

**T.C.
EGE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İşletme Anabilim Dalı**

**TÜRKİYE'DE KÜÇÜK VE ORTA BOYUTLU İŞLETME BORSALARININ YERİ VE
İŞLETMELERE SAĞLAYACAĞI KATKILARIN ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Damla Nurcan ÖZKILINÇ

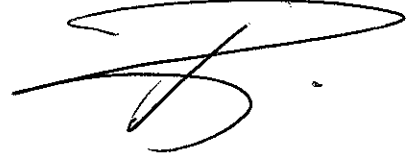
DANIŞMANI : Doç Dr. Türker SUSMUŞ

İZMİR-2012

Yemin Metni

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne sunduğum “ Türkiye’de Küçük ve Orta Boyutlu İşletme Borsalarının Yeri ve İşletmelere Sağlayacağı Katkılarının Analizi” adlı doktora tezinin tarafımdan bilimsel, ahlak ve normlara uygun bir şekilde hazırlandığını, tezimde yararlandığım kaynakları bibliyografyada ve dipnotlarda gösterdiğimi onurumla doğrularım.

Damla Nurcan ÖZKILINÇ



TUTANAK

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 12/04/2012 tarih ve 10/21 sayılı kararı ile oluşturulan jüri **İŞLETME** anabilim dalı doktora öğrencisi **Damla Nurcan ÖZKILINÇ**'in aşağıda başlığı (Türkçe/İngilizce) belirtilen tezini incelemiş ve adayı 30/05/2012 günü saat 10.30' da 60. dakika süren tez savunmasına almıştır.

Sınav sonunda adayın tez savunmasını ve jüri üyeleri tarafından tezi ile ilgili kendisine yöneltilen sorulara verdiği cevapları değerlendirerek tezin başarılı/başarısız/düzeltilmesi gerekli olduğuna oybirliğiyle/oyçokluğuyla karar vermiştir.

DOÇ. DR. TÜRKER SUSMUŞ
BAŞKAN

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (6 ay süreli)

PROF. DR. AYLA ÖZHAN DEDEOĞLU
ÜYE

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (6 ay süreli)

YRD. DOÇ. DR. Ş. SERTAÇ ÇAKI
ÜYE

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (6 ay süreli)

PROF. DR. BERNA TANER
ÜYE

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (6 ay süreli)

YRD. DOÇ. DR. DİLİN DEMİRHAN
ÜYE

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (6 ay süreli)

Tezin Türkçe Başlığı : "Türkiye' de Küçük ve Orta Boyutlu İşletme Borsalarının Yeri ve İşletmelere Sağlayacağı Katkıların Analizi"

Tezin İngilizce Başlığı : "Stock Exchange Markets of Small and Medium Sized Enterprises Turkey and the Analysis of Their Contributions to Firms"

- * 1. Doktora Tezi savunma süresi asgari 60 azami 120 dakikadır.
2. Tutanak (jürinin karar ve imzaları haricinde) **bilgisayarda** doldurulmalıdır
3. **Tez başlığı (İngilizce ve Türkçe) mutlaka belirtilmelidir.**
3. Doktora Tez savunmasında üyelerden en az birinin **üniversite dışından** olması zorunludur.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
I. BÖLÜM KOBİLERDE TEMEL KAVRAMLAR VE FİNANS SORUNLARI.	4
1.1. KOBİ'lerin Tanımı	4
1.1.1. OECD'de KOBİ Tanımı	5
1.1.2. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı	5
1.1.3. Türkiye'de KOBİ Tanımı.....	7
1.2. KOBİ'lerin Özellikleri ve KOBİ'lere İlişkin Kriterler.....	8
1.2.1. KOBİ'lerin Niteliksel Kriterleri.....	9
1.2.2. KOBİ'lerin Niceliksel Kriterleri	12
1.2.3. KOBİ'lerin Güçlü Yönleri	13
1.2.4. KOBİ'lerin Zayıf Yönleri ve Karşılaştıkları Zorluklar	16
1.2.5. KOBİ'lere Yönelik Tehditler	17
1.2.6. KOBİ'lerin Önündeki Fırsatlar	18
1.3. Dünyada KOBİ Temel Göstergeleri	20
1.4. Avrupa Birliği'nde KOBİ'lere Yönelik Finansal Teşvikler	23
1.5. KOBİ'lerin Türk Sanayisindeki Yeri ve Örgütlenmeleri	25
1.6. KOBİ'lerin Finans Sorunları ve Finans Bulma Yöntemleri.....	31
1.6.1. Banka Kredileri	32
1.6.2. Risk Sermayesi.....	34
1.6.2.1. Çekirdek Sermayesi	38
1.6.2.2. Başlangıç Finansmanı (Start-up Capital)	38
1.6.2.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage and Gate Financing) .	39
1.6.2.4. Köprü Finansman (Bridge Financing-Mezzanine).....	39

1.6.3. Kredi Garanti Fonu	40
1.6.4. KOBİ'lere Yönelik Finansal Teşvikler	43
1.6.5. Sermaye Piyasası Yoluyla Finans Bulma Yöntemleri	47
1.6.5.1 Türkiye'de Sermaye Piyasası Yolu ile Finans Bulmadaki Güçlükler.....	49
1.6.5.2. Sermaye Piyasası Yolu ile Finans Bulmadaki Avantajlar.....	51
II. BÖLÜM DÜNYADA KOBİ BORSALARININ YERİ.....	54
2.1. KOBİ Borsalarının Özellikleri, Tanımı, Faaliyet Alanları ve Avantajları...	54
2.2. KOBİ Borsalarının İşleyişi.....	58
2.2.1. KOBİ Borsalarında Piyasa Yapıcılar (Market Makers).....	59
2.2.2. Kota Bazlı Piyasalar (Dealer Markets, Quota Driven) - Emir Bazlı piyasalar (Auction Markets, Order Driven-) - Hybrid Piyasalar	60
2.2.3. KOBİ Borsalarında Kotasyon Koşulları	62
2.2.4. KOBİ Borsalarında Kamuyu Aydınlatma Prensibi.....	63
2.3. Dünyada KOBİ Borsalarına İlişkin Çalışmalar.....	63
2.3.1. İngiltere'de KOBİ Borsası, AIM (Alternative Investment Market).....	65
2.3.1.1. AIM'de Piyasa Yapıcıları Ve NOMAD'lar	66
2.3.1.2. AIM'nin İşleyişi	68
2.3.1.3. AIM'de KOBİ'lere Vergi Avantajı.....	69
2.3.1.4. AIM'nin Özellikleri	69
2.3.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde KOBİ Borsası, NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)	72
2.3.2.1. NASDAQ Altındaki Pazar Çeşitleri.....	72
2.3.2.2. NASDAQ ve Piyasa Yapıcı Sistemi	74
2.3.2.3. Nasdaq'ın İşlem Sistemi	74
2.3.3. Kore'de KOBİ Borsası, KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotation)	75

2.3.3.1. KOSDAQ'ın Özellikleri.....	75
2.3.3.2. KOSDAQ'a Kote Olma Koşulları	76
2.3.3.3. KOSDAQ'ın İşlem Sistemi.....	77
2.3.4. Japonya'da KOBİ Borsası, JASDAQ (Japan Association of Securities Dealers Automated Quotation)	77
2.3.4.1. Jasdaq'ın Altındaki Pazar Çeşitleri	79
2.3.4.2. Piyasa Yapıcılar ve Likidite Sağlayıcı Programı	80
2.3.4.3. JASDAQ'ın Özellikleri.....	81
2.3.5. Türkiye'de KOBİ Borsası ve KOBİ Borsasına Yönelik Çalışmalar.....	82
2.3.5.1. Ulusal Pazar Kotasyon Koşulları	82
2.3.5.2. İkinci Ulusal Pazar ve Kotasyon Şartları	83
2.3.5.3. Yeni Ekonomi Pazarı	85
2.3.5.4. Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	87
2.3.5.4.1. GİP'te Kotasyon Koşulları.....	89
2.3.5.4.2. Piyasa Danışmanları ve Piyasa Yapıcılar.....	91
2.3.5.4.3. GİP'te İşlem Sistemi	94
2.3.5.4.4. GİP'in KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar	95
III. BÖLÜM TÜRKİYE'DE KOBİ BORSASININ İŞLETMELERE SAĞLAYACAĞI KATKILARIN ANALİZİ	101
3.1. METODOLOJİ VE UYGULAMA.....	101
3.1.1. Anket Ölçeklerinin Oluşturulması	102
3.1.2. Anket Formunun Oluşturulmasında Dikkat Edilen Hususlar	104
3.1.3. Veri Toplama Süreci	104
3.2. ARAŞTIRMANIN ANALİZLERİ VE BULGULARI.....	106
3.2.1. Örneklemeye Ait Temel Karakteristik ve Demografik Veriler	106

3.2.2. Tutum Sorularına Ait Analizler ve Değişkenler Arasındaki İlişki.....	125
3.2.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi	127
3.2.3.1. Ölçüm Modeli	129
3.2.3.2. Ölçüm Modelinin Analizi	131
3.2.3.2.1. DFA Modelinin Bütün Olarak Test Edilmesi	133
3.2.3.2.2. Faktör Yüklemelerinin Analizi	135
3.2.3.2.3. Yapısal Geçerlilik Analizi.....	137
3.2.3.2.4. Modifikasyon Endeks Analizi.....	141
3.2.3. Faktörlerin Demografik Çözümlemesi.....	141
3.2.3.1 Faaliyet Alanı ve Faktörler Arasındaki İlişki.....	143
3.2.3.2 Çalışan Sayısı ve Faktörler Arasındaki İlişki.....	147
3.2.3.3 Firmanın Yaşı ve Faktörler Arasındaki İlişki.....	148
3.2.3.4 Kamu Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki.....	150
3.2.3.5 Yabancı Ortak Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki	151
3.2.3.6 İhracat Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki	152
3.2.3.7 Özkaynak Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki	153
3.2.3.8 Finansman Sorunu ve Faktörler Arasındaki İlişki	155
3.2.4. Faktörler ve KOBİ Borsasına Açılma Eğilimi İlişkisi	156
3.2.4.1 Faktör Değerleri ve Kısa Vadede Borsaya Açılma Eğilimi	157
3.2.4.2 Faktör Değerleri ve Uzun Vadede Borsaya Açılma Eğilimi.....	167
3.2.5. Analizin Sonuçları ve Değerlendirme.....	177
3.3. SONUÇ ve ÖNERİLER.....	183

GİRİŞ

Bir ülkenin ekonomisinde KOBİ'ler kalkınmışlık düzeyi ne olursa olsun, gerek sayısal, gerek istihdam yaratma gücü açısından ekonomik ve toplumsal düzenin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Ülkelerin hemen hemen hepsinde toplam işletmelerin neredeyse tamamını KOBİ'ler oluşturmaktadır. KOBİ'ler günümüzde, sosyal ve ekonomik değişimlere uyum göstermede esnekler. Bu özellikleri ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri tarafından çeşitli kurumlarca teşvik edilmektedirler. Rekabet güçlerini ve sürdürülebilirlik düzeylerini artırıcı yönde olan bu teşvikler KOBİ'lerin ülke ekonomileri açısından önemini vurgulamaktadır. İstihdam, ihracat, yatırım ve yaratılan katma değer bakımından Türkiye ekonomisine de çok önemli faydaları bulunan KOBİ'ler, yurtiçinde ve uluslararası piyasalarda sermayeyi istedikleri anda, az riskli ve düşük maliyetle bulabildikleri sürece rekabet edebilmektedirler.

KOBİ'lerin faaliyetlerini genişletebilmesi ve yatırımlarını gerçekleştirebilmesi, güçlü sermaye yapısı ile mümkün olabilmektedir. KOBİ'lerin finansmana erişim imkanlarının iyileştirilmesi; girişimciliğin geliştirilmesi, rekabet gücünün ve yenilikçiliğin artırılması ve ekonomik gelişmenin sağlanmasında kritik faktörlerdir. KOBİ'ler büyümek, faaliyetlerini geliştirmek ve genişletmek için öz kaynaklarının yanı sıra ek finansmana ihtiyaç duymaktadır.

