grafik 5.22.'de gösterilmiştir. Yüzde 69 gibi büyük bir oran yıllık satışların en fazla yüzde 2'si oranında bir halka arz maliyetini üstlenebileceğini ifade etmiştir.



Grafik 5.22. Tercih Edilen Halka Arz Maliyeti / Yıllık Satış Oranı

Grafik 5.21. ve Grafik 5.22.'nin birlikte değerlendirilmesi durumunda, sermayesi 5 milyon YTL'ye kadar, yıllık satışları 10 milyon YTL'ye kadar ve tahmini şirket değeri 5 milyon YTL olan 60 firmanın (toplam firma sayısının yüzde 20'si) tamamı, firmalarının en fazla yüzde 2'sini halka arz etmeyi kabul etmekte ve halka arz maliyeti olarak cirosunun en fazla yüzde 2'si görmek istemektedir. Bu da 100,000 YTL'lik bir halka arz ve 2,000 YTL'lik bir halka arz maliyetine denk gelmektedir ki, KOBİ Borsası'nın küçük ölçekli işletme bazında hem işletme, hem aracı kurum, hem de yatırımcı açısından çok fazla değeri ve geleceği olmayacağı söylenebilir. Bu durumda tarafları memnun edecek ve sonucunda KOBİ Borsası'nı başarılı kılacak hedef grubun anonim şirket yapısına sahip orta ölçekli işletmeler (OBİ) olacağı gerçeği ortaya

çıkılmaktadır. Bir diğer ifadeyle söz konusu değerler en yüksek yıllık satış 100,000,000 YTL, en yüksek tahmini şirket değeri 30,000,000 YTL, kabul gören en yüksek halka arz oranı yüzde 25 ve maliyet oranı yüzde 8 üzerinden hesaplanırsa, halka arzın büyüklüğü en fazla 7,500,000 YTL olacaktır. Bununla birlikte, Türkiye’de bu ölçeklerde KOBİ sayısı bulabilme imkanı anket dahilinde ortalama yüzde 0.3’tür.

5.2.4.2. Anket Sonuçlarının Değerlendirmesi

Toplam 296 firma ile gerçekleştirilen Anket Çalışması’nın bütün sorularına cevap veren ve tüm çalışmanın yüzde 85’ini oluşturmakta olan 251 firmadan alınan sonuçların değerlendirilmesi farklı değişkenler seçilerek yapılmıştır. Değişkenlerin ölçümünde kullanılan ölçeğin nominal ölçek olması sebebiyle korelasyon analizi yapmak için Kendall’s Tau_b Testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre değişkenler arasında bulunan anlamlı korelasyonlar aşağıda verilmiştir.

Şirketlerin ortak sayısı ile ortaklar arasındaki akrabalık ilişkisi arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,487$ ’lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.9’dan da görülebileceği gibi ortak sayısı 1-5 kişi arasında olan işletmelerin ortakları arasında da hemen hemen aynı sayıda akrabalık ilişkisi bulunmaktadır. Söz konusu durum KOBİ’lerin aynı zamanda aile işletmelerinin yaşadıkları problemlerin sebeplerinden biridir.

Tablo 5.9
Ortak Sayısı & Ortaklar Arasındaki Akrabalık İlişkisi

	Akrabalık İlişkisi				Toplam
	Yok	1 - 5 kişi	6 - 10 kişi	10 kişi - Üstü	
Ortak Sayısı	Yok	21	0	0	21
	1 - 5 kişi	37	165	1	205
	6 - 10 kişi	4	6	11	21
	10 kişi - Üstü	0	4	0	4
	Toplam	62	175	12	251

Şirketlerin sermayesi ile cirosu arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,561$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.10'dan da görülebileceği gibi yoğunlaşma daha çok KOBİ'lerin de finansal yapılarını doğrular şekilde 5 milyon YTL'ye kadar sermaye ve 10 milyon YTL'ye kadar cirosu olan firmalar üzerindedir.

Tablo 5.10
Sermaye & Ciro İlişkisi

	Sermaye (YTL)					Toplam
	0 - 5 mn	5 - 25 mn	25 - 50 mn	50 - 80 mn	80 mn - Üstü	
Ciro (YTL)						
0 - 10 mn	135	9	6	0	4	154
10 - 25 mn	20	8	3	1	1	33
25 - 50 mn	10	10	3	0	2	25
50 - 100 mn	3	2	6	1	2	14
100 mn - Üstü	3	1	1	3	17	25
Toplam	171	30	19	5	26	251

Şirketlerin aktif büyüklüğü ile tahmini şirket değerleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,547$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.11'den de görülebileceği şirketler genelde en çok 10 milyon YTL'ye kadar aktif büyüklüğüne sahip olup tahmini şirket değerleri 5 milyon YTL'ye seviyesindedir.

Tablo 5.11
Aktif (YTL) & Tahmini Şirket Değeri (YTL)

	Tahmini Şirket Değeri (YTL)				Toplam
	0 - 5 mn	5 - 15 mn	15 - 30 mn	30 mn - Üstü	
Aktif (YTL)					
0 - 10 mn	89	34	9	4	136
10 - 25 mn	7	23	15	15	60
25 - 50 mn	5	2	8	7	22
50 - 100 mn	2	1	0	7	10
100 mn - Üstü	1	5	2	15	23
Toplam	104	65	34	48	251

Şirketlerin KOBİ Borsası hakkında bilgi seviyeleri ile bölgelerinde KOBİ Borsası'nın kurulmasının gerekliliği konusundaki görüşleri değişkenleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,467$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.12'den de görülebileceği bilgisi olmayanlar önemli bir bölümü oluşturmaktadır. Bununla birlikte işletmeler için borsanın bölgeleri için gerekli olduğu görüşü yüksek orandadır.

Tablo 5.12

KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi & KOBİ Borsası'nın Gerekliliği

		Bölgemiz İçin KOBİ Borsası Gereklidir?				Toplam
		Bilgim yok	Gereklidir	Çok gereklidir	Gereksizdir	
Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi	Bilgim yok	112	44	6	4	166
	Gündemi izliyorum	3	37	4	1	45
	Bilgi edinmeye çalışıyorum	5	25	5	1	36
	Bilgi sahibiyim	0	4	0	0	4
KOBİ	Toplam	120	110	15	6	251

Şirketlerin bölgelerinde KOBİ Borsası'nın kurulmasının gerekli olup olmadığı konusundaki görüşleri ile yatırım yapmak ya da şirketlerini büyütmek için tercih edecekleri finansman yöntemleri değişkenleri arasında yüzde 95 güven düzeyinde $r = 0,138$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,016$) Tablo 5.13'den de görülebileceği gibi bankalar KOBİ'lerin için en çok başvurdukları ve çalışmayı tercih ettikleri kurumlar olup, ortak alma fikrine hala çok sıcak bakılmamaktadır. Bununla birlikte, bölgelerinde KOBİ Borsası kurulmasının gerekli ve çok gerekli olduğunu düşünenler, borsada halka arzı da alternatifler içinde görebilmektedirler.

Tablo 5.13

KOBİ Borsası'nın Gerekliliği & Yatırım/Şirket Büyütmek İçin Tercih

		Bölgemiz İçin KOBİ Borsası Gereklidir?				Toplam
		Bilgim yok	Gereklidir	Çok gereklidir	Gereksizdir	
Yatırım / Büyütmek Tercih	Banka kredisi	79	54	6	6	145
	Yabancı ortak	22	18	5	0	45
	Yerli ortak	5	14	1	0	20
	IMKB'de halka arz	2	0	0	0	2
	KOBİ Borsası'nda H.A.	12	24	3	0	39
	Toplam	120	110	15	6	251

Şirketlerin bölgelerinde KOBİ Borsası'nın kurulmasının gerekli olup olmadığı konusundaki görüşleri ile şirketlerini halka açma oranı değişkenleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,257$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.14'den de görülebileceği gibi işletmelerin önemli bir kısmı halka arz oranı olarak yüzde 5 oranını işaretlemişlerdir. Bununla birlikte, KOBİ Borsası'nın gerekli olduğunu düşünen işletme sahipleri yüzde 25'e kadar halka arz oranını kabul edebilmektedirler.

Tablo 5.14

KOBİ Borsası Hakkında Bilgi Seviyesi & Halka Arz Oranı

		Bölgemiz İçin KOBİ Borsası Gerekli midir?				Toplam
		Bilgim yok	Gereklidir	Çok gereklidir	Gereksizdir	
Halka Arz Oranı	0 – %5	96	58	5	5	164
	%6 – %10	12	21	6	1	40
	%11 – %25	9	20	3	0	32
	%25 – %50	3	7	1	0	11
	%50 - Üstü	0	4	0	0	4
	Toplam	120	110	15	6	251

Şirketlerin halka arz oranı ile halka arz maliyetinin cirolarına oranı değişkenleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,513$ 'lük ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.15'den de görülebileceği gibi yoğunlaşma yüzde 5'e kadar halka arz oranı ve yüzde 2'ye kadar arz maliyetinin ciroya oranı kesişim noktasındadır.

Tablo 5.15

Halka Arz Oranı & Halka Arz Maliyeti/Ciro Oranı

		Halka Arz Oranı					Toplam
		0 – %5	%6 – %10	%11 – %25	%25 – %50	%50 - Üstü	
Halka Arz Maliyetinin Ciroya Oranı	0 – %2	140	16	12	3	0	171
	%2,1 – %3	19	19	6	2	1	47
	%3,1 – %5	2	4	9	2	0	17
	%5,1 – %8	3	1	5	3	0	12
	%8,1 - Üstü	0	0	0	1	3	4
	Toplam	164	40	32	11	247	251

Şirketlerin kullandıkları banka kredi miktarı ile kredi vadeleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,157$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,007$) Tablo 5.16'dan da görülebileceği yoğunlaşma 500.000.-YTL'ye kadar olan kredilerde ve 12 aya kadar olan vadelerdedir.

Tablo 5.16
Banka Kredisi Tutarı & Kredi Vadesi

	Kredi Vadesi				Toplam	
	0 - 12 ay	13 - 36 ay	37 - 60 ay	61 ay - Üstü		
Mevcut Banka Kredisi (YTL)	0 - 500.000	90	52	3	0	145
	500.001 - 2.000.000	33	20	7	2	62
	2.000.001 - 5.000.000	11	10	3	0	24
	5.000.001 - Üstü	9	7	3	1	20
	Toplam	143	89	16	3	251

Şirketlerin 2009 yılında uygulamaya geçilmesi beklenen ve bankalarla ilişkilerini etkileyecek olan Basel II düzenlemeleri hakkındaki bilgi seviyeleri ile kredi kullanımlarına etkisi değişkenleri arasında yüzde 99 güven düzeyinde $r = 0,617$ 'lik ilişki bulunmaktadır. ($p = 0,000$) Tablo 5.17'den de görülebileceği her iki konuda da bilgi seviyesi olmayanlar çoğunlukta olmakla birlikte, araştırma yapan ve farklı seviyelerde bilgi sahibi olan işletme sahipleri Basel II'nin kredi kullanımlarını olumlu etkileyeceği düşüncesindedirler.

Tablo 5.17
Basel II'nin Kredi Kullanımına Etkisi & Basel II Hakkında Bilgi Seviyesi

	Basel II'nin Kredi Kullanımına Etkisi					Toplam	
	Bilgim yok	Hiç etkilemeyecek	Az etkileyecek	Olumlu etkileyecek	Olumsuz etkileyecek		
Basel II Hakkında Bilgi Seviyesi	Bilgim Yok	74	0	4	3	1	82
	Azçok bilgiliyim	12	4	36	22	2	76
	Araştırma yapıyorum	5	3	17	24	2	51
	Eğitimlerine Katıldım	0	1	7	23	0	31
	Detaylı Bilgi Sahibiyim	0	0	2	7	2	11
	Toplam	91	8	66	79	7	251

5.2.5. Türkiye’de KOBİ Borsasının Gelişimi ve Etkinliğinin Artırılması İçin Öneriler

Türkiye’de toplam işletmeler içerisinde anonim şirket şeklindeki işletmelerin oranı sadece yüzde 2 olup, KOBİ’lerin pay senedi ve tahvil çıkararak uzun vadeli kaynak sağlama imkanları yasal düzenlemelerle ortadan kaldırılmıştır. Bu durum KOBİ finansmanında çok açık olan bir sorundur. Finans piyasalarının geliştiği batı ülkelerinde birçok düşünür, ekonomik gelişme düzeylerinin yüksek oluşunu “Anonim Şirket Kültürü”ne bağlamaktadır. KOBİ’lerin anonim şirketleşmeye yönlendirilmesi özellikle kurumsallaşmaları ve gelişimleri açısından gereklidir. İşletmenin kurucusu hayatta kaldığı süre içerisinde çok başarılı bir yönetim sergilemiş olsa bile kurumsallaşma ve profesyonel yönetim anlayışına geçilemediği için Türkiye’de üçüncü ya da dördüncü nesle kadar faaliyetlerine devam eden işletme sayısı yok denecek kadar azdır. Ayrıca sinerji sağlamak, optimal işletme büyüklüğüne ulaşmak ve iyi yönetim (good governance) için de kurumsallaşma çok önemlidir.

Özkaynak yetersizliği ile karşı karşıya olan KOBİ’lerin anonim şirket yapısına geçişleri, şirketler için halka açılma yolunu da açacak ve düşük maliyetli fon sağlamalarına yardımcı olacaktır. 2008 yılı sonlarında uygulamaya geçilmesi beklenen KOBİ Borsası da bu amaçla kurulmuş bir kurumdur.

İstanbul Ticaret Odası’nın yapmış olduğu çalışmada⁴⁰² stratejilerin seçimi sırasında açık ve net olarak değerlendirme ölçütlerinin ortaya konulması, amaçlara ulaşılmasını sağlayacak olan farklı stratejilerin belirlenmesi için yapılan anket araştırmasına 460 KOBİ katılmış ve katılanların yüzde 99.3’ü “KOBİ Borsası kurulmalı mıdır?” sorusuna “evet” diyerek projeyi desteklemiştir. Ankette yer alan; “KOBİ Borsası kurulması durumunda nasıl kurulmalıdır?” sorusuna KOBİ sahipleri, yöneticileri ve sahiplerinin verdikleri yanıtlarda;

❖ %37.2’si KOBİ Borsası’nın devlet eliyle,

⁴⁰² Özdemir Akmut, s.44

- ❖ %48.7’i özel sektör tarafından kurulmasını isterken,
- ❖ %12.8’i sivil toplum örgütü tarafından kurulmasını isteyenler ve
- ❖ %1.3’ü meslek grubu tarafından kurulmasını isteyenlerden oluşmuştur.

KOBİ Borsası’nın oluşturulması sırasında uzmanların ve otoritelerin üzerinde en çok durdukları konular ise;⁴⁰³

1. KOBİ Borsası ana borsa içinde bir piyasa mı olmalı, ayrı bir yapı mı olmalıdır?
2. İşlem sistemi sürekli müzayede, piyasa yapıcılığı veya birleşimi mi olmalıdır?
3. Kotasyon koşulları nasıl olmalıdır? Ana piyasaya göre esneklik sağlanabilecek alan var mıdır?
4. KOBİ Borsası şirket yapısında olacaksa ortaklık ve yönetim yapısı nasıl olmalıdır?

sorularının cevapları oluşmaktadır.

KOBİ’ler için özel bir pazar veya borsa kurulması aşamalarında yöneticiler tarafından göz önüne alınması gereken ve aynı zamanda söz konusu soruların cevapları niteliğini de taşıyan faktörler ise KOBİ Borsası’nın;⁴⁰⁴

- ❖ Ana borsa içinde bir pazar olarak veya ayrı bir borsa olarak kurulması,
- ❖ Kotasyon koşullarının ana borsaya göre esnekliği,
- ❖ İşlem sistemi,

⁴⁰³ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, “KOBİ’lerin Finansmanı Çalışma Platformu 12 Haziran 2003 Tarihli Toplantı Tutanağı”, İstanbul, 12 Haziran 2003

⁴⁰⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.40

- ❖ Kamuyu aydınlatma kurallarında ana borsaya göre esneklik,
- ❖ Şirketlerin talebi,
- ❖ Aracı kuruluşların talebi,
- ❖ Yatırımcıların talebi şeklinde sıralanabilirler.

Türkiye’de İMKB’nin dışında ayrı bir piyasanın oluşturulmasına karşıt görüştekilerin temel dayanağı ise; İMKB’nin içinde önemli sayıda KOBİ’lerin yer alıyor olması ve dolayısıyla ayrı bir yerde kurulacak borsanın, gerek kaynak gerekse personel açısından maliyet getireceği üzerine inşa edilmiştir. Aynı tür karşıt görüş merkezi İzmir’de olan VOB için de kurulma aşaması sırasında beyan edilmiş fakat VOB yıllar itibarıyla başarısını ve işlem hacmini giderek artırarak söz konusu görüşün yerinde olmadığını ispatlamıştır. İMKB’nin içinde bir pazar olarak yer alması durumunda piyasaya alternatif olarak İMKB’nin Türkiye’de farklı illerde danışma merkezi şeklinde bürolarının kurulabilmesi mümkünse de bireysel yatırımcıların, tanımadıkları şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktansa riski düşük ve hala reel anlamda yüksek getirisi olan Hazine bonosu, devlet tahvilini tercih edecekleri gerçeği gözardı edilmemelidir.

KOBİ Borsası’nın kotasyon koşulları açısından önem teşkil eden bir konu işlem görecektir şirketlerin kriterleri ile ilgilidir. Bu anlamda 2005 yılında tüm ülke bazında uzlaşmış bir KOBİ tanımı yapılmış olması, atılmış önemli ve doğru bir adımdır. Bununla birlikte, söz konusu tanımın Basel II kriterlerinin bankacılık sektöründe uygulanmaya başlanması ile birlikte ne kadar geçerliliğini koruyacağı bir başka soru işaretidir. Çünkü Basel II kriterleri 50 milyon Euro ve altında ciroya sahip işletmeleri KOBİ olarak nitelerken, Türkiye’deki KOBİ tanımı 25 milyon YTL’yi (yaklaşık 13 milyon Euro) en yüksek ciro değeri olarak kabul etmiştir. Bu durumda yaklaşık 30 milyon Euro cirosu olan bir işletmenin KOBİ Borsası’nda işlem görmesi konusunda ciro olarak KOBİ tanımı dışında kalmaktayken, bankacılık sektörüyle gerçekleştireceği kredi işlemlerinde KOBİ tanımı içinde kalması ve rating notu alması

gibi çelişkili bir durum ortaya çıkacaktır. 2009 yılında uygulamaya geçilmesi planlanan Basel II kriterleri ile birlikte, tanım konusunda yeni bir karışıklığın ortaya çıkması muhtemeldir. Bununla birlikte, KOSGEB'in hazırlayabileceği KOBİ Borsası'nda halka arza yönelik desteklerde "KOSGEB'in desteklerden faydalanabilecek işletme tanımı gereği" sadece imalat sanayinin yer alacak olması, hizmet sektörünün halka arz avantajlarından faydalanması sırasında imalat sanayine göre bir adım geriden başlayacak olmasının ötesinde Borsa'nın gelişimini ve işlem gören şirket ve sektör çeşitliliğini de olumsuz etkileyebilecek bir faktördür.

Diğer taraftan kotasyon koşulları belirlendikten sonra İMKB'ye göre esneklik sağlanabilecek alanlar da tesbit edilmelidir. Ayrıca KOBİ Borsası ile ilgili tüm işlemlerin GİP A.Ş. gibi bir şirket tarafından yürütüleceği ve bu şirketin "müşteri odaklı" çalışması düşünüldüğüne göre ortaklık, yönetim ve faaliyet yapısıyla, denetim şeklinin sağlıklı ve piyasanın taraflarını mağdur etmeyecek şekilde belirlenmesi önemlidir.

KOBİ'lerin halka açılmalarında şartlar kolaylaştırılmış olsa da asıl KOBİ'ler için önemli konu, özellikle halka açılırken katlanmak zorunda oldukları⁴⁰⁵;

- ❖ Bağımsız denetim ücretleri
- ❖ Reklam giderleri
- ❖ Hisse senedi basımı
- ❖ İlan ve duyuru giderleri (tescil, gazete ilanı v.b.)
- ❖ Satış komisyonu
- ❖ SPK, İMKB ve TCMB'ye ödenen ücretler gibi,

⁴⁰⁵ Recep Ali Küçükçolak, s.139

halka arzdan elde edilen gelirin yaklaşık yüzde 5-10'unu oluşturan masraflar olmaktadır. Bu tutarların işletmelerin ne kadarı tarafından kabul edilebilir masraf oranları olduğu bir başka soru işaretidir.

Bir firma menkul kıymetleri halka arz ettiğinde, halka arz maliyetlerinin yanı sıra önemli yönetsel maliyetler de ortaya çıkacaktır. Aynı zamanda firma, aracı kurumların ücretini karşılamak için, menkul kıymetleri nihai yatırımcılara satılacak fiyatın altında satmak zorunda kalacaktır. İhraç maliyetinin ne kadarının sabit ne kadarının değişir gider olduğu konusu özellikle maliyet konusunda hassas olan KOBİ'ler için bir diğer önemli durumdur. Ayrıca halka arzın büyüklüğüne göre de maliyetler değişmektedir. Büyük ihraçlar daha ucuz olup, menkul kıymet ihraçlarında daima ölçek ekonomisi söz konusudur. Yani piyasaya bir defa da 100 milyon dolar için gitmek, her biri 50 milyon dolarlık iki tur yapmaktan daha ucuzdur. Firmaların menkul kıymet ihraçlarını bir araya toplamalarının nedenlerinden biri de söz konusu maliyettir. Bu durum büyük bir ihraç onaylanıncaya kadar kısa vadeli finansmana dayanmalarını da açıklayabilir veya daha sonra diğer bir ihracı önlemek için halen ihtiyaç duyulandan daha fazla ihraç etme anlamına gelebilir.⁴⁰⁶ KOBİ'lerin ihraç maliyetleri ve süreci ile ilgili tutum ve davranışları büyük işletmelerinkinden daha farklı olacaktır.

Halka arz maliyetleri ile ilgili yaşanabilecek sorunlara çözüm olarak halka açılmak isteyen ve belirli kriterleri taşıyan KOBİ'lere halka açılma kredileri ve destekleri sağlanması konusunda bankacılık sektörü ve ilgili devlet kuruluşları ile birlikte yapılabilecek çalışmaların geliştirilmesi önerilebilir. Bununla birlikte, Borsa'da işlem görmesinin teşvik edilmesi kapsamında;

- ❖ Hisse senetleri borsada işlem görebilecek potansiyel KOBİ'ler için etkin teşviklerin getirilmesi,
- ❖ KOBİ'lerle ilgili çalışma grupları oluşturulması,
- ❖ KOBİ'lerin önemli dataları konusunda özel erişim paketi oluşturulması,

⁴⁰⁶ Richard A. Brealey ve Diğerleri, s.388

- ❖ Yatırımcıların güveninin artırılması için etkin bir işletim ve takas ve saklama sisteminin kurulması,
- ❖ Aranan kotasyon şartlarının ve bilgi gönderme kurallarının esnek olması ve kamuyu bilgilendirme işlemlerinin eksiksiz yerine getirilmesi

gibi çalışmalar hem işletme hem de yatırımcı bazında Borsa'yı cazip kılacaktır.

KOBİ Borsası'nın işleyişine ve başarısına engel teşkil edebilecek bir diğer sorun ise KOBİ'lerde kayıt dışılığın son derece fazla olması ve muhasebe standartlarının bulunmamasıdır. TÜİK tarafından yapılan araştırmanın sonuçlarına göre 100 YTL'nin 64 YTL'si⁴⁰⁷ ve 100 çalışanın 46.9'u⁴⁰⁸ kayıt dışıdır. Kayıt dışı çalışma oranı tarım sektöründe yüzde 87.6 düzeyinde seyrederken, tarım dışı sektörlerde ise yüzde 37.2 seviyesindedir.⁴⁰⁹ Bu durumda Borsa'nın başarısı için özellikle borsada işlem görmeye uygun KOBİ'lerin anonim şirketleşme ve kayıt içine girmesi işlemlerinin çeşitli destekler sağlanarak yapılması faydalı olacaktır.

KOBİ Borsası'nın merkezinin nerede olacağı sorusu üzerinde tartışılmış bir diğer konudur. Türkiye'de finans merkezinin kalbinin İstanbul olması, İMKB, Takasbank ve borsa ile ilgili birçok kurum ve kuruluşun yanı sıra birçok bankanın ve aracı kurumun genel müdürlüklerinin de İstanbul'da bulunmasının yanı sıra mevcut KOBİ'lerin yine önemli bir kısmının İstanbul ve yakın çevresinde faaliyet göstermesi gibi nedenlerle bu sorunun yanıtının İstanbul olması doğaldır.

KOBİ Borsası'nın gelişimi ve etkinliği için bir diğer önemli konu ise işlem saatleri ve işlem süresidir. Seans sürelerinin İMKB'ye göre daha kısa olması en azından başlangıçta faydalı olacaktır. Bu durum özellikle yatırımcıların hisse senetlerine olan konsantrasyonun yükselmesini ve likidite artışını sağlayacaktır.