Bu kapsamda tezin amacı, Türkiye'deki KOBİ'lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının sağlayacağı faydaları analiz etmektir. Türkiye'de KOBİ'ler kendilerine has özellikleri ve yapıları ile sermayeye ulaşma konusunda sıkıntı yaşamaktadırlar. Başlangıç sermayelerini çoğunlukla firma sahiplerinin kişisel tasarruflarından sağlayan KOBİ'ler, faaliyetlerini gerçekleştirebilmek ve yatırımlarını genişletebilmek için dış kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Yönetim ve örgüt yapılarındaki eksiklikler, ölçeksel büyüklüklerinin düşük olması, kurumsal yapılanmalarının yetersizliği, finansal yönetim bozuklukları, muhasebe normlarına uygunsuzluk gibi faktörler, bankaların KOBİ'lere kredi verme konusunda çekimser davranmalarına sebep olmaktadır ve bunun sonucunda KOBİ'ler banka ve kredi sisteminden yeterince yararlanamamaktadırlar. Bu nedenle

KOBİ'ler sermaye piyasası ve mali piyasalarla düzenli çalışan bir ortamda modern finansman araçları ve kurumları ile desteklenmelidir. İşte bu bağlamda Sermaye piyasaları yolu ile halka açılma kaynak temin etme yoludur ve bununla birlikte büyüme ve değer yaratma olgusunu da taşır. Şirketlerin kurumsallaşması, sürdürülebilirliğinin sağlanması için halka arz önemli bir süreçtir.

Tezin yukarıda bahsedilen amacı doğrultusunda ilk bölümde Türkiye ve dünyadaki KOBİ'lerin özelliklerinden ve genel niteliklerinden bahsedilmiş, KOBİ'lerin Türkiye ve dünyadaki yadsınamaz önemi vurgulanmıştır. Ekonomiler için bu denli önemli kuruluşların niteliksel ve niceliksel özelliklerinin yanı sıra, KOBİ'lerin güçlü yönleri, zayıf yönleri ve karşılaştıkları zorluklardan bahsedilmiş, KOBİ'lere yönelik tehditler ve fırsatlar sıralanmıştır. Bu bağlamda ortaya çıkan en büyük sorunlardan biri olan finans bulma ve sermayeye erişmenin günümüz KOBİ'leri için olasılıkları araştırılmış ve faydalanılan bu yöntemlerin her birinin KOBİ'lere ek bir maliyet getirdiği sonucuna ulaşılarak sermaye piyasaları yolu ile kaynak temin etmenin faydaları üzerinde durulmuştur.

İlk bölümde sermaye piyasaları yolu ile finans elde etmenin avantajlarına değinildikten sonra dünyada KOBİ borsası olan ülkeler incelenmiş ve KOBİ borsalarının işleyişleri, yapıları, ana borsadan farklı olarak KOBİ'lere sundukları teşvikler ve ayrıcalıklar araştırılmıştır. Tezin ikinci bölümünde son olarak literatüre dayanılarak KOBİ borsasının şirketlere sağlayacağı faydalar sıralanmıştır.

Tezin üçüncü bölümünde KOBİ borsalarından sermaye elde etmenin Türkiye'deki şirketlere sağlayacağı katkılar analiz edilmiş, bu bağlamda şirketlere sağlayacağı faydalar literatüre dayanılarak oluşturulan modellerin doğrulayıcı faktör analizi ve çoklu regresyon analizi yardımıyla test edilmesi suretiyle, kalitatif etkileri ise alan çalışması kapsamında KOBİ'lere uygulanan anketler aracılığıyla ortaya konmaya çalışılmıştır.

Sonuç ve öneriler bölümünde ise üçüncü bölümdeki analizler sonucunda elde edilen bulgulara dayanılarak KOBİ'lerin sermaye piyasalarına açılma ve kaynak temin etme konusuna ışık tutabilecek değerlendirmelerde bulunulmuştur. Ayrıca ülkemizde alt yapı çalışmaları tamamlanmak üzere olan ve yürürlüğe girmesi ile KOBİ'lerin yapılarında

oluşacak değişiklik ile sermaye piyasalarına açılma ve KOBİ borsalarına hazırlık aşaması sayılabilecek yeni Türk Ticaret Kanununun bu yeni oluşuma olası faydalarından da bahsedilmiştir.

I. BÖLÜM

KOBİLERDE TEMEL KAVRAMLAR

VE

FİNANS SORUNLARI

1.1. KOBİ'lerin Tanımı

KOBİ'ler (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler) son yıllarda değişen pazar koşullarına uyum sağlama yetenekleri, istihdam ettikleri iş gücü, gerçekleştirdikleri yatırımlar, ülkelerin dengeli ve sürdürülebilir şekilde büyümelerine sağladıkları katkılar ile dünyada pek çok ülkede dikkatleri üzerlerine toplamış ve günümüzde gelişmiş ülkeler dahil özellikle gelişmekte olan ülkelerin KOBİ'lerine olan ilgilerinin artmasını sağlamıştır. Dünyadaki işletmelerin yüzde 95'ine yakın bir bölümünün KOBİ olduğu düşünülürse, pek çok ülke KOBİ'lerin geliştirilmesi ve sorunlarının azaltılması için KOBİ'ler desteklemektedir. Bu ülkelerin her birinde KOBİ tanımı farklılıklar oluşturmuş olmasına rağmen, her ülkedeki KOBİ'lerin sanayinin itici gücü olması ve istihdama katkıları yadsınamaz gerçekleri oluşturur.

KOBİ terimi her ülkede farklı kriterlere göre tanımlanmaktadır. Bu kriterler, çalışan sayısı, aktif yapısı, mülkiyet yapısı şeklinde ifade edilebilir. Özellikle sanayisi gelişmiş ülkeler başta olmak üzere ülkemizdeki KOBİ'lerin tanımları ülke ekonomileri içinde KOBİ'lere verilmiş önemi bir kere daha gözler önüne sermektedir.

1.1.1. OECD’de KOBİ Tanımı

Küreselleşme olgusu ile birlikte KOBİ’ler girişimciliğin, temel kaynağı olarak görülmeye başlamıştır.¹ Bu görüşü desteklemek amacı ile ilk defa 2000 yılında ‘‘OECD SME Outlook 2000’’ adlı rapor OECD tarafından İtalya’nın Bologna kentinde düzenlenen Birinci Bakanlar Konferansı sonrasında yayımlanmıştır. İkincisinin 2002 yılında yayımlanmasının ardından üçüncü rapor 3-5 Haziran 2004 tarihinde İstanbul’da düzenlenen İkinci Bakanlar Konferansı sonrasında ‘‘OECD SME and Entrepreneurship Outlook’’ adıyla yayımlanmış ve bu yayında KOBİ’lerin dünya ekonomisine katkılarının yanı sıra OECD ekonomileri için girişimciliğin hayati rolüne verilen önemde vurgulanmıştır. Dördüncü rapor ise 2005 yılında aynı adla yayınlanmıştır. 2005 yılında yayımlanmış olan OECD raporunda KOBİ’ler, ‘‘Tek merkezli, bağımsız ve öngörülen sayının altında işçi çalıştıran küçük ve orta büyüklükteki işletmeler’’ olarak tanımlanmıştır.² Öngörülen sayı ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. KOBİ’lerin tanımlanmasında ileride açıklanacak Avrupa Birliği’nde olduğu gibi 250’den daha az işçi çalıştıran şirketler bu tanımlamaya girerken, 200 işçi sınırlaması olan ülkelerde mevcuttur. Amerika Birleşik Devletlerinde ise bu sayı 500’dür.

1.1.2. Avrupa Birliği’nde KOBİ Tanımı

OECD’nin 2005 yılında yayımlanmış olan ‘‘OECD, SME and Entrepreneurship Outlook’’ adlı raporda belirttiği istihdam sayısı ülkelere göre farklılıklar göstermektedir. 250 çalışana kadar istihdam eden şirketler orta büyüklükte şirketler, 50’nin altında işçi çalıştıranlar ise küçük işletmeler olarak kabul edilmektedir. En fazla 10 işçi çalıştıranlar ise mikro düzeyde işletme olarak anılmaktadır.

¹ Aykaç Mustafa, Parlak Zeki ve Özdemir Süleyman, **Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye’de KOBİ’ler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, 2008, ss. 82-83

² <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3123> (23 Temmuz 2009)

Finansal varlıklarda KOBİ'lerin diğer şirketlerden farklılığını göz önüne seren unsurlardan biridir. 1 Ocak 2005 tarihinde yürürlüğe giren Avrupa Komisyonu'nun 2003/361/EC sayılı kararı ile KOBİ tanımı, Mikro Ölçekli İşletme, Küçük Ölçekli İşletme ve Orta Ölçekli İşletmelerin yıllık ciro ve bilançoları da göz önünde bulundurularak sınıflandırılmıştır. Tablo 1'e göre Mikro Ölçekli İşletmelerin çalışan sayısı 10'dan az, yıllık cirosu 2 milyon Euro, bilançoları da 2 milyon Euro'ya kadar olmalıdır.

Küçük Ölçekli işletmelerin çalışan sayısı 50'den az, yıllık cirosu 10 milyon Euro'ya kadar ve bilanço aktif toplamı 10 milyon Euro'ya kadardır.

Orta Ölçekli İşletmelerin ise çalışan sayısı 250'den az, yıllık cirosu 50 milyon Euro'ya kadar ve bilanço aktiflerinin toplamı 43 milyon Euro'ya kadardır.³

Tablo 1.1: Avrupa Birliği KOBİ Tanımı

KOBİ	Çalışan Sayısı	Yıllık Cirosu	veya	Bilançosu
Mikro İşletme	< 10	≤ 2 milyon Euro		≤ 2 milyon Euro
Küçük İşletme	< 50	≤ 10 milyon Euro		≤ 10 milyon Euro
Orta Büyüklükteki İşletme	< 250	≤ 50 milyon Euro		≤ 43 milyon Euro

Kaynak: The activities of the European Union for small and medium sized enterprises SME Envoy Report 2005

Buraya kadar yapılan çalışmaları özetlemek gerekirse; Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler çalışan sayısı ile yıllık ciroları veya bilançolarına göre tanımlanmaktadır. Avrupa Birliği'nde 1996 yılında belirlenen "KOBİ Tanımı" 2003 yılında yapılan yeni tanımın

³ http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm (11 Şubat 2009)

01 Ocak 2005 tarihinden itibaren yürürlüğe girmesiyle yukarıda açıklandığı gibi değişmiş olup, tüm üye ülkeler ve aday ülkelerin KOBİ tanımlarını AB tanımına uyumlaştırmaları gerekmektedir.

1.1.3. Türkiye’de KOBİ Tanımı

Türkiye’de de uzun yıllar KOBİ’lerin tanımı ile ilgili olarak kesin bir görüş birliğine varılamamış, çeşitli kurumlar tarafından KOBİ’lerin tanımı farklı olarak yapılmıştır. Türkiye’nin, AB’ye adaylık sürecinde Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanarak ülkemize sunulan İlerleme Raporlarında ve 2003 yılında Türkiye için hazırlanan Katılım Ortaklığı Belgesinin kısa vadeli tedbirleri arasında KOBİ tanımının AB’ye uyumunun sağlanması hususu ön plana çıkmıştır. KOBİ’lere ilişkin tüm uygulamalarda AB’ye uyumlu bir tanımın kullanılması amacıyla gerekli yasal düzenlemenin gerçekleştirilmesine yönelik olarak bu çalışmalar, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yürütülmüş ve 16 Nisan 2005 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren ‘5331 sayılı Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanuna Bir Ek Madde Eklenmesine İlişkin Kanun’ çerçevesinde tanımın belirlenmesine yönelik hukuki altyapı oluşturulmuştur. Bu kanuna istinaden yürütülen “KOBİ Tanımı” uyum çalışmaları çerçevesinde hazırlanan “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik”, 2005/9617 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ekinde 18 Kasım 2005 ve 25997 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ve 18 Mayıs 2006 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Yönetmeliğin amacı, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin tanımının belirlenmesi ve bu tanımın tüm kurum ve kuruluşların uygulamalarında esas alınmasıdır.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik kapsamında olan işletmeler; ölçeklerine, mali bilançolarına ve türlerine göre sınıflandırılmışlardır. Buna göre; 0-9 çalışan sayısı ile yıllık net satış hasılatı ve yıllık mali bilançosu 1 milyon TL ve altında kalanlar Mikro İşletme, 10-49 çalışan sayısı ile yıllık net satış hasılatı ve yıllık mali bilançosu 1 milyon-5 milyon TL arası olanlar Küçük işletmeler; 50-249 arası çalışan sayısı ile yıllık net satış hasılatı ve

yıllık mali bilançosu 5 Milyon-25 milyon arası olan işletmeler ise orta ölçekli işletmeler olarak anılmaktadır.⁴

1.2. KOBİ'lerin Özellikleri ve KOBİ'lere İlişkin Kriterler

Mal ve hizmetlerin üretimi ve tüketimi sayesinde ekonomik olgular oluşmaktadır. Bu olgular, farklı işletmeler sayesinde yerine getirilmekte ve hizmet, ticaret, tarım, imalat gibi sektörlerde yer alan farklı büyüklükteki işletmeleri kapsamaktadır. Sanayi devriminin ardından ekonomilerde yaşanan gelişmeler son yıllarda üretimin bölünerek küreselleşmesini, ticaretin serbestleşmesini ve uluslararası ticaretin hacminin artmasını sağlamıştır. Bu durum neticesinde piyasaların istikrarsızlaşmaları ölçek ekonomilerini gözden düşürerek küçük ölçeği ve KOBİ'leri ilgi odağı haline getirmiştir.