⁴⁰⁷ Ankara Ticaret Odası, **Basel II “KOBİ'lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi”**, s.51

⁴⁰⁸ Önder Doğan, Ankara Ticaret Odası, **Aylık Ekonomik Görünüm**, Ankara, 2008, s.14

⁴⁰⁹ A.g.e. s.15

KOBİ Borsası'nın daha verimli bir şekilde işleyişinin sağlanması ve devamlılığını sürdürebilmesi için kuruluş aşamasında öneriler⁴¹⁰;

- ❖ Ayrı bir tüzel kişilik olarak KOBİ Borsası kurulmalı,
- ❖ Yeni büyük alt yapı yatırımlarına gitmek yerine başlangıç aşamasında İMKB'nin alt yapısı kullanılmalı,
- ❖ Aracı kurumlardaki mevcut ekran sayısını ikiye çıkartılmalı,
- ❖ İMKB ve Takasbank A.Ş. ile birlikte çalışmalı,
- ❖ KOSGEB alt yapısından da faydalanarak KOBİ Derecelendirme ve Takip Merkezi oluşturulmalı,
- ❖ Etkin bağımsız dış denetimi yeterli görülmeli,
- ❖ 2/3 kayıt dışı ve yüksey vergi oranından, yüzde 100 kayıtlı ve daha düşük vergi oranına geçilerek vergi gelirleri artırılmalı,
- ❖ Halka açılmalarda firmanın bulunduğu ildeki yatırımcılara öncelikli satınalma hakkı verilmeli,
- ❖ Yöre yatırımcısı ile KOBİ'nin yaklaşması sağlanmalı,
- ❖ Ekonomik faktörlerin yanında borsa ve yatırım kültürünü oluşturulmalı,
- ❖ Uzun vadeli yatırım anlayışını geliştirilmeli,
- ❖ İMKB rekabete açılmalı,
- ❖ Sermaye potansiyelinin açığa çıkması için şans tanınmalı,
- ❖ Sermaye yapıları güçlü, kayıt dışı çalışmayan KOBİ'lerin sayısı artırılmalı,
- ❖ AB sürecinde KOBİ'ler arası işbirliği iklimi yaratılmalıdır.

⁴¹⁰ Metin Kamil Ercan, ppt.29

Diğer taraftan incelenen ve örnek alınacak olan tüm örneklerde, ayrı borsaların kurulması piyasada ortaya çıkan ihtiyaçların bir sonucudur. Mevcut piyasayla ilgili yapılan diğer gözlem ve değerlendirmeleri ise aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür;⁴¹¹

- ❖ Yıllardır piyasadaki paranın ağırlıklı kısmı devlet tarafından borçların çevrilmesi için kullanılmış, kalan kısım ise büyük firmalar tarafından kullanıldığından KOBİ'lere var olan pastadan pay kalmamıştır.
- ❖ Türkiye'de kayıt dışı ekonomi oldukça yaygın düzeyde bulunmakta ve kayıt dışı ekonominin cazip olmaya devam etmesi işletmelerin gerek kurumsallaşmalarını gerekse sermaye piyasasına yönelmelerini engelleyen önemli bir etken olarak öne çıkmaktadır.
- ❖ Sermaye piyasasına yönelmenin firmalar açısından cazip yanı bulunmamakta, aksine bürokratik işlemler, piyasaya girme ve piyasada bulunmaktan kaynaklanan ek külfetler işletmelerin uzak durmasına neden olmaktadır.
- ❖ İşletmeler sermaye piyasaları hakkında yeterli bilgiye sahip değillerdir.
- ❖ Koşulları Ulusal Pazara göre daha esnek olsa da İkinci Ulusal Pazar'da yer almak için de şirketlerin belli nitelikleri taşıması gerekmektedir.
- ❖ Geçmişte yaşanan acı tecrübeler yatırımcıların tercihlerini yaparken daha güçlü ve ülke çapında bilinen firmalara yönelmelerine neden olmakta, doğal olarak KOBİ olarak tanımlanacak şirketlere yeterli düzeyde ilgi sağlanamamaktadır.
- ❖ Yurt dışı örnekleri incelendiğinde genel olarak KOBİ pazarlarının bir iki örnek dışında başarılı olmadığı görülmektedir.

⁴¹¹ Müge İşeri ve Mehmet Aslan, s.185

Başarılı olan NASDAQ ve KOSDAQ örneklerinde, piyasa şartları gereğince oluşan bir tezgahüstü piyasa, ardından organize hale dönüştürülmüştür. RASDAQ, MESDAQ, NASDAQ Europe, NASDAQ Almanya, NASDAQ Japonya örneklerinde görüldüğü gibi, piyasa ihtiyaçları oluşmadan kurulan yapılanmalar ise istenen ve beklenen başarıyı sağlayamamış örneklerdir.⁴¹² Yani KOBİ'lerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasında KOBİ Borsası'nın önemli bir yer taşıyacağı bir gerçek olmakla birlikte, talebin KOBİ'lerden de gelmesi, sürecin hızlanması ve verimli sonuçlar alınmasında önemli etkilere sahip olacaktır. Yukarıdan empoze edilen ve/fakat ihtiyaçlara tam uygun olmadığı için çalışmayan finansal piyasalar önemli katkı sağlamayacağı gibi kaynakların da verimsiz kullanımına neden olabilmektedir.

Genel anlamda başarılı bir borsanın kriterleri için sayılabilecek koşullar KOBİ Borsası için de geçerli olmaktadır. GİP'in başarılı olması için gereken koşullar da şu şekilde sıralanabilir;⁴¹³

- ❖ Yüksek likidite,
- ❖ Ciddi sermaye artırımını,
- ❖ İşlem gören şirket sayısındaki yükseklik,
- ❖ Etkin işlem sistemi,
- ❖ Düzenlemelerdeki uygunluk,
- ❖ Yatırımcıların güveni,
- ❖ Geniş uluslararası imkanlar,
- ❖ Borsa'nın getirisi ve karlılığı

⁴¹² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, s.41

⁴¹³ Recep Ali Küçükçolak, s.60

Bu kapsamda GİP A.Ş. yönetiminin bahsedilen faktörlerden hangisinde güçlü hangisinde zayıf olduğunu belirleyip, zayıflıkları üzerinde daha özenli çalışmalar yapması gerekmektedir. Borsalarda KOBİ'lere yönelik politika ve stratejilerin oluşturulması, kotasyon şartlarında KOBİ'ler için ayrı uygulamaların yapılması yerinde olacaktır.

Öte yandan, KOSDAQ'ta olduğu gibi, devletin çok önemli teşvikler sağlaması, piyasanın başarısında etkin olmaktadır. Kore, sistemli bir devlet politikası çerçevesinde, piyasa ile ilgili her kesime çeşitli teşvik, destek ve kolaylıklar sağlamıştır. Piyasanın hızlı bir gelişim göstermesi KOBİ'leri ve sonuçta makro ekonomik büyümeyi olumlu etkilemiştir. GİP de derinlik kazanabilmek için vergi teşvikleri ile desteklenmeli, yerli ve yabancı yatırımcılar bu piyasaya çekilmelidir. Bu piyasa aracılığıyla KOBİ'lerin yeni yatırımlara gitmesi, rekabet şanslarının ve istihdamın artırılması sağlanacak ve bölgeler arası ekonomik farklılık azaltılması mümkün olacaktır.

Borsaların başarısı için en önemli faktör arz - talep dengeleridir. İlk olarak yatırımcıların, tasarruflarının bir kısmını bu tür piyasalarda değerlendirme arzusunda olmaları gerekmektedir. Risk sermayesi şirketlerine ya da doğrudan KOBİ'lere fon sağlayabilecek kapasitede, istekli bir yatırımcı kitlesi de olmalıdır. İkinci olarak KOBİ'lerin sermaye piyasasından finansman sağlama eğilimleri bulunmalıdır. Stratejik ve finansal ortaklıklar kurma, halka açılma veya çeşitli sermaye piyasası enstrümanlarını kullanma yönünde arayışları olmalıdır. Üçüncü olarak, aracı kuruluşların bu piyasalarda aktif olarak yer almaya istekli olmaları, yeni ürünleri KOBİ'lere sunabilmeleri ve yatırımcılara bu ürünleri tanıtabilmeleri gerekmektedir. Dördüncü olarak ise KOBİ Borsası'nın verimliliğinin artırılması ve yüksek işlem hacminin oluşmasının sağlanmasında Türk insanının ve KOBİ sahibi kişilerin de sosyolojik özellikleri ve alışkanlıkları göz önünde bulundurulmalıdır. Bu kapsamda;⁴¹⁴

- ❖ Yöresel dayanışma: hemşerilik ve yöresel dayanışma kültürünün yaygın olduğu gerçeği dikkate alınmalıdır. (aynı il ve ilçe için, yurt içi ve yurt

⁴¹⁴ Metin Kamil Ercan,

dışında çok sayıda dayanışma ve yardımlaşma derneklerinin bulunduğu unutulmamalıdır.)

- ❖ Sağlamcılık: bir firmanın bir işe girip başarılı olduğunu görmeden yöredeki diğer firmaların harekete kolay geçmediğinin bilinmesi gerekmektedir.
- ❖ Takipçilik: bir firmanın başarısını gördüklerinde diğer firmaların akın akın aynı davranışı gösterdiğinin biliniyor olması ve KOBİ Borsası için bu potansiyelin farkına varılması gerekmektedir.

Arz yönünde yaşanacak söz konusu zorlukların yanında talep yönü borsanın gelişimi ve derinleşmesi açısından daha da büyük önem teşkil etmektedir. Borsaya kimin hangi şartlarda yatırım yapacağı ya da yapmak isteyeceği konusu, üzerinde ciddi çalışmaların yapılması gereken konulardandır. Hedef yatırımcı kitlesinin kurumsal yatırımcılar mı yoksa bireysel yatırımcılar ağırlıklı mı olacağı belirlenmeli ve tanıtım çalışmaları da bu yönde düzenlenmelidir.

Gerek yatırımcılar gerekse kote olacak şirketler açısından özellikleri çok fazla bilinmeyen KOBİ Borsası'nın kurulmasının ardından işlemlere başlaması ve geliştirilmesi uzun soluklu bir süreçtir. Sürecin en önemli ayağını ise Borsa'nın bilinirliğinin artırılması için yapılması gereken faaliyetler oluşturacaktır. Bu kapsamda;

- ❖ Öncelikle KOBİ Borsası ile ilgili düzenlemeler ve kotasyon şartlarının KOBİ tanım ve yapısı gözetilerek belirlenmesi,
- ❖ Borsa'da işlem görmeyi kabul eden şirketlerin faydalanabilecekleri ve halka arzı cazip kılacak teşvik, vergi indirimi, destek gibi konuların ilgili kamu kurum ve kuruluşları tarafından hazır hale getirilmiş olunması,
- ❖ TSPAKB ve bankacılık sektörü ortak çalışmaları ile halka arz sırasında oluşacak maliyetlerin KOBİ'lere aktarılması ve bankacılık sektörü

tarafından söz konusu maliyetlerin yeni bir işletme/ticari/KOBİ Bankacılığı kredisi ürünü olarak hazırlanması,

- ❖ Ardından illerin Ticaret ve Sanayi Odaları, meslek grupları, iş adamları ve sektör dernekleri vb gibi sivil toplum kuruluşları, üniversiteler, yerel medya ile ortak çalışmalar yapılarak, VOB'un kuruluşunun ardından çeşitli illerde yapılmış olan “Tanıtım/Eğitim Toplantıları” modelinde toplantıların düzenlenerek, ilgili kurum yetkilileri tarafından KOBİ Borsası'nın hem işletme sahiplerine hem de yatırımcılara anlatılması,
- ❖ Aracı kurumların ilgili bölümlerinde görev yapacak uzmanlara, KOBİ yapısı, beklentileri, bakış tarzı ve KOBİ Borsası'nın işleyiş süreci hakkında bilgi veren toplantıların ve eğitimlerin tertiplenmesi,
- ❖ Ulusal medya kanalları ve gazete ve dergiler aracılığıyla konuya ilişkin makalelerin sıklıkla yayınlanması, halka arz sonucu oluşan “başarı hikayeleri”nin haber yapılarak ilginin bu yöne çekilmesinin sağlanması ve diğer işletmelerin bu yönde teşvik edilmeleri,

Borsa'nın verimliliğinin ve başarısının arttırılabilmesi için yapılması gerekli çalışmalar ve organizasyonlardır.

6. SONUÇ

KOBİ'lerin hem dünyada, hem de Türkiye'de üretim ve istihdam başta olmak üzere ekonomik göstergeler bakımında önemli yere sahip işletmeler oldukları yadsınamaz bir gerçektir. Özellikle piyasayı rekabet açısından dinamik tutan, bölgeler arası gelişmişlik seviyelerini azalmak suretiyle kalkınmayı sağlayan KOBİ'ler için dünyanın her ülkesinde farklı ve özel çalışmalar yapıldığı bilinmektedir. KOBİ'ler, nitelikleri itibarıyla büyük firmaların küçük modelleri olmayıp, ölçeklerinden kaynaklanan ve kendilerine has özellikleriyle bazı konular dışında genelde aynı sorunlara sahip yapılar olarak öne çıkmaktadırlar.

Gelişmiş ülkelerde yıllardır uygulanan KOBİ'leri geliştirici ve ekonomik hayat içinde faaliyetlerini etkinleştirici politikalar sayesinde, bu işletmelerin rekabet güçleri giderek artmıştır. Türkiye'de ise KOBİ'lerin sayısal çoğunluğunun yanı sıra, özellikle istihdam içindeki önemli payları son on yılda çok daha belirgin biçimde fark edilmiş, bu nedenle de KOBİ'leri geliştirme ve destekleme devlet politikası olarak benimsenmiş ve kalkınma planları içine dahil edilmiştir. Bu çerçevede, KOBİ'ler için hem bölgesel, hem de ülke bazında çeşitli politikalar uygulanmakta, gelişimlerinin hızlanması amaçlanmaktadır.

Makro dengelerin bozulmasına neden olan özellikle iç kaynaklı siyasi ve iç/dış kaynaklı krizlerin sıklıkla gündeme geldiği ekonomik ortamda sadece KOBİ'ler değil büyük ölçekli işletmelerin bile uzun dönemli plan yapma ve yatırımlarını yönlendirebilme imkanları sınırlı kalmaktadır. Yıllardır Türkiye ekonomisinde yaşanan söz konusu sorunlar, KOBİ'leri de çok farklı yönlerden olumsuz etkilemiş ve dış dünya ile rekabet güçlerine zarar vermiştir. Halbuki, KOBİ'ler; istihdam, yatırım, üretim, katma değer, ihracat ve benzeri gibi ele alınabilecek birçok ekonomik gösterge bakımından Türkiye'de çok önemli yeri olan ekonomik birimlerdir. Bu nedenle de bir anlamda ülke ekonomisinin gelişimi için oluşturulacak politikalar, KOBİ'leri; finansal araçlara kolay erişebilen, uluslararası kalite standartlarında üretim yapabilecek işgücü ve teknolojiye sahip, Ar-Ge çalışmalarına kaynak ayırarak yeni ürünler/teknolojiler

üretebilen, rekabet gücü yüksek, kayıt içine alınmış ve kurumsallaşmış işletmeler haline dönüştürecek nitelikte ve içerikte olmalıdır.

Genel anlamda KOBİ'lerin faaliyetleri ve yatırımları sırasında en önemli sorunu teşkil eden sermaye yetersizliği ve finansal kaynak bulma/ulaşma konusunda yaşadıkları sıkıntılar, gelişmiş ülkelerde farklı finansman yöntemleri ve kurumlarıyla çözümlenmeye çalışılmaktadır. Türkiye'de de son yıllarda kurulan kurumlar ve mevcut kurumların KOBİ'lere yönelik ürünlerini geliştirmeleri, finansman sorununu gidermede atılan önemli adımlardır. Banka kredileri, leasing, faktoring, forfaiting, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, Eximbank kredileri, alıcı-satıcı kredileri, barter gibi yöntemler, KOBİ'lerin finansman sağlamak için başvurdukları öncelikli yöntemlerdir. Diğer taraftan son zamanlarda banka kredisi kullanımı sırasında yaşanan teminat problemlerini gidermede aktif rol oynayan Kredi Garanti Fonu yine KOBİ'ler için önemli bir kurumdur. Avrupa Yatırım Bankası'nın bankalar aracılığıyla vermiş olduğu uzun vadeli AB kredilerinin yanı sıra hibe şeklindeki KOBİ'leri destekleyen fonlar da özellikle Karadeniz, Doğu ve Güneydoğu Anadolu bölgelerinde faaliyet gösteren KOBİ'ler için bir finansman aracı niteliğindedir. Söz konusu hibeler, aynı zamanda bankacılık sektöründe de KOBİ/Ticari/İşletme bankacılığı bölümleri için tamamlayıcı kredi ürünü çıkartma ve çeşitlendirme imkanı sağlamaktadır. KOBİ finansmanında illerin ticaret ve sanayi odalarının girişim sermayesi modelini uygulayabilecekleri bir yatırım ortaklığına sahip olmaları üye aidatlarının (gelirlerinin) bir kısmını, AB hibeleri ve Dünya Bankası kredilerini bu yönde kullanmaları yine bölge KOBİ'leri için finansmana ulaşma konusunda fayda sağlayacak bir alternatif yöntem olarak düşünülebilir.

Sermaye piyasası araçları ve İMKB ise halihazırda özellikle büyük ölçekli işletmelerin finansman sağlamak için kullandıkları bir diğer yöntemdir. KOBİ Borsaları sermaye piyasasının bir faktörü olup, Türkiye ekonomisi üzerinde de tasarrufların değerlendirilmesi ve reel ekonomiye fon aktarımının sağlanması bakımından önemlidir. Sermaye piyasasının KOBİ'ler gibi büyük potansiyel gücün finans sorunlarını çözmeye yönelmesi, hem iktisadi kalkınmanın hızlandırılması hem de finans piyasalarının daha

sağlıklı bir yapıya kavuşturulması bakımından önem arz etmektedir. KOBİ Borsası ile aynı zamanda uzun yıllar yüksek reel faizler nedeniyle fon ihtiyaçlarını giderme konusunda sorunlar yaşayan KOBİ'lere, bankacılık sektörü dışında fon kaynaklarının sağlanması amaçlanmaktadır. Bölgesel bazda şirketlerin piyasaya katılımlarının artmasıyla birlikte, yastık altında bulunan fonların Türkiye ekonomisine kazandırılması da mümkün olabilecektir. Sermaye piyasalarına yatırım yapmak konusunda çekingen davranabilen Anadolu yatırımcısının kendi yöresinde yer alan, tanıdığı ve yakından bildiği şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapması, hem bölgedeki işletmeleri ve bölge ekonomisinin gelişiminde, hem de atıl kaynakların etkin kullanımının sağlanmasından olumlu etki yapabilecektir. Bu kapsamda GİP A.Ş. ciddi dış finansman sıkıntısı olan KOBİ'ler için bir alternatif olabilir. Diğer taraftan menkul kıymetleri borsada ve teşkilatlanmış ikincil piyasalarda işlem gören KOBİ'ler ortaklarına ve yatırımcılara kendi hisse senetleri için bir piyasa yaratmış olur. Bu anlamda, İMKB dışında çalışacak bir KOBİ Borsası aracılığıyla gelişme ve büyüme potansiyeline sahip bölgesel şirketler, sermaye piyasası yoluyla hem uzun vadeli borçlanma senedi, hem de hisse senedi ihracıyla fon temin etme imkanını bulacaklardır.

Bununla birlikte, KOBİ Borsası'nın kaynak yaratma konusundaki olumlu etkisine rağmen A.B.D. ve Güney Kore örnekleri olan NASDAQ ve KOSDAQ dışında başarıya kavuşmamış uygulamalar olması, Türkiye modeli için de önemli bir handikap durumundadır. Diğer taraftan İMKB'de bulunan ve daha çok KOBİ'lere yönelik düzenlenmiş olan pazarların da bugüne kadar gelişim seyirlerinin yavaşlığı, yine KOBİ Borsası için cesaret kırıcı bir başlangıç noktası özelliği taşımaktadır. Borsa'da işlem görececek şirket bulma zorluğunun yanı sıra, bulunan şirketin finansal yapısına güvenecek ve yatırım yapacak yatırımcı bulmak da oldukça zordur. Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin yüzde 99'dan fazlasının KOBİ niteliğinde, dahası mikro ve küçük ölçekli olmalarının yanı sıra, orta büyüklükteki işletmelerin çoğunun da hukuki yapısının "anonim şirket" olmaması, halka arz işlemlerinin gerçekleştirilmesi sırasında aşılması gereken ilk sorundur. Halka arz maliyetleri ise bir diğer sorunu oluşturmaktadır. Piyasa yapıcı kurumların farklı düşünce ve çalışma yapısı içinde bulunan KOBİ sahibi ve

yöneticileri ile aynı dili konuşmaları ve paralel düşüncelere sahip olmaları konusu da başarılı halka arzın gerçekleşmesinde anahtar faktörlerdendir.

KOBİ Borsası Türkiye uygulamasının konuyla ilgili taraflar açısından ilgi çekici ve yatırım aracı olarak görülebilir olabilmesi için, ayrı bir borsa olması ya da İMKB içinde bir pazar şeklinde konumlandırılması fark etmeksizin çeşitli çalışmalar ve düzenlemelere ihtiyaç vardır. Türkiye’de işletmelerin büyük bir çoğunluğunun küçük, hatta mikro ölçekli olması nedeniyle borsaya ilgi gösterebilecek niteliklere sahip işletme sayısı yüksek değildir. Her orta ölçekli işletmenin aynı zamanda anonim şirket olmaması ve ortaklık yapısı ve ortak seçiminde daha tutucu davranması ise söz konusu sayının azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle KOBİ Borsası’nın tanıtımı ve tarafların eğitimlerine yönelik çalışmaların dışında öncelikle çeşitli teşvikler sağlanarak halka açılmanın işletmeler açısından cazip hale getirilmesi önemli bir adım olacaktır. Diğer taraftan KOBİ Borsası’nın şeffaflık ilkesine uygun olarak çalışması, özellikle AIM ve KOSDAQ başarılı örneklerinde olduğu gibi kurumsal ve özellikle de bireysel yatırımcıların borsaya güveni açısından önemli bir konudur.

Sonuç olarak; diğer ülke deneyimleri ve 296 firma ile yapılan anket çalışmasının sonuçları ışığında, Türkiye’de KOBİ’lerin hem hukuki, hem finansal, hem de kurumsal yapı anlamında hisse senetlerinin borsada halka arz edilebilir hale gelmesi için uzun soluklu çalışmaların yapılması gerektiğini söylemek mümkündür. Bu süreçte, hem yasa yapıcı ve uygulayıcı organlara, hem de özel sektöre önemli görevler düşmektedir. Söz konusu çalışmaların oluşma ve olgunlaşma dönemi sırasında KOBİ Borsası ile ilgili çalışmaların ayrı bir çatı altında sürdürülmesi yerine, bilinen ve kısmen güvenilen ve İMKB içinde yer alan “İkinci Ulusal Pazar - Bölgesel Pazar” ve “Yeni Ekonomi Pazarı”nın gelişimine yönelik çalışmalara hız verilmesi ve KOBİ’lere bu yönde destekler sağlanarak pazarların cazip hale getirilmesi, sonrasında da hem KOBİ’lerin KOBİ Borsası aracılığıyla sermaye piyasasından finansman sağlamaya eğilimli oldukları hem de yatırımcıların tasarruflarını değerlendirmek istedikleri yani arz – talep dengesinin olduğu bir ortam sağlandığı zaman KOBİ Borsası’nın İMKB’den ayrı bir borsa olarak çalışmalarına devam etmesi daha verimli olacaktır.

EK.1. Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.’nin Ortaklık Yapısı

52 aracı kuruluş ile birlikte Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), KOSGEB ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)’nin katılımıyla kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş. (GİP)’in ortaklık yapısı, ortakların taahhüt ettiği sermaye ve sermayeye katılım oranı tablodaki gibidir.