KOBİ'ler işsizliğin azaltılmasında, istihdamın artırılmasında, bölgelerarası dengesizliklerin giderilmesinde, üretimin artmasında, girişimciliğin canlanmasında önemli rol oynamaktadırlar. Bu özellikleri ile ekonomik sistemi canlı ve dinamik tutan KOBİ'ler yeniliğin ve gelişmenin en önemli kaynağı olarak görülmekte ayrıca dünya ekonominin temel dinamiğini oluşturduğu ileri sürülmektedir. Gelişen ülkelerde KOBİ'ler rekabet gücünün, yeniliğin, istihdam yaratmanın, verimlilik artışının ve ekonomik büyümenin aracı olarak görülmektedir.

KOBİ'lerin dünyada ekonominin temel dinamiğini oluşturmaları paralelinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları ve bu ülkelerdeki KOBİ'lerin ekonomiye katkıları göz önüne alınmakta ve KOBİ kavramı ele alınmaktadır. Buna karşın KOBİ kavramı hukuki bir kavram niteliği taşımayıp ekonomik bir anlam taşıması nedeniyle global anlamda standart bir tanımlama yapılamamaktadır.

⁴ <http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> DPT, 2007, (23 Mart 2009)

Aynı şekilde KOBİ'ler faaliyette buldukları sektörlerin ülkeden ülkeye farklı değerler taşımaları, üretim teknikleri ve ürettikleri ürünlerin de ülkeden ülkeye, kültürden kültüre farklılıklar oluşturmasına yol açmıştır.

1.2.1. KOBİ'lerin Niteliksel Kriterleri

KOBİ'lerin niteliksel kriterlerinin başında işletmenin çalıştığı işkolu, sahip olunan pazarlık gücü, gerekli krediyi sağlayabilme gibi özellikler gelmektedir⁵. İşletme sahibine ilişkin özelliklerde niteliksel kriterlere girer. KOBİ'lerin büyük firmalarda olduğu gibi farklı konulara odaklanmış bölümleri genellikle bulunmaz. Örneğin; finansmana ait konular mali işler, idari işler ve muhasebe bölümleri tarafından yürütülebildiği gibi işletme sahibi tarafından da yürütülebilir. Bu durumla birlikte KOBİ'lere uygulanan krediler yüksek maliyetli olmakla beraber işletmenin performansından çok işletmenin sahibinin gösterebileceği teminatlar dikkate alınır.⁶

Diğer yandan işletmenin iflası durumunda işletme sahibi tüm varlığı ile sorumlu olacağından, işletme sahibinin yatırım planlaması yapamamasına ve kredi kullanımında tereddütlerine yol açmaktadır. KOBİ'lerde genellikle aile bireyleri işletmede fiilen çalışır. İşletme sahibi aynı zamanda yönetici olarak belirli bir risk üstlenmekte bu da işletme sahibinin işletmesi ile büyük işletmelerden farklı olarak, iş ilişkilerini objektif-rasyonel bir tabana oturtamamasına yol açmaktadır. Bu durum işletmenin yönetim ilkeleri ve yönetim felsefesini doğrudan etkileyerek KOBİ'lere girişimcilik işlevini kazandırarak girişimcilik niteliğini ön plana çıkarır.

Yukarıda değinildiği üzere, KOBİ'lerde işletme yönetimi, işletme mülkiyetinden kaynaklanan bir hakla işletme sahibi tarafından yürütülür. Bu nedenle yönetim

⁵ Türkoğlu Mustafa, **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Bölgesel Kalkınmada KOBİ Temelli Stratejiler**, Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 7 sayı 1, 2002, s.279

⁶ Tamer Müftüoğlu, **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Sorunlar Öneriler**, Ankara: Desen Ofset, Aralık 1993, s.45

sürekli arz eder ve büyük işletmelerdeki gibi profesyonel yöneticilerden farklı olarak sermaye sahiplerinin veya başka kurul ve organların denetiminde değildir.⁷ Bu yönetim yapısı ile büyük işletmelerdeki hiyerarşi yerini esnekliğe bırakır ve merkezi bir yönetime olanak sağlar. Bu esneklik, bürokratik mekanizmaların çok uzağında olduğu için kararların alınma sürecinde zamandan tasarruf sağlar.

KOBİ'lerin finansman işlevine ilişkin niteliksel kriterlerinin başında finans işleri gelmekte ve bu işleri genellikle muhasebe elemanları veya idari-mali işler departmanları tarafından idare edilmektedir. Bu durum işletmelerde en uygun finansal kararların verilmesi, uygulanması ve sonuçların değerlendirilmesi ve gelecekte daha etkin finansal düzenlemelere gidilmesini zorlaştırabilir. Ayrıca bu faktörler küçük ve orta ölçekli işletmeleri kredi temininde daha olumsuz bir konuma sokabilir. Çünkü büyük hacimde kredi talep eden büyük işletmelerin kredilendirilme maliyetleri KOBİ'lere kıyasla daha düşük olmaktadır. Diğer yandan büyük şirketlerle kıyaslandığında sermaye yoğunluğu daha düşük olan KOBİ'ler oto finansman bakımından da zor durumdadırlar. Bunun nedeni KOBİ'lerin sermaye yoğun teknolojiler yerine emek yoğun teknolojileri kullanmaları, böylelikle sabit varlıklar üzerinden ayrılan amortisman miktarının KOBİ'lerde yetersiz seviyede kalmasıdır.⁸ Böylelikle KOBİ'ler sermaye yoğun teknoloji yoksunluğu nedeniyle düşük amortisman değeri olması ve ölçek ekonomilerinden yararlanamaması nedeniyle rekabet edilebilirliği olumsuz etkilenecek, bunun sonucunda yığın üretimde bulunamaması nedeniyle yüksek üretim maliyeti ile karşılaşarak düşük karların ortaya çıkması gündeme gelecektir. Bu durum, düşük karlarda bile ödeyeceği vergilerin yüksek seviyede olacağına bir göstergesi olabilir. Çünkü KOBİ'lerin teknoloji yoğun olmamaları ölçek ekonomisinden yararlanamamalarını ortaya koyduğu gibi bunun sonucunda amortisman giderlerinin düşük olması nedeniyle daha fazla vergi ödemelerine dolayısıyla da oto finansman imkanlarının daralmasına yol açacaktır.

⁷ Tamer Müftüoğlu, a.g.e., s. 51

⁸ İdil Özlem Koç, **Türk KOBİ'leri Bugünü ve Geleceği**, İstanbul: Arıkan Basım , Şubat 2008, s. 5

Küçük ve Orta ölçekli işletmelerin pazarlama işlevine ilişkin niteliksel kriterleri arasında işletmelerin pazarlama araçları önemli bir konu olup dikkatle ele alınmalıdır. Reklam, satış sonrası hizmetler, kredili satış gibi pazarlama araçlarının ekonomik olarak kullanımı bu işletmelerin faaliyet hacmini aşan boyutlara ulaşmaktadır. Bilindiği üzere düzenli bir pazar araştırmasının yapılmaması geleceğe yönelik taleplerin bilinmemesine ve daha dar bir alanda faaliyetlerine devam etmesine sebep olur. Bu sınırlı pazar payı içerisinde büyük şirketlerin girmesi ise küçük ve orta ölçekli bir şirketin tekeli konumunu değiştirerek onları baş edemeyecekleri bir rekabetçi ortama sürükler. Buradan çıkarılacak sonuç ise KOBİ'lerin pazarlama araçlarından yeterince yararlanamadığı olacaktır.

KOBİ'lerin tedarik işlevine ilişkin niteliksel kriterlerin içinde sipariş hacmi ise incelenebilecek bir diğer konudur. Sipariş hacmi KOBİ'lerde daha küçük boyutlu olduğu için, dolayısıyla daha az fiyat indirimi sağlanabilmektedir. Bu durum birim mamul maliyetini olumsuz etkilemektedir. Tersine bir durumda ise büyük hacimli siparişlerde stok maliyetleri artmaktadır. Genellikle KOBİ'ler siparişe göre üretim yapma modelini benimsedikleri için uzun vadeli malzeme tedariki yapamazlar, istenilen malzemenin istenilen zamanda ve istenilen miktarda karşılanamaması nedeniyle işletmenin rekabet gücü önemli ölçüde azalacaktır.⁹

KOBİ'lerin üretim işlevine ilişkin niteliksel kriterlerinin başında atölye tipi üretim tarzı gelmektedir. Günümüzde kitle üretim tarzı geçerli iken küçük ve orta ölçekli işletmelerde emek yoğun üretim teknikleri daha yaygındır ki bu da mekanizasyon ve otomasyon derecelerinin düşük olmasının bir sonucudur. İşbölümünün az olması çalışan işçinin sadece kendi yaptığı iş ile ilgili değil aynı zamanda siparişin kendisi ile de ilgilidir. Büyük işletmelerde rekabet üstünlüklerinin başında fiyat ve kalite gelmesine

⁹ Tamer Müftüoğlu, a.g.e., s. 65

rağmen, küçük ve orta ölçekli işletmelerde rekabet gücü daha ziyade teslim tarihinin çabuklaştırılması, sipariş verenin özel şartlarının dikkate alınması ve isteklere uyum sağlayabilme gibi konulardadır. Bu yüzden KOBİ'lerde esneklik önemli bir özelliktir.¹⁰

1.2.2. KOBİ'lerin Niceliksel Kriterleri

Küçük ve Orta ölçekli işletmelerin belirlenmesinde, özellikle işletme iktisadında başvurulmuş nicel kriterler çok çeşitlidir. Bunların başında çalıştırılan işçi sayısı, belli bir dönemde kullanılan elektrik miktarı, işletme sermayesi tutarı, yapılan satışların miktarı gibi kriterler gelmektedir. Bu ana başlıkların yanı sıra işgücünün toplam iş zamanı fonu (çalışma süresi), ücret toplamı veya işgücü maliyeti toplamı, sabit varlıkların miktarı, sabit varlıkların değeri, makina sayısı, makinelerin iş zamanı fonu toplamı, yıllık amortisman tutarı, kullanılan alan, kullanılan hacim, kullanılan malzeme miktarı, malzeme maliyeti, kullanılan enerji miktarı, enerji maliyeti, toplam çevirici güç, toplam sermaye, öz sermaye, çalışma (işletme) sermayesi, sabit sermaye, is istasyonu sayısı, sipariş sayısı, sipariş tutarı (değeri), işletme kapasitesi, kapasite kullanım derecesi, vardiya sayısı, üretim derinliği (üretim aşamaları sayısı), satış tutarı, kar hacmi, katma değer, ödenen vergi tutarı, net servet, piyasa payı, ihracat/satış tutarı oranını sayabiliriz.¹¹

Türkiye'de KOBİ tanımlamasında genellikle nicel kriterler kullanılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde kullanılan KOBİ tanımlamasının yanında nicel kriterlerin yanında nitel kriterlerde kullanılmaktadır. Bu sebeple gelişmiş ülkelerde KOBİ olarak tanımlanan şirketler, gelişmekte olan ülkelerde büyük şirket olarak tanımlanabilmektedir.¹²

¹⁰ Tahir Akgemci, ‘‘KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler’’, KOSGEB, Ankara, 2001 s.27

¹¹ Tamer Müftüoğlu, a.g.e., s. 75

¹² Durman Mustafa ve Önder Hüseyin, **Ekonominin Minik Devi KOBİ'ler ve KOSGEB Teşvikleri**, İstanbul: Alfa Akademi, 2006, s. 4

KOBİ'leri büyük ölçekli işletmelerden ayıran yukarıdaki özelliklerin yanında, KOBİ'lerin güçlü ve zayıf yönleri, önlerindeki fırsatlar ve KOBİ'lere yönelik tehditlerde aşağıda incelenmiştir.

1.2.3. KOBİ'lerin Güçlü Yönleri

İşsizliğin azaltılması ve yeni istihdam alanlarının yaratılmasında oynadıkları rolleri, dengeli ekonomik ve sosyal kalkınmanın sağlanması ve sürdürülmesine yaptıkları olumlu katkıları ve piyasa koşullarında meydana gelen değişimlere hızlı uyum sağlayabilen esnek bir üretim yapısına sahip olmaları, KOBİ'leri günümüz dünyasında daha önemli bir konuma getirmektedir.

KOBİ'ler temel bazı özellikleri kullanarak büyük işletmelere kıyasla üstünlük sağlayabilmektedirler. KOBİ'lerin büyük işletmelere oranla üstün olan yönlerini aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.¹³

- KOBİ'ler, yığın üretimde bulunmadıkları ve stoklamaya gitmedikleri için talep değişikliklerine daha hızlı uyum sağlamaktadırlar. Bunda, sabit varlıklara olan yatırımların az olması önemli rol oynamaktadır. Bu anlamda esnekliklerinin fazla olduğu söylenebilir,
- Gelir dağılımını olumlu yönde etkilemektedirler.¹⁴ Bir bölgede, bir alanda yoğunlaşmış ya da yoğunlaşmamış birçok işletme kurulabilmektedir. Bu tür KOBİ'ler arasında yöresel olarak faaliyet gösteren işletmeler olabileceği gibi ulusal ya da

¹³ MUCUK, İ., **Modern İşletmecilik**, 8. Basım, Turkmen Kitabevi, İstanbul, 1998,s.104

¹⁴ Adnan Çelik, Tahir Akgemci, **Girişimcilik Kültürü ve KOBİ'ler: Girişimcilik Kültürü, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Yeni Stratejiler Karşısında KOBİ'ler**, Ankara, Nobel Yayını, No: 45, 1998, s. 94-95.

uluslararası faaliyet gösteren işletmelerde bulunabilmektedir. Bu da ülkedeki bölgeler arası adil gelir dağılımına katkı sağlamaktadır.¹⁵

-Sınırlı bir müşteri çevresi olduğundan, müşterilerle ilişkileri iyi ve kişisel ilişkilerin geliştirilmesi daha kolay olmaktadır. Benzer bir şekilde işçi-işveren ilişkisi daha yakın olup, biçimsel bir iletişim sistemi söz konusu değildir,

-Siparişe dayalı bir çalışma sergiledikleri için müşterilere özel değişiklikler yapma imkânları fazladır. Standardizasyon yerine özel ihtiyaçları daha kolay karşılarlar,

- Küçük sermaye söz konusu olduğundan daha kolay kurulurlar,

-Sermaye yoğun olmayıp, emek yoğun çalışmaları söz konusudur. Sınırlı sayıda personel çalıştırdıklarından, bunların kontrolü büyük işletmelere kıyasla daha kolaydır,

- İnsan ilişkilerinin önemli olduğu durumlarda (hizmet sektörü) daha etkindirler,

-Büyük işletmeler tarafından cazip bulunmayan küçük pazar birimlerini hedef olarak kabul edip bu alanlarda daha yüksek karlılığa ulaşabilirler,

-Mülkiyet ve yönetimde bağımsızlık söz konusu olduğundan, yönetimde çoğunlukla “sahip-yönetici” anlayışı vardır. Dolayısı ile bürokratik işlemler daha az olduğundan karar verme daha hızlı ve pazar fırsatlarını yakalama daha kolay olmaktadır.

20. Yüzyılın ilk yarısında işletmelerin giderek büyümeleri nedeniyle, KOBİ'lerin yaşamlarına devam edemeyecekleri düşüncesi gündeme gelmişti. Ancak günümüzde KOBİ'ler ortadan kalkmamış, aksine 1970'li yıllardan itibaren teknolojinin gelişmesi, kişi ve toplumlardaki bağımsızlık eğiliminin artması ve bilgi toplumuna geçiş gibi nedenlerden dolayı daha önemli hale gelmiş bulunmaktadır.¹⁶

¹⁵ Kemalettin Çonkar, Şuayip Özdemir, **KOBİ Girişimcileri için Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi**, İstanbul, ITO Yayınları, No: 2009-27, 2009, s.24

¹⁶ Tahir Akgemci, **Kobi'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, KOSGEB, Ankara, 2001 s.11

Devlet Planlama Teşkilatının ‘‘KOBİ Özel İhtisas Komisyonu Raporu’’¹⁷nda Türkiye’deki KOBİ’lerin GZFT (Swot) analizi sonuçları yer almaktadır. Buna göre KOBİ’lerin güçlü yanlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- İstihdamın olumlu bir unsuru olup işsizlik sorununa çözümde önemli rol oynamaktadır.
 - Bölgesel kalkınmaya katkı sağlamaktadır.
 - Yenilik, atılım ve girişimcilik için istek duymaktadırlar.
 - Ekonomik boyuttaki değişikliklere kolay uyum sağlayabilmektedirler.
 - Hızlı ve değişime uyum sağlayabilecek esnek yapıları vardır.
 - KOBİ’ler dinamik yapısıyla ülke ekonomisi için dinamizm kaynağıdır.
 - Başarma ve kazanmaya yönelmiş girişimciler bulunmaktadır.
 - Girişimcilik zihniyeti gelişmektedir.
 - Girişimcilik kapasitelerinin yüksek olması nedeniyle uluslararası rekabet koşullarına uyumda azimli ve isteklidirler.
 - İşletmelerin yüksek öz sermaye oranı ile çalışması, onları finansal krizlere daha az duyarlı hale getirmektedir.
 - KOBİ’lerin sayısal açıdan fazlalığı, riskin dağılımı ve girişimciliğin gelişimi açısından olumludur.
 - KOBİ girişimcileri, üreticilik, dış piyasalara açılarak rekabet etme ve bunun için gereken enformasyona sahip olma konularında kendisine güvenmektedir.
 - Yatırım üretkenliği yüksektir.
- Yapıları itibari ile çokuluslu şirketlere ve büyük şirketlere nazaran kendilerine avantaj sağlayan unsurların yanı sıra KOBİ’lerin zayıf yönleri de mevcuttur.

¹⁷ DTP 9. Kalkınma Planı, 2007-20013 KOBİ Özel İhtisas Komisyonu Raporu

1.2.4. KOBİ'lerin Zayıf Yönleri ve Karşılaştıkları Zorluklar

Günümüzde birçok ülkede küçük ve orta ölçekli işletmeler ekonominin temelini oluşturmaktadır. KOBİ'ler ekonomik açıdan büyük önem taşımalarına rağmen bu şirketlerin gelişmelerinde bazı engeller söz konusudur. KOBİ'lerin teknoloji kullanma, Ar-Ge ve yeni ürün / yenilik konularında bilinç ve birikim eksikliği vardır, bu yüzden bilişim teknolojilerinin getirdiği imkânlardan yararlanma düzeyi düşük olup, kredilerden yeterince yararlanılamamaktadırlar. Ayrıca teminat, garanti ve kefalet vermeler zordur, finansman kaynakları da yetersizdir. Bunların yanında ileri teknolojik yatırımlar için kaynak eksikliği bulunmakta, modern pazarlama tekniklerini kullanamamaktadırlar. Kalite ve markalaşma konusunda ise çok yetersiz durumdadırlar. KOBİ yönetici ve çalışanlarının eğitim seviyesi ve kalitesi istenilen düzeyde değildir, bu yüzden yönetsel becerileri düşüktür. KOBİ'lerde kayıt dışılıkta yaygın olup bu yüzden yeterince kurumsallaşamamaktadır.¹⁸

Aşağıda yer alan Tablo 1.2'ye bakıldığında, Türkiye'deki toplam işletmelerin % 80.6'sının ferdi mülkiyet, %13.6'sının limitet şirket, %2'sinin ise anonim şirket olduğu görülmektedir.

¹⁸ İbrahim Halil Ekşi, "Finansal Krizlerin KOBİ'ler Üzerinde Etkileri ve Başarılı Başarısız KOBİ'lerin Kriz Dönemi Stratejileri" (Doktora tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, 2007) ss.60-64

Tablo: 1.2 İşletmelerin Türlerine Göre Dağılımı

Hukuki Durum	Dağılımı(%)
Ferdi Mülkiyet	%80.6
Limited Şirket	%13.6
Anonim Şirket	%2.0
Adi Ortaklık	%1.7
Kooperatif	%0.8
Kolektif Şirket	%0.2
Diğer	%1.1

Kaynak: TUIK, 2002

Ferdi mülkiyetlerin oranının çok yüksek olması, şirket sahibinin yönetimden pazarlama, finans ve üretime kadar tüm konularda hakimiyetinin bir göstergesidir. Ülkemizdeki KOBİ'lerin çoğunluğunun şahıs şirketi şeklinde yapılmış olmaları kurumsallaşmalarının önündeki en önemli engellerden biri olduğu söylenebilir.

Bu sayılan olumsuzluklar hemen hemen tüm ülkelerde mevcuttur ve sonuçları KOBİ'lere yönelik tehditler olarak ortaya çıkmaktadır.

1.2.5. KOBİ'lere Yönelik Tehditler

KOBİ'lere yönelik tehditler olarak devlet politikaları, finansman, pazarlama, teknoloji ve kurumsal yönetim karşımıza çıkmaktadır. Tüm dünyada küreselleşmenin de etkileri ile ekonomik belirsizlikler KOBİ'leri olumsuz etkilemekte, KOBİ'lere yönelik politikaların uygulanması yetersiz kalmaktadır. Ayrıca sektörlerin yurtdışı tanıtımı yetersizdir. Türkiye açısından AB rekabet ortamına KOBİ'lerin yeterince hazırlanamaması bu işletmeleri olumsuz etkilemektedir. Bunun yanı sıra girişimciliği

destekleyecek bir yatırım ortamının bulunmaması ve sorunların çözümüne yönelik olarak, iç ve dış pazar araştırmalarının düzenli olarak yapılamaması KOBİ'lere yönelik tehditler olarak algılanmaktadır.¹⁹ Tüm bu olumsuzluklar ve KOBİ'lere yönelik tehditlerin yanı sıra istihdam yaratan ve bölgesel kalkınmada önemli bir payı olan KOBİ'lerin ülke ekonomileri içindeki önemli payları bu şirketlerin önlerine fırsat olarak çıkmaktadır.

1.2.6. KOBİ'lerin Önündeki Fırsatlar

KOBİ'lerin dengeli ekonomik ve sosyal kalkınmanın sağlanması ve sürdürülebilmesine yaptıkları olumlu katkıları, işsizliğin azaltılması ve yeni istihdam alanlarının yaratılmasında oynadıkları rolleri ve piyasa koşullarında meydana gelen değişimlere hızlı uyum sağlayabilen esnek bir üretim yapısına sahip olmaları, onları günümüz dünyasında daha da önemli bir konuma getirmektedir. Taşıdıkları önem dolayısıyla başta gelişmiş ülkeler olmak üzere bütün ülkeler KOBİ'lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunması için uygun ortamı hazırlayacak politikalar geliştirmekte ve uygulamaktadırlar.²⁰

OECD verilerine göre 2008 yılında Türkiye ve dünya ülkelerinde Ar-Ge faaliyetlerine ayrılan kaynakların GSYİH içindeki payı; İsrail'de %4.98, İsveç'te %3.78, Japonya'da %3.44, ABD'de %1.76, AB ülkelerinde ortalama %1.89 iken, bu pay Türkiye'de %0.8 civarındadır. 2009 yılı Ekim ayında yapılmış olan TOBB- ABİGEM Kızılcahamam Toplantısında Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından AR-Ge faaliyetlerine ayrılan kaynakların GSYİH içindeki payının Türkiye'de 2012 yılında %2 ye çıkartılmasının

¹⁹ Mehmet Cansız, "Türkiye'de KOBİ'ler ve KOSGEB" DTP Uzmanlık Tezi, Ankara, s.45

²⁰ KOBİ Rehberi, TOBB Genel Yayın No: 359, Yorum Matbacılık, Nisan 2002, s.20

hedeflendiği açıklanmıştır.²¹ Bu açıklamaların ışığında KOBİ'lerin önündeki fırsatları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- KOBİ'lerin ekonomideki öneminin bilincine varılmıştır.
- Pek çok platformda KOBİ konusu tartışılmaktadır.
- AB pazarları KOBİ'lere yeni fırsatlar sunmaktadır. Bununla ilgili olarak AB'de, 2007–2013 yıllarını kapsayan dönem için tüm katılım öncesi mali yardım programları IPA (Instrument for Pre-Accession Assistance) adı altında tek bir program altında birleştirilmiştir ve bu programdan Türk KOBİ'lerinin 700 bin ila 1 milyon Avro tutarında proje desteği alacağı kesinleştirilmiştir.²²
- Devlet, tüm kurumlarıyla KOBİ'lere sahip çıkmaktadır.
- Fikri ve sınai mülkiyet hakları mevzuatı ve teknik alt yapısı oluşturulmuştur.
- Türkiye'de çoğu sektörde eksikliği hissedilen strateji ve eylem planı yaklaşımı devlet tarafından benimsenmiştir.
- Makroekonomik göstergelerde iyileşme uzun vadede avantaj sağlamaktadır.
- Revize edilen ve 2007–2009 dönemine yönelik olarak hazırlanan KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı'nın uygulanması ile KOBİ'lerin verimliliklerinin, istihdama katkılarının, katma değer içindeki paylarının ve uluslararası rekabet güçlerinin artırılması hedeflenmektedir.