No	Ortağın Ünvanı	Taahhüt Edilen Sermaye (YTL)	Sermayeye Katılım Oranı
1	TSPAKB	500.000	5,00%
2	TOBB	500.000	5,00%
3	KOSGEB	500.000	5,00%
4	Delta Menkul Değerler A.Ş.	500.000	5,00%
5	Deniz Yatırım A.Ş.	500.000	5,00%
6	Denizbank A.Ş.	500.000	5,00%
7	Finansbank A.Ş.	500.000	5,00%
8	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	500.000	5,00%
9	Koç Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	500.000	5,00%
10	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	500.000	5,00%
11	Sanko Menkul Değerler A.Ş.	500.000	5,00%
12	T. Garanti Bankası A.Ş.	500.000	5,00%
13	T. Halk Bankası A.Ş.	500.000	5,00%
14	T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	500.000	5,00%
15	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	300.000	3,00%
16	İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	275.000	2,75%
17	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	250.000	2,50%
18	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	200.000	2,00%
19	Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	150.000	1,50%
20	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	100.000	1,00%
21	Akdeniz Menkul Değerler A.Ş.	100.000	1,00%
22	Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.	100.000	1,00%
23	Erciyes Menkul Değerler A.Ş.	100.000	1,00%
24	Marbaş Menkul Değerler A.Ş.	100.000	1,00%
25	Nurol Menkul Kıymetler A.Ş.	100.000	1,00%
26	Nurol Yatırım Bankası A.Ş.	100.000	1,00%
27	Öner Menkul Kıymetler A.Ş.	100.000	1,00%
28	Tekstil Menkul Değerler A.Ş.	100.000	1,00%
29	TSKB A.Ş.	100.000	1,00%
30	Arı Menkul Kıymetler A.Ş.	50.000	0,50%
31	Ayborsa Menkul Kıymetler A.Ş.	50.000	0,50%
32	B.A.B Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	50.000	0,50%
33	Başkent Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%
34	Dış Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%

No	Ortağın Ünvanı	Taahhüt Edilen Sermaye (YTL)	Sermayeye Katılım Oranı
35	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%
36	Global Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%
37	Hak Menkul Kıymetler A.Ş.	50.000	0,50%
38	Piramit Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%
39	Prim Menkul Değerler A.Ş.	50.000	0,50%
40	Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	50.000	0,50%
41	Bumerang Menkul Değerler A.Ş.	30.000	0,30%
42	Form Menkul Değerler A.Ş.	30.000	0,30%
43	Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	25.000	0,25%
44	Güney Menkul Değerler	25.000	0,25%
45	Menka Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	25.000	0,25%
46	TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	25.000	0,25%
47	Ulus Menkul Değerler A.Ş.	25.000	0,25%
48	Sayılgan Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	20.000	0,20%
49	C Menkul Değerler A.Ş.	10.000	0,10%
50	Entez Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	10.000	0,10%
51	Evgin Yatırım Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	10.000	0,10%
52	Hedef Menkul Değerler A.Ş.	10.000	0,10%
53	İnfo Menkul Değerler A.Ş.	10.000	0,10%
54	Öncü Menkul Değerler A.Ş.	10.000	0,10%
55	Toros Menkul Değerler A.Ş.	10.000	0,10%

EK.2. Halka Açık Anonim Ortaklık Statüsündeki KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Mevzuatından Kaynaklanan Yükümlülüklerinden Muafiyet Şartları⁴¹⁵

Düzenleme

Halka açık anonim ortaklık statüsündeki KOBİ'lerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan bazı yükümlülüklerinden muaf olabilmelerine ilişkin esaslar aşağıda özetlenmektedir. Konuya ilişkin esaslar Seri: IV, No: 9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde düzenlenmiştir.

İhraççıların aşağıda belirtilen muafiyetlerden yararlanabilmeleri için Kurula başvurmaları ve söz konusu başvurunun Kurulca olumlu karşılanması gereklidir. Şirket muafiyet koşullarını taşısa bile Kurulun izni olmaksızın muafiyet sağlanamaz ve Şirket'in söz konusu yükümlülük ile ilgili hukuki sorumluluğu devam eder.

Hisse senetleri borsada işlem gören veya kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık anonim ortaklıklar hakkında izahname düzenleme muafiyeti dışında Seri: IV, No: 9 sayılı Tebliğ'de düzenlenen muafiyet ve Kurul kaydından çıkarılmaya ilişkin hükümler uygulanmaz.

1. Temettü Dağıtım Muafiyeti Seri: IV, No: 9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıllık mali tablolarına göre;

⇒ Aktif toplamları (2005 yılı için) 4.872.784 YTL'nı aşmayan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan

⁴¹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**

dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan daha düşük olması,

⇒ Aktif toplamları (2005 yılı için) 4.872.784 YTL ve üstünde olan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin yüzde 5'inden daha düşük olması,

hallerinde, ortaklığın başvurusunun Kurul'ca uygun görülmesi kaydıyla, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılabılır. Ancak, bu hükme göre dağıtılabılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınır.

2. Bağımsız Denetim Muafiyeti: Sermayelerinin yüzde 95'i veya fazlası en fazla 20 ortağa ait olan ve hisse senetleri menkul kıymetler borsasında işlem görmeyen ortaklıklar, Kurul'a başvurmaları halinde bağımsız denetim yükümlülüğünden muaf tutulabilirler.

Seri: IV, No: 9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıllık mali tablolarına göre aktif toplamı (2004 yılı için) 4.872.784 YTL'sını aşmayan, halka açık anonim ortaklıklar, mali tabloları için bağımsız denetim yükümlülüğünden, talep üzerine Kurul tarafından muaf tutulurlar.

Sermaye artırımını veya mevcut payların ortaklarca halka satışı yoluyla hisse senetlerinin ilk kez halka arz olunması ve ortaklıkların devir ve birleşmesi hallerinde, bağımsız denetim yaptırma yükümlülüğünden muafiyet hükmü uygulanmaz.

3. İzahname Düzenleme Muafiyeti: Aşağıdaki durumlarda sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz eden ortaklıklar, Kurulca uygun görülmesi halinde izahname düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulurlar. Ancak Kurul gerekli gördüğü hallerde muafiyeti kaldırabilmektedir.

- ⇒ Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, sermaye piyasası araçlarının, Kurulun birleşme ve bölünme işlemlerine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde bir birleşme, devir, bölünme, aktifin bir kısmının devri ya da aynı sermaye konulması nedeniyle ihraç edilmesi,
- ⇒ Kamuyu aydınlatma amacıyla, gerekli bilgileri içeren ve örneği Kurulca belirlenen bir duyuru metninin ilan edilmesi şartıyla, temettünün hisse senedi olarak dağıtımını da dahil olmak üzere bedelsiz hisse senetleri ihraç edilmesi,
- ⇒ Bir ortaklığın sermayesini değiştirmeyecek şekilde Kurulun hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yapılan kupür birleştirilmesine, bölünmesine, tertip birleştirmesine konu hisse senetleri olması,
- ⇒ Sermaye piyasası araçlarının tahsisli satışı,
- ⇒ İzahnamenin ve gerekli diğer dokümanların önceden yayımlanmış olması şartıyla ilgili Tebliğ hükümleri çerçevesinde hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin hisse senedi ile değiştirilmesi amacıyla gerçekleştirilen hisse senedi ihraçları.

4. Diğer İhraççıların Mali Tablo ve Raporlarının İlanından Muafiyet: Hisse senedi dışındaki menkul kıymetlerini halka arzeden ihraççılardan;

⇒ Son yıllık malî tablolarına göre aktif toplamı (2005 yılı için) 4.872.784 YTL'sini aşmayan ve halka arz tutarı aktif toplamlarının yüzde 10'unun altında kalan ortaklıklar;

⇒ Son yıllık malî tablolarına göre aktif toplamı (2005 yılı için) 4.872.784 YTL'si ve üstünde olan ortaklıklardan, halka arz tutarı (2005 yılı için) 975.224 YTL'sinin altında kalan ortaklıklar;

itfa süresince malî tablo ve raporlarını Kurul'ca belirlenen esaslara göre hazırlamakla beraber, bu tablo ve raporlarını ilan etmeyebilirler.

EK.3. ANKET FORMU

I. BÖLÜM - FİRMA BİLGİLERİ

Firma Ünvanı	Kuruluş Tarihi
Şehir / İlçe		
Telefon Numarası	(.....).....		
Web Adresi (varsa)	www.....		
Şirket Tipi (Diğer ise Açıklayınız)	<input type="checkbox"/> Şahıs	<input type="checkbox"/> Limited	<input type="checkbox"/> Anonim Şti. <input type="checkbox"/> Diğer
Ortak Sayısı	<input type="checkbox"/> 0	<input type="checkbox"/> 1 - 5	<input type="checkbox"/> 6 - 10 <input type="checkbox"/> 10 - Üstü
Ortaklar Arasında Akrabalık İlişkisi Var mıdır (Sayı)	<input type="checkbox"/> 0	<input type="checkbox"/> 1 - 5	<input type="checkbox"/> 6 - 10 <input type="checkbox"/> 10 - Üstü
Çalışan Sayısı	<input type="checkbox"/> 1 - 10	<input type="checkbox"/> 11 - 50	<input type="checkbox"/> 51 - 250 <input type="checkbox"/> 251 - Üstü
Firma Sahibinin Eğitim Durumu	<input type="checkbox"/> İlkokul Mezunu	<input type="checkbox"/> Ortaokul	<input type="checkbox"/> Lise Mezunu <input type="checkbox"/> Üniversite Mez
Çalışanların Eğitim Durumu	<input type="checkbox"/> İlkokul Mezunu %.....kişi	<input type="checkbox"/> Ortaokul %.....kişi	<input type="checkbox"/> Lise Mezunu %.....kişi <input type="checkbox"/> Üniversite Mez %.....kişi
Sermaye (YTL)	<input type="checkbox"/> 0 – 5.000.000	<input type="checkbox"/> 5.000.001 – 25.000.000	<input type="checkbox"/> 25.000.001 – 50.000.000 <input type="checkbox"/> 50.000.001 – 80.000.000
	<input type="checkbox"/> 80.000.001 - Üstü		
Varsa Sermayedeki Yabancı (Yurtdışı) Payı (%)	<input type="checkbox"/> % 0	<input type="checkbox"/> %1 - %10	<input type="checkbox"/> %11 - %25 <input type="checkbox"/> %26 – %50 <input type="checkbox"/> %50- Üstü
2006 Yılı Ciro	<input type="checkbox"/> 0 – 10.000.000	<input type="checkbox"/> 10.000.001 – 25.000.000	<input type="checkbox"/> 25.000.001 – 50.000.000 <input type="checkbox"/> 50.000.001 – 100.000.000
(YTL)	<input type="checkbox"/> 100.000.001 - Üstü		
İhracatın Yıllık Ciro'ya Oranı (%)	<input type="checkbox"/> İhracatım Yok	<input type="checkbox"/> %1 - %25	<input type="checkbox"/> %26 - %50 <input type="checkbox"/> %51 - Üstü

Yıllar İtibarıyla Karlılık Durumu	2003		2004		2005		2006	
	O Kar	O Zarar	O Kar	O Zarar	O Kar	O Zarar	O Kar	O Zarar
2006 Yılı Aktif Büyüklüğü (YTL)	<input type="checkbox"/>	0 – 5.000.000	<input type="checkbox"/>	5.000.001 – 25.000.000	<input type="checkbox"/>	5.000.001 – 25.000.000	<input type="checkbox"/>	5.000.001 – 25.000.000
	<input type="checkbox"/>	25.000.001 – 50.000.000	<input type="checkbox"/>	50.000.001 – 85.000.000	<input type="checkbox"/>	50.000.001 – 85.000.000	<input type="checkbox"/>	50.000.001 – 85.000.000
	<input type="checkbox"/>	85.000.001 - Üstü	<input type="checkbox"/>	85.000.001 - Üstü	<input type="checkbox"/>	85.000.001 - Üstü	<input type="checkbox"/>	85.000.001 - Üstü
Finansal Kararları (örn: kredi kullanımı veya nakit kullanımı ile ilgili) kim veriyor?	<input type="checkbox"/>	Firma sahibi	<input type="checkbox"/>	Mali müşavir	<input type="checkbox"/>	Muhasebe / finans müdürü	<input type="checkbox"/>	Şirketin Bağımsız danışmanı
Mevcut Kullanılmış Banka Kredisi (YTL)	<input type="checkbox"/>	0 – 500.000	<input type="checkbox"/>	500.001 – 2.000.000	<input type="checkbox"/>	2.000.001 – 5.000.000	<input type="checkbox"/>	5.000.001 - Üstü
Mevcut Banka Kredilerinizin Para Birimi ve Yüzdesi	<input type="checkbox"/>	YTL - %.....	<input type="checkbox"/>	USD - %.....	<input type="checkbox"/>	Euro - %.....	<input type="checkbox"/>	Diğer - %.....
Banka Kredisi Vadesi (Ay)	<input type="checkbox"/>	0 – 12 Ay	<input type="checkbox"/>	13 – 36 Ay	<input type="checkbox"/>	37 – 60 Ay	<input type="checkbox"/>	61 Ay - Üstü
En Çok Çalıştığınız İlk 4 Banka	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sizce Şirketinizin Değeri Nedir? YTL	<input type="checkbox"/>	0 – 5.000.000	<input type="checkbox"/>	5.000.001 – 15.000.000	<input type="checkbox"/>	15.000.001 – 30.000.000	<input type="checkbox"/>	30.000.001 – Üstü

II.BÖLÜM – KOBİ BORSASI HAKKINDA BİLGİLER

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda Yatırım Yapma Sıklığınız Nedir?	<input type="checkbox"/> Yatırımım yok	<input type="checkbox"/> Ayda birkaç kez	<input type="checkbox"/> 6 ayda bir	<input type="checkbox"/> Yılda bir	<input type="checkbox"/> 12 aydan uzun
İMKB'nin İşlemlerini Takip Etme Sıklığınız Nedir?	<input type="checkbox"/> Her gün	<input type="checkbox"/> Haftada 1-2 kez	<input type="checkbox"/> 15 Günde 1-2 kez	<input type="checkbox"/> Ayda 1-2 kez	<input type="checkbox"/> Altı ayda 1-2 kez
Sizce İMKB'nin Seyri Ülke Ekonomisini Yansıtıyor mu?	<input type="checkbox"/> Fikrim yok	<input type="checkbox"/> Yansıtıyor	<input type="checkbox"/> Bazen yansıtıyor	<input type="checkbox"/> Genellikle yansıtıyor	<input type="checkbox"/> Ekoniminin önemli bir göstergesi
Döviz Piyasası'nı Takip Etme Sıklığınız Nedir?	<input type="checkbox"/> Her gün	<input type="checkbox"/> Hafta birkaç kez	<input type="checkbox"/> Ayda birkaç kez	<input type="checkbox"/> Altı ayda birkaç kez	<input type="checkbox"/> Yılda birkaç kez
"Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası" Hakkında Bilgi Seviyeniz Nedir?	<input type="checkbox"/> Bilgim yok	<input type="checkbox"/> Bilgi edinmeye çalışıyorum	<input type="checkbox"/> Bilgi sahibiyim	<input type="checkbox"/> Detaylı Bilgim var	<input type="checkbox"/> İşlem yapıyorum
Kurulacak "KOBİ Borsası" Hakkında Bilgi Seviyeniz Nedir?	<input type="checkbox"/> Bilgim yok	<input type="checkbox"/> Gündemi izliyorum	<input type="checkbox"/> Bilgi edinmeye çalışıyorum	<input type="checkbox"/> Bilgi sahibiyim	<input type="checkbox"/> Detaylı Bilgim var
Bölgemiz İçin KOBİ Borsası Gerekli midir?	<input type="checkbox"/> Bilgim yok	<input type="checkbox"/> Gereklidir	<input type="checkbox"/> Çok gereklidir	<input type="checkbox"/> Gereksizdir	
KOBİ Borsası Kurulması Durumunda Şirketinizin Yüzde (%) Kaçını Halka Arz Etmeyi Düşünürsünüz?	<input type="checkbox"/> 0 – %5	<input type="checkbox"/> %6 – %10	<input type="checkbox"/> %11 – %25	<input type="checkbox"/> %25 – %50	<input type="checkbox"/> %50 - Üstü
Halka Arz Maliyeti İçin Cironuzdan Ayırabileceğiniz Miktar Nedir?	<input type="checkbox"/> 0 – %2	<input type="checkbox"/> %2,1 – %3	<input type="checkbox"/> %3,1 – %5	<input type="checkbox"/> %5,1 – %8	<input type="checkbox"/> %8,1 - Üstü
Yeni bir yatırım ya da şirketinizi büyütmek için hangisini tercih edersiniz?	<input type="checkbox"/> Banka kredisi	<input type="checkbox"/> Yabancı ortak	<input type="checkbox"/> Yerli ortak	<input type="checkbox"/> İMKB'de halka arz	<input type="checkbox"/> Bölgemizdeki KOBİ Borsası'nda halka arz
BASEL II Konusunda Bilgi Seviyeniz Nedir?	<input type="checkbox"/> Bilgim Yok	<input type="checkbox"/> Azçok bilgiliyim	<input type="checkbox"/> Araştırma yapıyorum	<input type="checkbox"/> Eğitimlere Katıldım	<input type="checkbox"/> Detaylı Bilgi Sahibiyim
Sizce BASEL II Firmanızın Kredi Kullanımı Konusunda Nasıl Etkileyecektir?	<input type="checkbox"/> Bilgim yok	<input type="checkbox"/> Hiç etkilemeyecek	<input type="checkbox"/> Az etkileyecek	<input type="checkbox"/> Olumlu etkileyecek	<input type="checkbox"/> Olumsuz etkileyecek

KAYNAKÇA

Adapazarı Ticaret ve Sanayi Odası, **Sakarya İli İktisadi Raporu 2006**, Adapazarı 2006

Akgemci Tahir, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), Haziran 2001

Akgüç Öztin, **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998

Akkaya Göktuğ Cenk ve İçerli M.Yılmaz, “KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli”, Dokuz Eylül Üniversitesi, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı:3, 2001

Akmut Özdemir, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2007 – 07, İstanbul,

Akşam KOBİ Aktüel Eki, “KOBİ'lerin Finansmanında Türk Eximbank”, 05 Aralık 2007

Algüner Ayhan, **Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:199, Ankara, Haziran 2006

Alptekin Erdem, “KOBİ'ler Alternatif Finansman Kaynakları'nın Farkında mı?”, **İzmir Ticaret Odası Ar-Ge Bülteni**, Haziran 2007

Ankara Ticaret Odası, **Basel II “KOBİ'lerin Kredi Riski ve Derecelendirilmesi”**, Yorum Basın Yayın Sanayi Ltd.Şti., Ankara, 15 Ocak 2007

Ankara Ticaret Odası, **Devlet Yardımları ve KOBİ Kredileri**, Yayın No:13, Ankara, Haziran 2000

Aydeniz E. Şule, “AB Sürecinde Türkiye'deki KOBİ'ler için Yeni Bir Finansman İmkânı: Mezzanine (Köprü) Finansmanı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği”, **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006

Aydın Ayşe Berfu, “Piyasa Yapıcılığı Sistemi, Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları”, **TC Merkez Bankası**, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005

Aygen Filiz, “AB’ye Giriş Sürecinde KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Tekniklerinden Yararlanma Dereceleri Sakarya Örneği”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006,

Bakış Dergisi, Eylül/Ekim 1996, Sayı:56

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Aylık Bülten Aralık 2007 Dönemi**, Yıl:4, Sayı:34, Ay: Şubat, Ankara, 12 Şubat 2008

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Aylık Bülten Kasım 2007 Dönemi**, Yıl:4, Sayı:33, Ay: Ocak, Ankara, 15 Ocak 2008

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2007**, Sayı: 7, Ankara, 27 Aralık 2007

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Finansal Piyasalar Raporu, Mart 2007**, Sayı: 5, Ankara, 22 Ağustos 2007

Bayındır Ali İhsan, “KOBİ Borsaları”, **KOBİ Finans Dergisi**, Sayı 12

Beeson Andrew, “Sector Overview Capital Markets, Europe’s Equity Markets Driven by New Demands for Equity Capital, Technology and Globalisation”, **European Association of Securities Dealers**, 2001,

Berk Niyazi, **Finansal Yönetim**, 7.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2003

Bilgin Mehmet Hüseyin ve Arı Selçuk, **İstanbul Organize Sanayi Bölgeleri ve Siteleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2004 – 67, İstanbul, 2004

Bilgin Mehmet Hüseyin, Karabulut Gökhan ve Ongan Hakan, **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2002 – 41, İstanbul, 2002

Boyacıoğlu Melek Acar, “Avrupa Birliği’ne Giriş Sürecinde Basel II Kriterlerinin KOBİ’lerin Finansmanı Üzerine Etkileri”, **2. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2005

Brealey Richard A., Myers Stewart C. and Marcus Alan J., **İşletme Finansının Temelleri**, Literatür Yayıncılık Dağıtım Pazarlama, Sanayi ve Ticaret Ltd.Şti., Ekonomik Baskı, Aralık 2005

BusinessWeek Türkiye, “Ortak Akıl: Teknoloji Borsası”, Sayı 2006/43, 19-25 Kasım 2006

Charlesworth Richard, “EASDAQ Changing Business Landscape in Europe”, **SVP Market Data & Internet**, February 2000

Commision of The European Communities, **Commission communication, Model declaration on the information relating to the qualification of an enterprise as an SME, (2003/C 118/03)**, 20 Mayıs 2003

Commision of The European Communities, **Commision Recommendation of 3 April 1996 Concerning The Definition of Small and Medium-sized Enterprises**, C(96) 261 final, Brussels, 3 April 1996

DEİK Foreign Economic Relations Board, **Turkey in Figures With International Comparisons**, First Edition, İstanbul, January 2007

Devlet İstatistik Enstitüsü, **Genel Sanayi İş Yerleri Sayımı (GSİS)**, Sayı: B.02 Ocak DİE.0 Ekim 00.906-164, Ankara, 14 Ekim 2003

Doğan Önder, **Aylık Ekonomik Görünüm**, Ankara Ticaret Odası, Ankara, Ocak 2008

Dünya, “KGF`nin desteği 125 milyon Euro`ya ulaştı”, 18 Nisan 2006

- Eken M. Hasan, “Yüksek faiz-düşük kur politikası...”, **Dünya**, 12 Temmuz 2007
- Ercan Metin Kamil, “KOBİ Borsaları Sunumu”, Balıkesir Üniversitesi, **Avrupa Birliği'ne Giriş sürecinde KOBİ'ler: Türkiye ve Benzer Ülke Deneyimleri Sempozyumu**, Bandırma, 19-22 Mayıs 2005
- Erciyes Üniversitesi “KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları”, **1. Orta Anadolu Kongresi Tebliğ Kitabı** Nevşehir İİBF, Nevşehir 18 – 21 Ekim 2001
- Erkan Mehmet ve Topal Yusuf, “KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı ve İMKB'deki KOBİ'lerle İlgili Bir Ampirik Çalışma”, **I. Orta Anadolu Kongresi:KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları**, Erciyes Üniversitesi, Nevşehir, 18-21 Ekim 2001,
- Erkan N. ve Temir B., “Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları”, SPK Yayınları, 1996
- Ertan Oktay ve Güney Alptekin, “Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunu ve Çözüm Önerileri”, **21.Yüzyılda KOBİ'ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu**, K.K.T.C., 3-4 Ocak 2002
- European Commision, **The New SME Definition User Guide and Model Declaration**, Enterprries and Industry Publications, 1/1/2005
- EVCA, **2005 Annual European Private Equity Survey**,
- Finansal Kiralama Derneği, **Türkiye’de Leasing Penetrasyon Oranları 1998 – 2006**, İstanbul, 2006
- Gencer Buket, “Risk Sermayesi Sisteminde Küçük ve Orta Boy İşletmeler İçin Önemi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, (**Yüksek Lisans Tezi**, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü), Haziran 1996
- Güngörürler Sevim, **Dünya Pazarları İle Rekabette Alternatif Bir Finansman ve Yatırım Aracı Risk Sermayesi**, İzmir Ticaret Odası, Dış Ekonomik İlişkiler Müdürlüğü, Uzman Yardımcısı, Mart 2005

Gürel Nalan, “İstihdam Açısından KOBİ’ler”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Sayı 493, Nisan 2005

Hürriyet, “3 aile şirketinden birinin 5 yılda el değıştirme planı var”, 10 Ocak 2008

IMD, World Competitiveness Yearbook 2005

İktisadi Kalkınma Vakfı, **AB’de KOBİ Destek Mekanizmaları**, No:188 (Türkçe), İstanbul, Ağustos 2005

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “İkinci Ulusal Pazar Esasları”, Genelge No: 138, İstanbul, 13 Temmuz 2000

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, “Yeni Ekonomi Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları”, Genelge No: 139, İstanbul, 13 Temmuz 2000

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **KOBİ’lerin Sermaye Piyasasına Açılması & Avrasya Bölgesi**, Araştırma Müdürlüğü, İstanbul, Haziran 2001

İstanbul Sanayi Odası, **Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması Sonuçları 2007– I** İstanbul, Ağustos 2007

İstanbul Sanayi Odası, **Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması Sonuçları 2006 – II**, İstanbul, Şubat 2007

İstanbul Sanayi Odası, “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2006”, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı 497, Özel Sayı, İstanbul, Ağustos 2007

İstanbul Sanayi Odası, 5. Sanayi Kongresi, **Sürdürülebilir Rekabet Gücü Küresel Değişimde Yeni Dinamikler ve Türk Sanayiinin Yol Haritası Özet Kitabı**, 1-2 Kasım 2006

İstanbul Sanayi Odası, **Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması Sonuçları 2006 – I**, Ağustos 2006

İstanbul Sanayi Odası, **İstanbul Sanayi Odası IV. Sanayi Kongresi, Sürdürülebilir Rekabet Gücü Avrupa Birliği'ne Üyelik Sürecinde Türk Sanayii Özet Kitabı**, 25 - 26 Kasım 2005