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 dinamosu olarak tanımlanmaktadır.²³ Ülke ekonomileri için KOBİ'ler vazgeçilmez aktörlerdir, bu kapsamda KOBİ'lerin gelişmiş ülkeler ve Türkiye açısından tanımını yapmak ve KOBİ'lere yönelik teşviklerden bahsetmek gereklidir.

²¹ <http://www.abigem.org/TR/Ana/Default.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF4376734BED947CDE> (11 Kasım 2009)

²² http://www.musiad.org.tr/abbulteni/musiad_turkiye_ab_bulteni_19.pdf (11 Kasım 2009)

²³ Ankara Ticaret Odası, *Basel II "KOBİ'lerin Kredi Riski ve Değerlendirilmesi"*, Yorum Basın Yayın Sanayi Ltd. Şti., Ankara, 15 Ocak 2007, s. 40

1.3. Dünyada KOBİ Temel Göstergeleri

KOBİ'ler daha önce açıklandığı üzere, hem sayı hem istihdam açısından dünya ve AB üyesi ülkelerin ekonomileri için özel önem ifade etmektedirler. Ülke ekonomisi açısından taşıdıkları önemi; öncelikli olarak istihdam artışının emek-yoğun teknoloji ile sağlanması, aynı zamanda talep değişikliklerine kolay uyum, hammadde ve yarı mamul üretiminde bulunarak büyük işletmelerin gelişimine olumlu katkı ve rekabet ortamı yaratma olarak özetleyebiliriz.²⁴

Tablo:1.3 Bazı Gelişmiş Ülke Ekonomilerinde KOBİ'ler

Ülke Adı	Tüm İşletmeler İçindeki pay,%	Toplam	Toplam	Yaratılan	Toplam	Toplam Krediler İçindeki Pay,%
		İstihdam içindeki Pay,%	Yatırımdaki Pay,%	Katma Değerdeki Pay,%	İhracat İçindeki Pay,%	
ABD	99,7	56,6	38,0	43,0	32,0	42,7
ALMANYA	99,0	64,0	44,0	49,0	31,0	35,0
JAPONYA	99,4	81,4	40,0	52,0	38,0	50,0
FRANSA	99,8	63,1	46,0	53,2	23,2	29,0
İNGİLTERE	98,8	36,0	29,5	25,1	22,2	27,2
İTALYA	98,0	83,0	52,0	47,0	-	-
HOLLANDA	98,0	57,0	45,0	32,0	38,0	-
TÜRKİYE	99,89	76,7	26,5	38,0	8,0-10,0	25

Kaynak: Mustafa Aykaç, Zeki Parlak ve Süleyman Özdemir, *Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye'de KOBİ'ler*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, 2008-24 s.154

Tablo 1.3'te, bazı gelişmiş ülke ekonomilerindeki KOBİ'lerin tüm işletmeler içindeki payını, toplam istihdam içindeki oranlarını, yatırımlardaki rollerini ve sayısal olarak üstünlüklerini görebiliriz. İlgili oranlar dikkatle incelendiğinde KOBİ'lerin bir ülke ekonomisi için ne kadar önemli ve vazgeçilmez oldukları açıkça görülebilecektir. Tablo

²⁴ Nalan Gürel, 'İstihdam Açısından KOBİ'ler'' Finans Politik&Ekonomik Yorumlar, Sayı493, Nisan 2005, s.80

1.3'e göre, Türkiye dahil diğer gelişmiş 7 ülkedeki tüm işletmeler içindeki KOBİ payının %98'in altında olmadığı saptanmıştır.²⁵

Aynı şekilde bu işletmelerde çalışanların sayısının toplam çalışanların sayısına oranlandığında yine KOBİ'lerin üstünlüğü göze çarpmaktadır. En yüksek oranın %83 ile İtalya ve %81,4 ile Japonya'da, en düşük çalışan oranının ise %36 ile İngiltere'de olduğu görülmektedir. Türkiye'nin sahip olduğu %76,7'lik istihdam oranı da yüksek oranlı ülkeler kategorisi içinde yer almaktadır.

KOBİ'lerin toplam yatırımlar, katma değer, ihracat ve krediler içindeki payları ele alındığında, bu durumda üstünlüğün büyük ölçekli işletmeler lehine değiştiği görülmektedir. Sayı bakımından %1 ve %2 gibi az olan büyük işletmelerin söz konusu alanlarda daha çok öne çıktığı anlaşılmaktadır. Toplam yatırımlar içinde KOBİ'lerin yatırımlarının en yüksek olduğu ülke İtalya (%52) ve bunu takiben %46 ile Fransa, %45 ile Hollanda ve %44 ile Almanya takip etmektedir. İngiltere (%29,5) ve Türkiye (%26,5) ise, toplam yatırımlar bakımından en düşük rakama sahip olan ülkelerdir.

Yaratılan katma değer açısından ülkelere baktığımızda, Fransa (%53,2), Japonya (%52) ve Almanya'nın (%49) toplam katma değer içinde önemli bir payı KOBİ'ler sayesinde yarattığı, İngiltere'nin ise %25,1'lik oran ile geride kaldığı görülmektedir. Türkiye'de ise bu oran %38'dir.

KOBİ'lerin performansında, ihracat oranlarına bakılacak olursa, ihracatın toplam ihracata oranının en yüksek olduğu ülke %38 ile Japonya ve Hollanda'dır. İngiltere (%22,2) ile Fransa (%23,2) ise bu konuda daha başarısızdır. Türkiye'de ise bu oran %8.0-10.0 arasında değişmekte olup yeterli bir düzeyde değildir.

²⁵ Mustafa Aykaç, Zeki Parlak ve Süleyman Özdemir, **Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye'de KOBİ'ler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, 2008-24 s.154

Son olarak, KOBİ'lerin çeşitli ülkelerde toplam kredilerde aldıkları pay incelendiğinde, en düşük oranın %27,2 ile İngiltere'de en iyi oranın ise %50 Japonya ve %42,7 ile ABD'nde olduğu görülecektir. Türkiye'de KOBİ'lerin toplam kredilerden aldığı pay ile ilgili rakamlar ise %28,3 olup geçmiş yıllara kıyasla daha yüksektir.²⁶

Tablo 1.4'te ise bazı gelişmekte olan ülke ekonomilerinde KOBİ'lerin aldığı payları görebiliriz. Bu tablodan anlaşılacağı üzere, KOBİ'lerin ekonomik ve sosyal yaşamda bu ülkeler içinde büyük bir rolü bulunmaktadır.²⁷ Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerdeki oranlar kıyaslandığında, KOBİ'lerin gelişmiş ülkeler kadar bu ülkelerde de ekonomik ve sosyal yönden oldukça önemli pay sahibi oldukları ifade edilebilir. Ekonomi içinde küçük ve orta boy işletmelerin oranı hemen hemen tüm ülkelerde yüksektir. Aynı zamanda bu işletmelerin bu ülkelerde istihdama olan katkıları da Singapur hariç (%44) birbirine yakındır. Bu ülkelerin hem yaratılan katma değer içindeki payları, hem de ihracat içindeki payları KOBİ'lerin önemini gelişmekte olan ülkeler açısından da vurgulamaktadır. Ancak bu ülkelerde KOBİ'lerin toplam yatırımlar içindeki payları ve toplam krediler içindeki payları gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, gelişmekte olan ülkelerdeki oranların daha düşük olduğu açıkça görülebilecektir.

²⁶ Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı;Ekonomik ve Finansal Göstergeler,Haziran 2008, Ankara,s:6

²⁷ Ercan, Metin Kamil;Kobi Borsaları,Bandırma, Kobi Zirvesi (16 Haziran 2009)
<http://w3.gazi.edu.tr/web/mkercan/kobiborsaları.pdf.22.05.2005.Bandırma>

Tablo 1.4: Bazı Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerindeki KOBİ'lerin Yeri

Ülke Adı	Tüm İşletmeler İçindeki pay.%	Toplam	Toplam	Yaratılan	Toplam	Toplam Krediler İçindeki Pay,%
		İstihdam İçindeki Pay	Yatırımdaki Pay,%	Katma Değerdeki Pay,%	İhracat İçindeki Pay,%	
Hindistan	98,6	63,2	27,8	50.0	40.0	15,3
G.Kore	98,8	59.0	35.0	35.0	20.0	47.0
Tayland	98.0	64.0	-	47.0	50.0	-
Singapur	97.0	44.0	27.0	43.0	10.0	27.0
Türkiye	99,89	76,7	26,5	38.0	8.0-10.0	25.0

Kaynak: Metin Kamil Ercan, *KOBİ Borsaları*, Bandırma, 22 Mayıs 2005

Sonuç olarak gerek Tablo 1.3 ve gerekse Tablo 1.4'e göre KOBİ'lerin ülkeler içinde sosyal ve ekonomik üstünlükleri ve önemlerinin bulunduğu tartışılmazdır. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de KOBİ'ler ile ilgili politikaların ve gelişmelerin ekonomik büyüme ve kalkınmanın önemli temellerini oluşturacağı oldukça açıktır.

1.4. Avrupa Birliği'nde KOBİ'lere Yönelik Finansal Teşvikler

Avrupa Birliği'nde KOBİ'ler ile ilgili faaliyetlere bakıldığında en önemli gelişmelerin Brüksel'de 2005 yılının Şubat ayında toplanan Avrupa Birliği Komisyonun Delege Raporunda ele alındığı görülmektedir. Bu raporda Avrupa Birliği'nin küçük ve orta ölçekli işletmelerine sağladıkları finansal yardımlar açıklanmış, vergi indirimleri ve teşviklerinin yanı sıra finansal konularda da KOBİ'lerin desteklenmeleri gerekliliği üzerinde durulmuştur. 2004 yılının Haziran ayında toplanan komisyon raporunda ²⁸

²⁸ "Financial Services: Turning the Corner – Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration", 2.6.2004. (28 Temmuz 2009)

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

tüm Avrupa Birliği sınırları için Onuncu Finansal Yardımlar Aksiyon Planı (FSAP) oluşturulmuş idi. Bu planda Avrupa Birliği sınırları içinde entegre ve verimli Avrupa Birliği sermaye piyasaları oluşturmak amaç olarak belirlenmiş ve 2005 yılında yayınlanan raporda bu amaçlara hukuki boyutlar kazandırılmıştır. Komisyon bu raporda entegre ve verimli finansal pazarların oluşumundaki engelleri ele almış ve KOBİ'ler için kredilerin geri ödenmesindeki yeni hukuki çerçeve için danışmanlık hizmetini de üstlenmiştir. Bu yeni hukuki çerçeve ulusal pazar dışında da KOBİ'lerin ticaretini artırmak ve sınır ötesi ticaretlerinde maliyetlerini düşürme konularında da danışmanlık görevini üstlenmiştir.²⁹

Bu raporda KOBİ'lerin banka kredilerinden daha çok faydalanabilmesi ve uzun dönemli, düşük maliyetli krediye ulaşabilmesi amaçlı 2003 yılı sonunda Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından 48 aracı kurum ile imzalanan KOBİ Kredi Garanti Fonu projesinin de değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu rapora göre 2003 yılında KOBİ Kredi garanti Fonunu toplamı 308 milyon Euro değerindedir. Bu fondan 2003 yılında toplam 166,279 adet KOBİ faydalanmıştır. Bu olanaktan faydalanan KOBİ'lerin %93'ü en fazla 10 işçi çalıştıran şirketler, %97'si ise 50 kişiye kadar istihdam sağlayan firmalardır. Özellikle küçük işletmelerin bu olanaktan faydalanmış olması küçük işletmeler açısından finansal taleplerinin karşılanmasında oldukça fayda sağladığı görülmektedir.³⁰

Avrupa Yatırım Bankası (EIB) adına Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından yönetilen Avrupa Teknoloji Hizmetleri (ETF), KOBİ'ler için risk sermayesi ve girişim sermayesi fonları oluşturmakla yükümlüdür. Avrupa Teknoloji Hizmetlerinin oluşturduğu

²⁹ "Communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a New Legal Framework for Payments in the Internal Market (Consultative Document)", COM(2003) 718 final, 2.12.2003. (28 Temmuz 2009)

http://europa.eu.int/comm/internal_market/payments/framework/index_en.htm

³⁰ Commission of the European Communities, *The Activities of the European Union for Small and Medium Sized Enterprises (SME's) SME Envoy Report*, Brussels, 8.2.2005, s.22-24 (28 Temmuz 2009)

http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/sme_envoy/archive/pdf/sec_2005_170_en.pdf

Başlangıç Dönemi Sermaye Planı ile Avrupa yatırım Fonu 2003 yılı sonunda 21 girişim sermayesi ile kuruluş aşamasındaki KOBİ'lere girişim sermayesi fonuna risk sermayesi sağlamayı amaçlayan bir anlaşma yapmıştır. Bu anlaşma 126 milyon Euro değerindedir ki bir sonraki yıl 602 milyon Euro değerine ulaşmıştır.