İstanbul Sanayi Odası, “KOBİ'lerde Değişime Uyum”, **ISO Dergisi**, Şubat 2002

İstanbul Sanayi Odası, **Ekonomik Durum Tespiti 2000/2**, İstanbul, 2000

İstanbul Ticaret Odası, **Ekonomik Rapor 2006 Yılında Türkiye Ekonomisi**, Yayın No: 2006-50, 2006

İşeri Müge ve Aslan Mehmet, “KOBİ Piyasalarına Genel Bakış ve Türkiye Modeli”, **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2005

Karacan Ali İhsan, “Menkul Kıymet Borsalarındaki Gelişmeler”, **Dünya**, 9 Mayıs 2001

Karataş Abdülmecit ve Helvacıoğlu Aslı Deniz, “Basel II Sürecinde KOBİ'ler İçin Alternatif Finansman Kaynakları: Mikro Krediler”, **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006

Karayılmazlar Selman, Aşkın Ayşin ve Çabuk Yıldız, “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tarihsel Gelişimi ve Tanımlama Kriterleri”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Dr. H. İbrahim Bodur Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007

Kargül İ. Doğan, **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yönetim Sorunları ve Çözümleri**, Yayın No: 1997 – 47, İstanbul, 1997

KOBİ Efor Dergisi, “KOBİ'ler Londra yolcusu”, Sayı:79, Nisan 2006

KOBİ Efor Dergisi, “KOBİ Borsası”, Sayı:70, Temmuz 2005

KOBİ Efor Dergisi, “FİDER”, Sayı:70, Temmuz 2005

KOBİ Finans Dergisi, “KOBİ'ler Halka Açılıyor”, Sayı 78, Mart 2006

- Kumcu Ercan, “Borsa endeksi neden önemli”, **Hürriyet**, 3 Şubat 2008
- Kumcu Ercan, “Bir kez daha piyasa yapıcılığı”, **Hürriyet**, 20 Ağustos 2002
- Kumcu Ercan, “Piyasa yapıcılığı (3)”, **Hürriyet**, 9 Eylül 1999
- Kurer Martin, Codoni Stefano ve Ghandchi Jasmin, **Financing of technology start-ups – the legal issues**, 27 Haziran 2006
- Kuşu Tayfun Deniz, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:11 Sayı:2 Yıl: 2004,
- Küçük Orhan, **Girişimcilik ve Küçük İşletme Yönetimi**, Seçkin Yayıncılık, İstanbul, 2007
- Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, **KOSGEB Saha Araştırma Çalışması Ön Değerlendirme Raporu**, Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkezi Müdürlüğü, İzleme Değerlendirme ve Koordinasyon Grubu, Ankara, Aralık 2004
- Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, **KOBİ’lerin Genel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Ankara, Haziran 2001
- Küçükçolak Recep Ali, **KOBİ’lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1998
- Microsoft Türkiye, **KOBİ Pazarı Araştırması**, İstanbul, 2003
- Milliyet**, “ABD’li şirketler Türkiye’deki yatırımlarını artırmayı hedefliyor”, 20 Şubat 2008
- MoneyWeek**, “AIM, Alternative Investment Market, eleven years, junior segment”, 23 Haziran 2006
- MoneyWeek**, “Should you invest in Aim?”, 7 Nisan 2006

- Munck Claire, **Business Angels and Business Angel Networks in Europe**, European Business Angel Network, November 2006
- Müftüoğlu Tamer, **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler; Sorunlar ve Öneriler**, Sevinç Yayınevi, Ankara, 1991
- Müslümov Alövsat, **21.Yüzyılda Türkiye’de KOBİ’ler: Sorunlar Fırsatlar ve Çözüm Önerileri**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2002
- Müstakil Sanayi ve İşadamları Derneği, **Yeni Ekonomik Dönemde KOBİ’ler İçin Rekabet ve Büyüme Stratejileri**, Cep Kitapları 20, Müstakil Sanayi ve İşadamları Derneği Yayınları, İstanbul, Temmuz 2005
- OECD, **SME and Entrepreneurship Outlook 2005**, Paris, 2005
- OECD, **Small and Medium-Sized Enterprises in Turkey**, Issues and Policies, 2004
- Oruç Bora ve Uysal Erkan, “KOBİ Finansmanında Alternatif Bir Çözüm Sermaye Piyasaları”, “**Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde KOBİ’ler: Türkiye ve Benzer Ülke Deneyimleri**” Sempozyumu, Erciyes Üniversitesi, 2005
- Oskay Cansel, “Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Türkiye Uygulaması”, Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F., **Konya Ticaret Odası Dergisi**, Konya, 1 Temmuz 2007
- Öğüt Adem, “E-Ticaret Platformunda KOBİ’lerin Artan Hızı ve Gücü: Büyük Balık Küçük Balığı Değil, Hızlı Balık Yavaş Balığı Yutar”, Selçuk Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, **Konya Ticaret Odası Dergisi**, Mayıs 2007
- Öner Metin, Gülel Müslüm ve Gençyılmaz Güneş, “Basel II Kriterleri Öncesinde Manisa KOBİ’lerinin Yapısal Profilinin Analizi”, **2. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005
- Özdemir Süleyman, Ersöz Halis Yunus, Sarıoğlu Halil İbrahim, “Girişimciliğin ve KOBİ’lerin Ekonomik ve Sosyal Sistem İçindeki Yeri ve İşsizliği Önlemedeki Rolü”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi

Dr. H. İbrahim Bodur Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007

Özdemir Zekai, “Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi (10)** 2005 / 2:194-224

Özmen Erdal ve Yalçın Cihan, **Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu**, TC Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 07/06 Ankara, Temmuz 2007

PriceWaterhouseCoopers, **Aile Şirketlerinde Fark Yaratmak “Kuşaklar Boyunca Kalıcı Büyüme”**, Küresel Aile Şirketleri Araştırması 2007/2008, Kasım 2007

Referans Gazetesi, “Türkiye'deki ABD'li şirketlerin yüzde 72'si yatırım planlıyor”, 21 Şubat 2008

Referans, “Türk Barter'dan, KOBİ'lere nakit ödemesiz destek kredisi”, 11 Şubat 2008

Referans, “Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.”, 26 Temmuz 2006

Resmi Gazete, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik”, Sayı: 26607, Tarih: 08 Ağustos 2007

Resmi Gazete, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği”, Sayı: 25502, Tarih: 24 Haziran 2004

Resmi Gazete, “Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” Sayı: 25052, Tarih: 18 Mart 2003,

Sakarya Şakir ve Kara Suat, “Avrupa Birliği Sürecinde KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Uygulanabilirliği; Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006,

Saublens Cristian, “All Money Is Not The Same”, **Guidebook for Public Decision-Makers And Intermediaries**, EURADA, “SME Access to Finance, July 2006

Sabah, “KOBİ’ler de Halka Açılacak”, 21 Haziran 2005

Saygılıoğlu Nevzat, Bilgin Mehmet Hüseyin ve Arı Selçuk, **Avrupa Birliği Yolunda Türkiye’nin Dünyadaki Yeri**, Türkiye Tekstil Sanayii İşverenleri Sendikası, Eylül 2005

Sayılır Ali, Dirlik Serkan ve Mercan Sevgim, “KOBİ’ler Finansal Destekleri Kullanma Yetkinliğinde mi? Muğla İlinde Ampirik Bir Çalışma”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006

Sermaye Piyasası Kurulu, **Küresel Borsalarda 2006 ve 2007 Yılı Dalgalanmaları ve Türkiye**, Araştırma Dairesi, Ekrem Çanakçı, Ankara, 20 Eylül 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasasında Gelişmeler Raporu 2007/I (6 Aylık)**, Araştırma Dairesi, Ankara, Eylül 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **Makroekonomik Göstergelerin Hisse Senedi Piyasası Üzerindeki Etkileri**, Araştırma Dairesi, Ekrem Çanakçı, Oya Can Mutan, Ankara, Temmuz 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ’lerin Sermaye Piyasalarından Fon Sağlama Olanakları**, 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları**, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 2, Ankara, 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **Halka Açılma**, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 10, Ankara, 2007

Sermaye Piyasası Kurulu, **Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler**, Yeterlik Etüdü, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, 1999

- Şafaklı Veli Okan ve Güray Erdal, “AB Sürecinde KKTC’de KOBİ’lerin Finansmanına Yönelik Yerel Bankaların Rolü Üzerine Bir Araştırma”, **2. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 2-3 Aralık 2005
- Şenol Murat, “Türk Eximbank Sunumu”, **4.KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 7 – 8 Aralık 2007
- Şimşek Muhittin, **Ekonominin Lokomotifi KOBİ’lerin Olmazsa Olmazları**, Alfa Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, Ağustos 2002
- Şirvan Nesrin, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Bankacılık Araştırma Merkezi, 2002
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Mali Piyasalarda Gelişmeler**, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, Aralık 2007
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **İllerde Öne Çıkan Sanayi Sektörleri**, Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü, Yayın No: DPT: 2693, Ağustos 2006
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Bölgesel Gelişmede Temel Araçlar Ve Koordinasyon Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007 – 2013, Ankara, 28 Haziran 2006
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı 2007 – 2013**, Ankara, 28 Haziran 2006
- T.C. Başbakanlık, Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **“İş Ortamı ve Girişimcilik” Mevcut Durum Tespiti Nihai Rapor**, Bilgi Toplumu Stratejisi, Peppers & Rogers Group, Ankara, 10 Mart 2006

- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Dokuzuncu Kalkınma Planı, Finansal Hizmetler (Mali Piyasalar, Finans Kurumları, Bankacılık, Sigortacılık)**, Özel İhtisas Komisyonu, Ankara, Ocak 2006
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Binyıl Kalkınma Hedefleri Raporu Türkiye 2005**, Birleşmiş Milletler Mukim Koordinatörlüğü, Ankara 2005
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı**, Ankara, Ocak 2004
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Preliminary National Development Plan (2004 – 2006)**, Ankara, Aralık 2003
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 2001 - 2005**, Ankara, Haziran 2000
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **2007 – 2008 Dönemi Piyasa Yapıcılığı Sözleşmesi**
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Yüksek Planlama Kurulu, **Dokuzuncu Beş Yıllık Kalkınma Programı (2007 – 2013) 2007 Yılı Programı**, Ankara, 12 Ekim 2006
- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, **Bankadan Medyaya Türk Finans Piyasası Paneli**, Yayınları, Kitap No:64, İstanbul, Haziran 2007
- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, **4. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kongre Kitabı**, İstanbul, 7-8 Aralık 2007
- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, **3. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kongre Kitabı**, İstanbul, 17-18 Kasım 2006
- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, **2. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kongre Kitabı**, İstanbul, 2-3 Aralık 2005

- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, **1. KOBİ'ler ve Verimlilik Kongresi Kongre Kitabı**, İstanbul, 1-2 Aralık 2004
- TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, **2. Aile İşletmeleri Kongresi Kongre Kitabı**, 13-14 Nisan 2006
- TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:3, Aralık 2006
- TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006
- TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu 2005**, Sayı:1, Ankara, Ağustos 2005
- TC Merkez Bankası, **İmalat Sanayi 1993 – 1998, Avrupa Ülkeleri, Japonya, Amerika ve Türkiye Karşılaştırması**, İstatistik Genel Müdürlüğü, Sektörel Değerlendirme Müdürlüğü, Ekim 2000
- The Central Bank of the Republic of Turkey, **Corporate Sector Financial Structure in Turkey: A Discriptive Analysis**, Research and Monetary Policy Department, Working Paper No:06/07, Ankara, December 2006
- The World Bank, **Doing Business 2008, Comparing Regulation in 178 Countries**, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2007
- Tuncel Kürşat, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **SPK Yayınları**, 2000
- Turkish Daily News**, “Share of SME loans near 25 percent”, 11 April 2007
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Kayıt dışı Ekonomi ve Sürdürülebilir Büyüme AB Yolunda Değerlendirme ve Çözüm Önerileri**, TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No:8, Yayın No: TÜSİAD-T/2007-01/428, Aralık 2006
- Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği **2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi: İstikrardan Sürdürülebilir Büyüme**, Yayın No. TÜSİAD-T/2005-12-414, Aralık 2005

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Verimlilik ve Büyüme (1972 - 2003) Uluslararası Karşılaştırma ve AB'ye Yakınsama Süreci (2014)**, TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi, No:6, Aralık 2005

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler Raporu**, Aralık 2005

Türkiye, “Barter için eğitim şart”, 6 Eylül 2007

Türkiye Bankalar Birliği, **Risk Yönetimi ve Basel II'nin KOBİ'lere Etkileri**, Yayın No: 238, İstanbul, Mart 2007

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, **Avrupa Birliği Üyelik Sürecinde KOBİ'ler**, EPRI Dış Politika Etütleri, Ankara, 12 Aralık 2005