2003 yılı sonunda Avrupa Komisyonu, KOBİ'ler için AB ülkeleri ile ortak girişimi destekleyen Ortak Girişim Planı'nı yürürlüğe koymuş ve ilk etapta 286 adet başvuru almış, aralarından 220 tanesi onaylanmış ve 2005 yılına gelindiğinde sadece 37 şirket birleşmesi olduğu rapor edilmiştir.³¹

1.5. KOBİ'lerin Türk Sanayisindeki Yeri ve Örgütlenmeleri

KOBİ'ler, bütün dünyada olduğu gibi, Türkiye'de ekonominin en hayati organlarıdır. KOBİ'lerin sayısı ve ekonomideki ağırlığı konusunda genel olarak kullanılan bilgiler, Devlet İstatistik Enstitüsü'nün verilerine dayanmaktadır. Tablo 1.6'da, Türkiye'deki işletmelerin % 99,89'unun KOBİ olduğu görülmektedir. Bu işletmeler; ekonomiye dinamizm ve rekabetçi bir boyut kazandırarak piyasa mekanizmasının etkinliğini artırma, sürdürülebilir kalkınmayı sağlama, istihdam yaratma, bölgesel sosyo-ekonomik dengesizliklerini giderme ve kalkınmayı tabana yayma gibi önemli işlevleri ile Türk ekonomisinin temel dinamiğini oluşturmaktadır. Ayrıca, bugün KOBİ'ler imalat sanayiinin %99,60'ını oluşturmakta ve toplam istihdamın %79,37'sini sağlamaktadır. İmalat sanayiindeki istihdamın ise, %68,74'ü küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinde yer almaktadır.³²

³¹ A,g,e

³² Gülten Eren Gümüştekin, **KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Kütahya Seramik Sanayi Örneği**, *Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2005, Cilt 6, Sayı 1, s.73

Türkiye İstatistik Kurumu'nun 10 yılda bir düzenlediği Genel İşyeri Sayımı 2002 sonuçlarına göre, Türkiye'de 2002 yılında 1.720.598 adet işletme faaliyet göstermekte ve bu işletmelerde toplam 6.325.036 kişi istihdam edilmekte iken bu sayılar 2006 yılı itibari ile Tablo 1.5'te görüldüğü gibi 2.473.841'ye, istihdam içinse Tablo 1.6'da görüldüğü gibi 9.419.976 rakamlarına ulaşmıştır. 2006 yılında KOBİ'lerin toplam sayısı 2.471.183'e, KOBİ'lerdeki istihdam ise 7.476.034'e ulaşmıştır.

Türkiye'de işletmelerin, önemli bir bölümü ticaret sektöründe (toptan ve perakende) yer almaktadır. KOBİ'lerin toplam işletmeler içindeki oranının %99,89 olduğu dikkate alındığında, KOBİ'ler için de bu oranın %99,98 olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 1.5: İşletmelerimizin Sektörel Dağılımı

	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%
Genel Toplam	1.740.353	100%	2.002.834	100%	2.393.578	100%	2.473.841	100%
Madencilik ve taşocakçılığı	1.710	0,10%	1.909	0,10%	2.532	0,11%	2.164	0,09%
İmalat	236.275	13,58%	281.029	14,03%	302.459	12,64%	309.841	12,52%
Elektrik, gaz, buhar ve sıcak	3.146	0,18%	3.134	0,16%	2.958	0,12%	2.915	0,12%
İnşaat	37.473	2,15%	43.855	2,19%	78.776	3,29%	94.138	3,81%
Toptan ve perakende	855.520	49,16%	967.960	48,33%	1.119.504	46,77%	1.132.558	45,78%
Oteller ve lokantalar	161.386	9,27%	187.017	9,34%	191.290	7,99%	207.496	8,39%
Ulaştırma, depolama ve	236.045	13,56%	274.061	13,68%	430.582	17,99%	429.554	17,36%
Gayrimenkul, kiralama ve iş	93.677	5,38%	109.967	5,49%	119.572	5,00%	137.529	5,56%
Eğitim	6.240	0,36%	7.307	0,36%	6.775	0,28%	7.643	0,31%
Sağlık işleri ve sosyal	32.101	1,84%	37.027	1,85%	36.882	1,54%	39.133	1,58%
Diğer sosyal, toplumsal ve	76.780	4,41%	89.568	4,47%	102.248	5,11%	110.870	4,48%

Kaynak: TÜİK 2006

Tablo 1.5'te görüldüğü gibi, imalat sanayi sektörünün 2006 yılı için KOBİ'ler içindeki toplam işletme sayısının %12,52'sini oluşturduğu, ticaret işletmelerinin ise (toptan ve perakende) %45,78 ile ilk sırada yer aldığı görülmektedir. İmalat sanayinde çalışanların sayısı 2.684.240 olup toplam çalışan sayısına oranı %28,50'dir. İmalat sanayisinin işletme sayısı, ticaret sektörünün (toptan ve perakende) neredeyse dörtte biri kadar olmasına rağmen, toptan ve perakende sektöründe çalışanların oranı toplam istihdam içindeki %31,97 oranı ile imalat sektöründeki istihdam oranına oldukça yakındır.

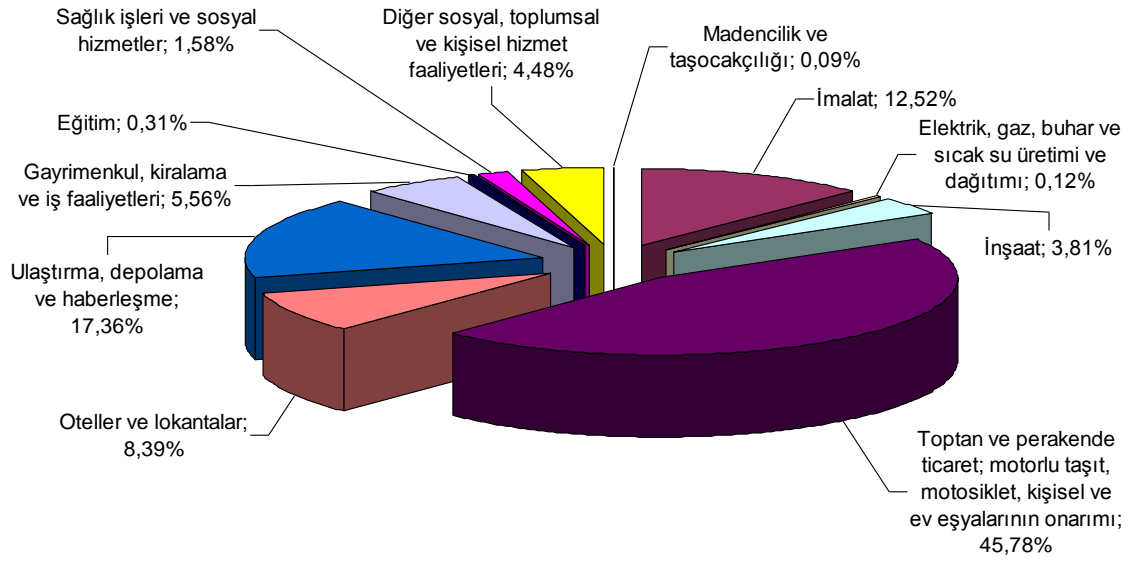
Tablo 1.6: KOBİ'lerin Toplam İşletmelerle Sayı Ve İstihdam Konusunda Karşılaştırılması

Sektörler	Toplam İşletmeler		Toplam İstihdam		Toplam KOBİ		KOBİ İstihdamı	
	Sayısı	Oranı	Sayısı	Oranı	Sayısı	Oranı	Sayısı	Oranı
Genel Toplam	2.473.841	100,00%	9 419 476	100,00%	2.471.183	99,89%	7.476.034	79,37%
Madencilik ve taş ocakçılığı	2.164	0,09%	93 956	1,00%	2.116	97,78%	46.312	49,29%
İmalat	309.841	12,52%	2 684 240	28,50%	308.614	99,60%	1.845.219	68,74%
Elektrik, gaz, buhar ve sıcak su üretimi ve dağıtımı	2.915	0,12%	97 377	1,03%	2.859	98,08%	-	-
İnşaat	94.138	3,81%	648 047	6,88%	93.932	99,78%	543.247	83,83%
Toptan ve perakende ticaret; motorlu taşıt, motosiklet, kişisel ve ev eşyalarının onarımı	1.132.558	45,78%	3 011 099	31,97%	1.132.309	99,98%	2.823.343	93,76%
Oteller ve lokantalar	207.496	8,39%	578 154	6,14%	207.351	99,93%	495.600	85,72%
Ulaştırma, depolama ve haberleşme	429.554	17,36%	1 039 525	11,04%	429.411	99,97%	795.155	76,49%
Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri	137.529	5,56%	753 644	8,00%	137.128	99,71%		
Eğitim	7.643	0,31%	143 151	1,52%	7.568	99,02%	107.922	75,39%
Sağlık işleri ve sosyal hizmetler	39.133	1,58%	156 746	1,66%	38.976	99,60%	125.502	80,07%
Diğer sosyal, toplumsal ve kişisel hizmet faaliyetleri	110.870	4,48%	213 537	2,27%	110.819	99,95%		

Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=30&ust_id=9 (20 Kasım 2009)

OECD'nin 2005 yılı raporuna göre Türkiye'de KOBİ'lerin ihracat içindeki payları %8 iken, yatırımlardaki payları ise %6,5 oranındadır.³³ Ülkemizdeki işletmelerin önemli bir bölümü küçük ve orta büyüklükte işletme kapsamında yer almakla birlikte, ülke ekonomisine katkılarının sayılarına oranla düşük olduğu söylenebilir.

Şekil 1.1: İşletmelerin Sektörel Dağılımı 2006



Kaynak: TUIK, 2006

Türk ekonomisinde bu derece önemli paylara sahip olan KOBİ'lerin ekonomik büyüme, rekabet edebilirlik ve istihdam yaratılmasının teşvik edilmesinde ve karşılaştıkları sorunları dikkate alarak rekabet edilebilirliklerinin güçlendirilmesinde çeşitli mekanizmalar uygulamaya konulmaktadır.

³³ OECD, 2005

Taşıdıkları önem dolayısıyla başta gelişmiş ülkeler olmak üzere hemen hemen bütün ülkeler KOBİ'lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunması için uygun ortamı hazırlayacak politikalar geliştirmekte ve uygulamaktadır.

KOBİ'lere yönelik olanakların varlığı konusunda bilgi paylaşımı ve KOBİ'lerin gelişimine katkı sağlayacak somut adımlar, 2007 yılında KOBİ'lere yönelik politikaların belirlendiği strateji kapsamında, bir Eylem Planı oluşturularak atılmıştır. Bu Eylem Planına göre KOBİ'lerin gelişmesi ve iyileştirilmesi amacıyla kamu ve özel sektör kuruluşlarına düşen görevler açık bir şekilde ifade edilmiş, ana strateji unsurları ve temel sorunlar çerçevesinde tespit edilen öncelikler doğrultusunda, yerel ve uluslararası kaynaklar kullanılarak uygulanması gerekli görülen eylem ve projelerin hayata geçirilebilmesi amaçlanmıştır.