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, **Ekonomik Rapor 2005**, Mayıs 2006

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, **Ekonomide Durum Tespiti ve Beklenti Raporu (Türk İş Dünyasının Ekonomiye Bakışı)**, Ankara, Eylül 2005

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı: 65, Ocak 2008

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Japonya Sermaye Piyasası**, İstanbul, 2007

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Gelişen İşletmeler Piyasaları Anonim Şirketi Faaliyet Raporu 01 Ocak 2006 – 31 Aralık 2006 Dönemi**, 2007

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Global Finans Merkezleri ve İstanbul**, İstanbul, Şubat 2007

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 49, Eylül 2006,

- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi**, İstanbul, Şubat 2006
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, İstanbul, Ocak 2006
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Özel Sektör Borçlanma Araçları Raporu: Mevcut Durum ve Öneriler**, İstanbul, Haziran 2005
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Türkiye Sermaye Piyasası, Gelişme, Strateji, Hedefler**, İstanbul, Mayıs 2004
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, Yayın No:14, İstanbul, Nisan 2004
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, KOBİ'lerin Finansmanı Çalışma Platformu, İstanbul, Temmuz 2003
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **İMKB Özelleşmesi Hakkında Rapor**, İMKB Özelleşmesi Çalışma Grubu, İstanbul, Haziran 2003
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Uluslararası KOBİ Borsaları**, İstanbul, Haziran 2003
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, "KOBİ'lerin Finansmanı Çalışma Platformu 12 Haziran 2003 Tarihli Toplantı Tutanağı", İstanbul, 12 Haziran 2003
- Uludağ İlhan ve Arıcan Erişah, **Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar – Kurumlar – Araçlar)**, Beta Yayınları, 2.Baskı, İstanbul, 2001
- Uludağ İlhan ve Serin Vildan, **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler – Yapısal ve Finansal Sorunlar, Çözümler -**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1991 – 25, İstanbul, 1991

Usta Öcal ve Güler Sevinç, “KOBİ’lerin Finansmanı Üzerinde Basel II Kriterlerinin Etkileri ve Değişen Koşullarda Kredi Sağlamaya Yönelik Önlemler”, **3. KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi Kitabı**, TC İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, 17-18 Kasım 2006

Usta Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, Ekim 2005

Vidučić Ljiljana, “Fostering Croatian Private Sector Development Through Small Businesses”, **South-East Europe Review**, 1/2005

Watkins Jane, “**New SME Definition**”, **FP6UK Specific SME Activities, National Contact Point for SMEs, Office of Science and Technology**

Weekly Newsletter, Financial Supervisory Service Republic of Korea, Volume VIII, No:4, 05 Şubat 2007

Wendel B. Charles ve Harvey Matthew, “**SME Credit Scoring: Key Initiatives, Opportunities, and Issues**”, **Access Finance**, The World Bank Group, Issue No.1, March 2006

Yaşar Serpil, **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:200, Ankara, Temmuz 2006

Yayla Münür ve Kaya Yasemin Türker, “Basel II Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci”, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, ARD Çalışma Raporları: 2005 / 3, Mayıs 2005

Yelkikalan Nazan ve Kalmış Halis, “KOBİ’lerde Verimlilik Yönelimli Yeniden Yapılandırma Stratejileri”, **I. Orta Anadolu Kongresi:KOBİ’lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları**, Erciyes Üniversitesi, Nevşehir, 18-21 Ekim 2001

Yıldırım Kadir, “Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları”, **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Dr. H. İbrahim Bodur

Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, Cilt:2 Sayı:1, Çanakkale, Haziran 2007

Yılmaz Beytullah, “KOBİ’lerin Finansman Sorunlarına Bir özüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:33, 2004

Yılmaz Figen, **Türkiye’de Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ’ler)**, T. İş Bankası, İktisadi Araştırmalar ve Planlama Müdürlüğü, İstanbul, 5 Aralık 2003

Yılmaz Süleyman, “KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.ř. Sunumu”, **4.KOBİ’ler ve Verimlilik Kongresi**, İstanbul, 7 – 8 Aralık 2007

Yüksel Ayhan, **Basel II’nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, ARD, Araştırma Raporları: 2005 / 4, Ağustos 2005

İnternet Adresleri

“The Activities of the European Union for Small and Medium Sized Enterprises (SMEs)”, SME Envoy Report, 2005,
http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/sme_envoy.htm, (14 Eylül 2006)

Necdet Sağlam, “AB’nde ve Aday Ülkelerde KOBİ’lerin Yapısı”, 12 Aralık 2002, www.eso-es.net, (15 Ekim 2006)

European Commision, “**Surveys on SME access to finance in the EU Member States**”, Flash Eurobarometer, Brussels, 2005,
<http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/surveys.htm>, (1 Ekim 2006)

“Ortaçağ’dan Günümüze Denizli’de Yaşam ve Ahilik”
<http://www.pamukkale.gov.tr/tr/content.asp?id=359>, (12 Ekim 2007)

“Etibank’ın Madencilüğü”, <http://www.inkilap.info/archives/132>, (12 Ekim 2007)

http://www.koniks.com/topic.asp?TOPIC_ID=3283, (12 Ekim 2007)

Ziya Akkurt, Akbank, İstanbul

www.finanskulup.org.tr/assets/etkinlik/ziya_akkurt_kobiler_finansal_hizmetler.pdf -

(12 Aralık 2007)

Ankara Ticaret Odası, “**1923 - 2005 Cumhuriyet'ten Günümüze Şirket İstatistikleri**”, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=331&l=1>, Ankara, Aralık 2005, (9 Kasım 2006)

“Finansal Ortaklıklar” http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/14763, (15 Mayıs 2007)

<http://www.investmezzanin.at/php/index.php?cat=508&lang=en&rel=1>, (12 Temmuz 2007)

<http://www.investmezzanin.at>, (12 Temmuz 2007)

“Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye’deki Uygulamaları”

<http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>, (15 Mayıs 2007)

http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/185, (17 Mayıs 2007)

http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/98, (17 Mayıs 2008)

http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/100, (15 Haziran 2007)

“Risk Sermayesi”, <http://www.kobinet.org.tr/haber.php?id=110>, (15 Haziran 2007)

“Risk Sermayesi (VC Venture Capital)”,

http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/185, (15 Haziran 2007)

http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/99, (8 Temmuz 2007)

<http://cordis.europa.eu/finance/src/crea.htm>, (7 Ağustos 2007)

Özlem Onar, “2001 – 2005 Çok Yıllı Program”,

<http://stratejigundem.com/yazarlar.php?id=55&type=9>, (7 Ağustos 2007)

www.leaseurope.org, (16 Kasım 2006)

<http://faktoringdernegi.org.tr/index.asp?Mtype=2&Op=11>, (12 Aralık 2006)

http://www.ihracatdunyasi.com/ihracfinansop/2_c.html, (14 Aralık 2006)

<http://www.alomaliye.com/forfaiting.htm>, (12 Aralık 2006)

“Forfaiting’in Avantajları Neler”

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020203/184, (12 Aralık 2006)

<http://www.forfaiters.org/page/index.cfm?SelNavID=1445>, (12 Aralık 2006)

“Forfaiting’in İthalatçıya Yararları Nelerdir?”

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020203/1207, (25 Aralık 2006)

“Barter sistemi ve faydaları”, <http://www.kobitek.com/makale.php?id=67>, (14 Mayıs 2007)

<http://www.alomaliye.com/barter.htm>, (14 Mayıs 2007)

<http://www.turkbarter.com/request.asp?s=1>, (15 Mayıs 2007)

“Barter nedir?”, <http://nefhamakale.blogspot.com/2006/02/barter-nedir.html>, (14 Mayıs 2007)

http://www.wtcbarter.com/portal/index.php?option=com_content&task=view&id=15&Itemid=29, (12 Mayıs 2007)

Hakan Hanlı, “AB’nde Sermayenin Serbest Dolaşımı: EASDAQ”

<http://www.elegans.com.tr/arsiv/42/html/hakan.html>, (12 Ekim 2006)

“Transnational capital-raising for small business - A review of the emergence of SME listings” <http://www.smecapitalmarkets.net/SME-Stock-Exchange-Listing-pro?downloadid=190&h=b3fb484c32004e6eaf8b>, (15 Ocak 2008)

Nigel H.Reynolds, “London's Alternative Investment Market and U.S. Companies”, <http://eventuring.kauffman.org/Resources/Resource.aspx?id=33414>, (01 Ocak 2007)

http://www.borsabcn.es/bolsabcn/navegacion.nsf/vweb/bmerc_nm_eng?OpenDocument
(1 Mart 2008)

<http://www.primenewswire.com/newsroom/news.html?d=134148>, (28 Mart 2008)

“Nasdaq buys control of Easdaq”, OUT-LAW News, <http://www.out-law.com/page-1502>, 27.03.01, (2 Nisan 2007)

“Nasdaq Europe faces closure”, <http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=9244>,
24 Haziran 2003 (15 Ocak 2007)

“Nasdaq Europe to close”, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/3024558.stm>, 26.06.2003
(15 Ocak 2007)

“KOSDAQ Companies Sharply Increase Net Profits in 3rd Quarter”,
http://findarticles.com/p/articles/mi_go1523/is_200311/ai_n9363489, Kasım 2003,
(13 Şubat 2008)

“Domestic Market Capitalisation and Number of Listed Companies - Asia Pacific
2007”,
[http://www.business.nsw.gov.au/aboutnsw/Trade+and+Investment/B16_domestic_mark
et_capitalization.htm](http://www.business.nsw.gov.au/aboutnsw/Trade+and+Investment/B16_domestic_market_capitalization.htm), Eylül 2007, (23 Mart 2008)

<http://kobias.com.tr/> (14 Temmuz 2007)

“Türk Barter Ortak Pazarı Yeni Katılımlarla Büyüyor”,
<http://www.btinsan.com/128/50.asp>, 07 Ağustos 2003, (15 Mayıs 2007)

“Kamu borçlarına barter çözümü”, **Akşam**, 18 Temmuz 2005
<http://www.aksam.com.tr/arsiv/aksam/2005/07/18/ekonomi/ekonomi3.html>, (16 Mayıs
2007)

http://www.eximbank.gov.tr/html_files/kisaeximbankpg.htm, (18 Temmuz 2007)

http://www.eximbank.gov.tr/html_files/ihkrdsig.htm, (18 Temmuz 2007)

“Kısa Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programı Sevk Öncesi Dönem Riskler İçin Sigorta Kapsamına İlişkin Uygulama Esasları”, www.eximbank.gov.tr, (20 Temmuz 2007)

Orta ve Uzun Vadeli İhracat Kredi Sigortası Programları

http://www.eximbank.gov.tr/html_files/ihkrdsig.htm, (20 Temmuz 2007)

www.kgf.com.tr, (25 Eylül 2007)

“KGF Yeni Bir Yapılanma İle Kobilerin Hizmetinde”, Ankara Ticaret Borsası,

http://www.atb.gov.tr/portal/index.php?id=116&option=com_content&task=view,

(21 Ocak 2008)

“KGF’nin desteği 125 milyon Euro’ya ulaştı”, **Dünya**, 18 Nisan 2006,

<http://www.tumgazeteler.com/?a=1454060>, (21 Ocak 2008)

<http://www.vakifyatirim.com.tr/icerik.asp?id=42>, (17 Şubat 2008)

“Sermaye Piyasası Araçları”,

http://www.ekodialog.com/Konular/borsa_yatirim/sermaye_para_piyasasi_araclari.html

(19 Şubat 2008)

Sermaye Piyasası Kurulu, **KOBİ'lerin Halka Açılmalarının Faydaları**,

www.spk.gov.tr, Güncelleme Tarihi: 29 Ocak 2008, (15 Mart 2008)

<http://tr.wikipedia.org/wiki/Tahvil>, (18 Mart 2008)

Çağatay Yücel, “Türk Finans Piyasası’nın Uluslararası Finans Piyasalarına

Entegrasyonu”, Ankara, 2002, <http://194.27.26.6/~karatepe/ifinance/TRFin.pdf>,

(1 Şubat 2007)

<http://www.denizyatirim.com/Kurumsal5.asp>, (12 Ekim 2007)

http://akademiktisat.sitemynet.com/makaleler/kobi_finansal_sorunlar.htm,

(7 Şubat 2008)

http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_piyasasi_calismalari.html, (13 Ekim 2007)

<http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basinaciklamalari/baskan%20kobi%20acilis%20konusmasi.pdf>, (13 Kasım 2007)

Sermaye Piyasası Kurulu, “KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları”, http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_piyasasi_calismalari.html, (13 Ekim 2008)

<http://www.spk.gov.tr/kobi/>, (12 Ocak 2008)