AB komisyonunun, 2001-2005 yıllarını kapsayan Çok yıllık Programına Türkiye'nin KOSGEB'in koordinasyonunda aday ülke statüsünde katıldığı toplantıda KOBİ Genel Politikaları şu şekilde belirlenmiştir;³⁴

1. KOBİ'lerde istihdam geliştirme önlemlerinin alınması (Sosyal önlemler ve vergi düzenlemeleri),
2. Bürokratik, mali ve sosyal engellerin azaltılması, basitleştirilmesi, çalışma ortamlarının iyileştirilmesi, yeni işletme kurmanın teşvik edilmesi,
3. İş yönetimi kalitesinin yükseltilmesi, danışmanlık/müşavirlik hizmetlerinin geliştirilmesi, eğitim programlarına katılımın yaygınlaştırılması,
4. Ar-Ge (inovasyon) çalışmalarının desteklenmesi, KOBİ'lerin ar-ge'nin önemi hakkında bilgilendirilmeleri,
5. Finans/kredi kaynaklarının geliştirilmesi, faaliyet geliştirme projelerinin desteklenmesi, yeni işletme tesisinin desteklenmesi,

³⁴ KOBİ Rehberi, a.g.e., s.21

6. KOBİ'lerin iç pazara entegrasyonu ve uluslararası pazarlama açılımının desteklenmesi, iç pazar koşullarının uyumlanması, üçüncü ülkelere ihracatın artırılması,
7. Kamu ihalelerine katılımın desteklenmesi, işletme kültürünün geliştirilmesi.

Türk KOBİ'lerinin rekabet güçlerinin geliştirilmesi ve AB'deki potansiyel ortaklarıyla ülke ekonomisine çok daha fazla sayıda katkı sağlayacak girişimleri değerlendirme olanağının sağlanması büyük önem kazanmaktadır.

Ülkemizde, ulusal KOBİ geliştirme ve destekleme sistemini teşkil eden yapılar ana başlıklar itibariyle şöyle sıralanabilir;³⁵

- KOBİ meslek kuruluşları (KOBİ'lerin üye oldukları TOBB ve TESK'e bağlı odalar)
- KOBİ sivil toplum kuruluşları (KOBİ'lerin geliştirilmesi ve haklarının korunması amaçlı vakıf ve dernekler)
- KOBİ destekleme kuruluşları (DTM, Hazine Müsteşarlığı, KOSGEB, TÜBİTAK, TTGV, vb. ile Maliye Bakanlığı'nın vergisel teşviklerini uygulayan ve izleyen kuruluşlar)
- KOBİ mevzuatını düzenleyen kuruluşlar (MEB, DPT, STB, Çevre ve Orman Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, İçişleri Bakanlığı, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve ilgili genel müdürlükler)
- Yerel kuruluşlar (KOBİ'lere altyapı hizmetleri sunan il ve ilçe belediyeleri, İl Özel İdaresi)
- KOBİ tetkik ve denetim kuruluşları (KOBİ'lerin faaliyet ve üretimlerinin yasalara ve standartlara uygunluğunu denetleyen kuruluşlar: Bakanlıklar, piyasa gözetim kuruluşları, TÜRKAK, TPE, vb.)
- KOBİ'lere işgücü yetiştiren ve sağlayan kuruluşlar (üniversiteler, meslek kuruluşları, İŞKUR)

³⁵ <http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (11 Kasım 2009)

- KOBİ finans sistemindeki kuruluşlar (bankalar, risk sermaye şirketleri, girişim sermaye şirketleri, KGF A.Ş. (Kredi garanti Fonu), TESKOMB (Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri Birlikleri Merkez Birliği), KOBİ A.Ş., leasing şirketleri, faktöring şirketleri, forfaiting şirketleri)
 - AB ile ilişkili kurumlar (Dışişleri Bakanlığı, ABGS, AB Komisyonu Türkiye Temsilciliği) KOBİ'lere yönelik uygulanan, destek ve geliştirme programları ile KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı'nın başarısı için, ilgili tarafların işbirliği, uyum, sorun ve bilgi paylaşımının sağlanması ve tamamlayıcılık unsurlarının önemli ölçüde geliştirilmesi zorunlu görülmektedir.³⁶ Ülkemizde de dağınık yapıda olmak üzere çok sayıda kuruluş (KOSGEB, TÜBİTAK, TOBB, Kredi Garanti Fonu ve diğerleri) KOBİ'lere yönelik destek sağlamak üzere yapılandırılmış bulunmaktadır.
- Ancak, tüm destek ve teşviklere rağmen finansman sorunu, KOBİ'lerin yatırımlarının ve büyümelerinin önündeki en büyük engellerden birisi olmaya devam etmektedir.

1.6. KOBİ'lerin Finans Sorunları ve Finans Bulma Yöntemleri

Şirketlerin finansman kaynakları, mali sistemden sağlanan fonlar (banka ve özel finans kurumu kredileri, finansal kiralama borçları, tüketici finansman şirketinden sağlanan fonlar, sermaye piyasasından sağlanan fonlar) ticari borçlar (senetli, senetsiz), ortak ve iştiraklere olan borçlar, kamu destekleri ve öz kaynaklardır.³⁷

Başlangıç sermayelerini çoğunlukla firma sahiplerinin kişisel tasarruflarından sağlayan KOBİ'ler; tesis, donanım gibi yatırım araçlarının karşılanmasında ve büyüme dönemlerinde yararlandıkları en önemli finansman kaynakları ise bünyelerinde bırakılan karlar (oto finansman) olmaktadır. Şirketin yeni yatırımlara gitmesinde ve büyümesinde ihtiyaç duyulan temel finansman kaynağı öz kaynaklar olması sebebiyle şirketin kuruluş

³⁶ www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3077/2007.pdf (12 Mart 2009)

³⁷ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, Ayhan Yüksel, Araştırma Raporları, 2005/4 s.8

aşamasından sonra kazanacağı kar ve karşılması gereken zararlar öz kaynaklardaki artma ve azalışın temeli olmaktadır.³⁸ İşletmeler için sürekli bir kaynak niteliğinde olan öz kaynak, yasal yapıları ne olursa olsun yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağını oluşturduğu gibi, mevcut firmaların borçlanarak kaynak sağlamalarına da olanak verir.³⁹ Öz kaynak ile finansman denilince en genel anlamda, firmanın elde ettiği karı dağıtmayarak bünyesinde bırakması, şirket bünyesinde bulunan değerlerin sermayeye eklenmesi ya da hisse senedi ihraç etmek suretiyle dışarıdan kaynak teminine gitmesi anlaşılmaktadır. Yatırımlarda öz kaynak 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.⁴⁰ Ancak KOBİ'lerin sermayelerinin yetersiz olması ve serbest piyasa ekonomisi içerisinde karlı bir kurum olarak ayakta kalma, büyüme ve buna bağlı olarak yatırım yapma gerekliliği düşünüldüğünde KOBİ'lerin finansman bulma ve finansman kaynaklarını çeşitlendirme ihtiyaçlarını zorunlu kılmaktadır.⁴¹

KOBİ'ler, yukarıda açıklanan ayakta kalma ve büyüme için gerekli sermayenin tamamını öz kaynaklarla finanse edemeyecekleri için başka finansman bulma yöntemlerini kaynak problemlerini çözmek için araştırmak zorundadırlar. Bu çerçevede, KOBİ'lerin yararlanabileceği finansman imkânları aşağıda incelenecektir.

1.6.1. Banka Kredileri

KOBİ'lerin faaliyetlerini genişletebilmesi ve yatırımlarını gerçekleştirebilmesi, güçlü sermaye yapısı ile mümkün olabilmektedir. Günümüz ekonomik koşulları KOBİ'lerin bankalar ile güçlü ve sağlam ilişkiler içinde olmalarını zorunlu hale getirmektedir. KOBİ'ler için en önemli finansal kaynak bankacılık sektöründen alınan kredilerdir.

³⁸ Alan Shapiro, **Capital Budgeting and Investment Analysis**, Pearson, 2005 s. 152

³⁹ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, 7. Baskı, s.753

⁴⁰ TC Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı:2, Haziran 2006, s.25

⁴¹ KOSGEB, 2004

Ancak Halk Bankası tarafından yapılan araştırmada, Türkiye’de KOBİ’lerin %88’inin dış kaynak kullandığı, %12’sinin ise kredi talep etmediği tespit edilmiştir. Finansman kaynaklarının %71’inin banka kredisi, kalan kısmının ise ortaklardan avans (%10) ve yakın çevreden (%19) sağlandığı görülmektedir. İşletmelerin kredi kullanmama nedenlerine bakıldığında; % 40 ile en önemli sorunun teminat şartlarının ağır ve formalitenin fazla olması oluşturmakta, ardından, % 33 ile kredi faizinin yüksek olması, % 23 ile öz sermayenin yeterli olması, % 4 ile kredi vadesinin kısa olması temel sebep olarak ileri sürülmektedir.⁴²

Yönetim ve örgüt yapılarındaki eksiklikler, sermaye ve ciro miktarlarının ve lksel büyüklüklerinin düşük olması, kurumsal yapılanmalarının yetersizliği, düşük verimlilik ve kapasite kullanım oranlarıyla çalışmaları ve dolayısıyla sistemin gerektirdiği güvence gibi yükümlülükleri karşılamakta çektikleri güçlükler, finansal yönetim bozuklukları, muhasebe normlarına uygun tablo retememeleri, öz kaynak yetersizliği, KOBİ’lere yönelik kredi istihbarat faaliyetlerinin pahalı olması bankaların KOBİ’lere kredi verme konusunda çekimsiz davranmalarına sebep olmaktadır ve bu nedenlerden KOBİ’ler banka ve kredi sisteminden yeterince yararlanamamaktadır.⁴³

Açılan kredilerde de KOBİ’ler miktar, vade, faiz oranı ve teminat açısından zor kredi koşullarına maruz kalmaktadır. Bu da KOBİ’lerin finansman maliyetlerini yükseltmekte ve banka kredilerini tercih etmemelerine sebep olmaktadır. Ayrıca geçmişte bankaların topladıkları kaynakları büyük ölçüde kamu borçlanma araçlarına ve grup firmalarına aktarmaları sebebiyle, bu iki kesim dışındaki kesimlere aktarılacak kaynaklar kısıtlı seviyede kalmıştır. Kalan kaynaklar içerisinde, bankalar, yüksek risk taşıyan KOBİ’ler yerine riski düşük büyük ölçekli şirketleri tercih etmektedir.⁴⁴ Bu durumun neticesinde, Türkiye’deki KOBİ’lerin toplam krediler içerisindeki payı %5’tir. Bu oran diğer

⁴² Deloitte Yayın ve Raporları, **Basel II Sürecinde KOBİ’ler İçin Yol Haritası**, 07 Mayıs 2008, İstanbul

⁴³ KOSGEB, **Basel II ve KOBİ Finansmanı**, Mayıs 2007, Ankara

⁴⁴ A.g.e Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Basel II’nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, Ayhan Yüksel, Araştırma Raporları, 2005/4 s.10

ülkelerle karşılaştırıldığında, ABD’de %42,7, Japonya’da %50, İngiltere’den %27, Fransa’da %29, Hindistan’da %15,3, Güney Kore’de %47’dir.⁴⁵

Kredi temin edilmesinde karşılaşılan bir diğer güçlük ise KOBİ sahiplerinin finansman konusunda yeterli bilgiye sahip olmamaları, kredi almak için gerekli fizibilite etüdü, finansal plan, maliyet gibi işlemler yapamamaları ve bunları yapabilecek uzmanları kısıtlı bütçeleri nedeniyle istihdam edememeleridir.⁴⁶

KOBİ’lerin finansmana erişim imkânlarının iyileştirilmesi; girişimciliğin geliştirilmesi, rekabet gücünün ve yenilikçiliğin artırılması ve ekonomik gelişmenin sağlanmasında kritik faktörlerdir. KOBİ’ler büyümek, faaliyetlerini geliştirmek ve genişletmek için öz kaynaklarının yanı sıra ek finansmana ihtiyaç duymaktadır. Ancak, finansman kuruluşları KOBİ’lerin finansmanını riski yüksek, getirisi düşük olarak görmektedir. Ayrıca, KOBİ’lerin finansman sisteminin gerektirdiği karmaşık ve kapsamlı finansal dokümantasyon sistemine uyumlu duruma getirilmesi gerekmektedir. KOBİ’ler kredi kullanımında; düşük faiz oranları uygulayan, daha az teminat talep eden ve daha basit işlemler gerektiren kredi planlarını tercih etmektedirler.⁴⁷

KOBİ’lerin finansman kaynakları arasında, banka dışı mali kaynaklardan faktöring şirketleri, finansal kiralama şirketleri gibi kurumlar sayılabilir. Ancak bu kurumlar ülkemizde finansal sistem içerisinde küçük bir yer teşkil etmektedir.

1.6.2. Risk Sermayesi

KOBİ’ler, sermaye piyasası ve mali piyasalarla düzenli çalışan bir ortamda modern finansman araçları ve kurumları ile desteklenmelidir. KOBİ’lerin ölçekleri itibariyle

⁴⁵ Özdemir Akmut, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası: 2007-07, s.20

⁴⁶ Nevin Yörük, Ünsal Ban, **KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Finansman Sorunlarının Belirlenmesine Yönelik Uygulama**, Ankara: Nisan 2003, Gazi Kitabevi, s.31

⁴⁷ DTP 9. Kalkınma Planı, 2007-20013 KOBİ Özel İhtisas Komisyonu Raporu

bankacılık kesiminden alabilecekleri kredi miktarları daha önce açıklandığı üzere ülke genelinde düşük seviyelerde kalmakta olup bankalar tarafından,

- Yüksek faiz oranları,
- Karşılanması güç ve genelde gayrimenkul ipoteğine bağlı teminatlar,
- Yüksek oranda komisyonlar

talep edilmektedir. Bu durum ise KOBİ'lerin düşük maliyetli finansman kaynaklarına yönelmelerini zorunlu kılmaktadır.

Buna göre banka kredileri dışında KOBİ'lerin finans bulma yöntemlerinin arasında Risk Sermayesi sayılabilir. Amerika Birleşik Devletleri Risk Sermayesi Derneği (National Venture Capital Association-NCVA) risk sermayesini önemli ekonomik değerler üretme potansiyeli olan, genç ve hızlı büyüyen firmalara yatırım yapan profesyonellerin sağladığı para olarak tanımlarken⁴⁸, İngiltere Risk Sermayesi Derneği (British Venture Capital Association-BVCA), borsaya kote olamayan firmaların büyüüp başarılı olabilmeleri için hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan para⁴⁹ olarak tanımlamaktadır.

Risk sermayedarları, elektronik, bilgisayar programları ve servisleri, bio teknoloji, sağlık ve endüstriyel maddeler gibi teknoloji odaklı girişimlere kaynak sağlamayı tercih etmektedir. Şirketlerin kurulması ve üretime başlama evresi servis sektöründen daha uzun sürdüğü için imalat şirketleri risk sermayesini daha çok tercih etmektedir.⁵⁰

Risk sermayesinin amacı, küçük sanayi işletmelerinin uygun ve doğru teknoloji seçimi, büyük ölçekli işletmelerle tamamlayıcı ilişkiler ve planlı bir büyüme programı

⁴⁸ http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=67&Itemid=95 (30 Temmuz 2009)

⁴⁹ <http://www.bvca.co.uk/About-BVCA/What-the-BVCA-does> (30 Temmuz 2009)

⁵⁰ David S. Kidwell ve diğerleri **Financial Institutions, Markets and Money**, USA:John Wiley and Sons, 2008, s. 591

içerisinde, üretimin kalite seviyesini yükseltip, yurt içi ve yurt dışı pazarlarda rekabet edebilecek düzeye ulaştırılmalarıdır.⁵¹

Risk sermayesi, Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan ortaklık olarak tanımlanmaktadır.⁵² Risk sermayesi kavramının ortaya çıkmasına ve gelişmesine yol açan ana neden, KOBİ’lere finansal kaynak sağlayan bankalar ve diğer mali aracı kuruluşların bu tür girişimlere yeterli ve uygun koşullarda fon aktaramamasıdır.⁵³ Gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye’de bu finansman modelinin geliştirilmesini zorunlu hale getiren olgu ise buralarda geleneksel finansman kurumları olan bankaların kredi faiz oranlarının yüksek olmasıdır.⁵⁴

Risk sermayesini ve risk sermayesi şirketlerini diğer finans kurumlarından ayıran özellikler şunlardır:

1. Yeni ve hızla büyüyen şirketleri finanse ederler.
2. Finansman sağladıkları şirketlerden hisse alırlar.
3. Finansman sağladıkları şirketlere yeni ürün ve hizmet geliştirme konusunda yardım ederler.
4. Ortak oldukları şirketlerin yönetimlerinde söz sahibi olarak, şirket stratejisini belirlemeyi amaçlarlar.
5. Yatırım yaptıkları şirketlerdeki hisse payları genellikle %50’nin altındadır.
6. Yüksek getiri beklentisi ile yüksek risk alırlar.
7. Finansman sağladıkları şirketlere ilişkin beklentileri uzun dönemlidir.
8. Yatırımlarının taşıdığı riski aynı anda pek çok şirkete, finansman karşılığında ortak olarak aşmayı amaçlarlar.

⁵¹ Ali Ceylan, **Finansal Teknikler**, Bursa:2002, Ekin Kitabevi,s.200

⁵² Berna Taner, Cenk Akkaya, **Sermaye Piyasası Faliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Ankara:2009, Detay Yayıncılık, s:65

⁵³ A,g,e. s:66

⁵⁴ A,g,e. s:67

9. Diğer risk sermayesi şirketleriyle ortak yatırımlar yaparlar.
10. Yatırımlarından çıkışları genellikle, ya ortak oldukları şirketi borsada halka arz etme yöntemi ile ya da, şirketle ilgilenen büyük bir şirkete hisselerini satma yöntemi ile gerçekleşir.⁵⁵

Bu finansman modelinin en temel özelliği son maddede bahsedilen yatırımdan çıkışta firmanın halka arzı ile yatırımın sonlandırılması uygulaması ile iki finansman aracının birlikte kullanımına olanak sağlamasıdır. Dolayısıyla bu sadece yatırımların finansmanına olanak sağlamamakta, aynı zamanda firmaların halka açılmalarını da bu yolla yaygınlaştırarak, halka arzları artıran bir etki yaratmaktadır. Bu aynı zamanda, Türk sermaye piyasasının derinlik kazanmasında da etken olabilir.⁵⁶ Ancak günümüz piyasa koşullarında uzun vadeli yatırımlara yönelebilecek tasarruf hacmi eksikliği, araştırma- geliştirme çalışmalarının yeterli düzeyde olmaması ve kamu kesiminin bu konudaki bilgi eksikliği Türkiye’de risk sermayesi modeli ve özel şirketlerin gelişiminin önünde engel teşkil etmektedir. 2009 yılının ikinci çeyreği itibari ile Türkiye’de; İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş ve Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş olmak üzere 2 adet şirket bulunmaktadır.⁵⁷

Türkiye’deki risk sermayesi uygulamalarının dünyadaki uygulamalara göre yetersiz kaldığı, Vakıf Risk Sermaye Şirketi ve İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. dışındaki girişimlerin başarısızlıkla sonuçlandığı görülmüştür. Fakat 10 Kasım 2003 tarihinde kurulan KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. KOBİ’lerin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası’nın ortaklığında kurulmuş bir girişim sermayesi şirkettir ve yeni bir risk sermayesi girişimi olarak çok önemli bir atılımdır.

⁵⁵ <http://www.kobinet.org.tr/haber.php?id=110> (20 Kasım 2009)

⁵⁶ Güler Aras, **Şirketlerin Finansmanı ve Halka Açılmada Girişim Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları**, Gelişen Pazarlarda Girişim Sermayesi Konferansı, 9-10 Haziran 2008, İstanbul

⁵⁷ http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/aylikbulten/2009/aylik_istatistik_bulteni_2009_9.html (20 Kasım 2009)

Risk Sermayesinin aşamaları şu şekildedir:

1.6.2.1. Çekirdek Sermayesi

Risk Sermayesinde her yatırımın ihtiyacına göre farklı finansman türleri bulunmaktadır. İlki Çekirdek Sermayesi (Seed Capital): ‘Fikir aşamasının finansmanı’ dır. Yeni bir ürün veya hizmetin yaratılması için çekirdek sermayenin sağlanmasıdır. Bu finansman yöntemi, ancak işletmeye ait projenin daha önce karşılaşılmamış; ihtiyaç duyulur yeni ürün/hizmet ve hızla büyüebilme kapasitesi olan bir pazara sahip olması halinde gerçekleştirilir. Projenin yapılabirliği bu devrede tartışılır durumda olup başarısız olma ihtimali yüksektir. Yapılan istatistiklere göre risk sermayedarları tarafından ilk bir yıllık süre içinde projelerin yüzde 70’i elenmektedir.⁵⁸

İkinci aşama finansmanı (Second Stage Financing) , hâlihazırda üretime başlamış ve ürettiği malları pazarlamaya evresini aşmış firmalar içindir. Bu çeşit finansmanda şirketin gelirleri vardır ancak henüz kar elde etme aşamasına gelmemiştir.

Üçüncü aşama finansman (Third Stage Financing) şirketin duran varlıklarındaki bir gelişme, ürün geliştirme ve pazarlama giderleri için fon sağlamaktadır.

1.6.2.2. Başlangıç Finansmanı (Start-up Capital)

Bu yatırım biçimi risk sermayesinin genel kullanım alanıdır. AR-GE faaliyetlerinin ikinci aşaması olan geliştirme aşamasında kullanılır. Sermayedar bilgi ve becerisiyle projenin başarısı için girişimciye gerekli her yardımı yapar. Başlangıç sermayesi yatırımlarının finansmanı genelde 3-5 yıl sürer.

⁵⁸ http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020204/103 (31 Temmuz 2009)

KOBİ gelişimi ile görevli resmi kuruluş olan KOSGEB başlangıç aşaması finansmanı sağlamak için bir dizi program yürütmektedir. Araştırma ve Geliştirme, TÜBİTAK ve hükümet hibelerini dağıtan Türkiye Teknoloji Geliştirme Kurumu ile AB ve Dünya Bankası tarafından finanse edilen çeşitli programlar ile desteklenmektedir.⁵⁹

1.6.2.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage and Gate Financing)

Firmanın kuruluş aşamasından sonra operasyonlarına ve üretimine başlamış, pazarda belli bir satış hacmine erişmiş ancak ürünün pazardaki üstünlüğünü sağlayacak bir marka imajı ve önemli bir pazar payının olmadığı aşamada kullanılan bir finansman çeşididir.⁶⁰ Firmanın içinde bulunduğu şartlar dolayısıyla risk sermayesi dışında fon bulması, zordur. Teminatları yetersiz olduğu için banka kredisi alması zordur, aynı zamanda sermaye piyasaları yolu ile halka açılması söz konusu değildir.⁶¹

1.6.2.4. Köprü Finansman (Bridge Financing-Mezzanine)

Bu finansman çeşidi, firmanın belli bir büyüklüğe ulaşması, pazarda yeterli satış hacmine sahip olmasının ardından 6 ay-1 yıl gibi kısa bir zaman içerisinde halka açılmayı hedeflemiş şirketlere aktarılır. Şirketin yapısı halka açılmaya müsaitse şirketin halka açılana kadar faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasında kullanılan bir yöntem olarak işlemektedir.⁶²

⁵⁹ Türkiye’de Dinamik, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Geliştirilmesine ve Finansmanına Yönelik Çerçeve, OECD, 2005, Özel Sektörü Geliştirme Merkezi İstanbul

⁶⁰ Müge İşeri, **Girişim Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001, s:45

⁶¹ Ahmet Aydın Alper, **The Venture Capital Concept and Venture Capital Applications for Banks (The example of İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.)**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans tezi, 2005

⁶² Kürşat Tuncel, **Girişim Sermayesi Finansman Modeli**, SPK Yayını, Ankara, 2000, s:58

1.6.3. Kredi Garanti Fonu

Türkiye’de bulunan Kredi Garanti Fonu (KGF), başarı vadeden genç ve yaratıcı girişimcilere kefalet üst limiti 750.000 TL ve en fazla %80 kefalet ile teminat yetersizliği engelini ortadan kaldırmaya çalışmaktadır.⁶³

Kredi Değerlendirme Fonu’nun (KGF) değerlendirme kriterlerinin koşulları;

1. Başvuran tarafın KOBİ esnaf ve sanatkâr, tarımsal işletme, çiftçi; kadın ve genç girişimci olmasıdır.
2. KGF kefaletinin kullanılacağı proje, “karlı”, “gerçekleştirilebilir” ve “yapılabilir” olmalıdır.
3. Projeyi yürütecek yönetim kadrosu proje becerisi ve mesleki deneyime sahip olmalıdır.
4. Proje istihdam artışı sağlamalı ve istihdamı korumalıdır. Proje “kabul edilebilir” risklere sahip olmalıdır.
5. Proje, çevreye karşı duyarlı ve saygılı olmalıdır.

Bu kriterlere sahip olan KGF kefaletinin kullanılacağı proje KOBİ’ler tarafından, Tablo 1.7’de görüleceği gibi %39,9’luk oranla en fazla işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amaçlı talep edilmiştir.

⁶³ <http://www.kgf.com.tr/3kimleryararlnblr.htm> (29 Temmuz 2009)

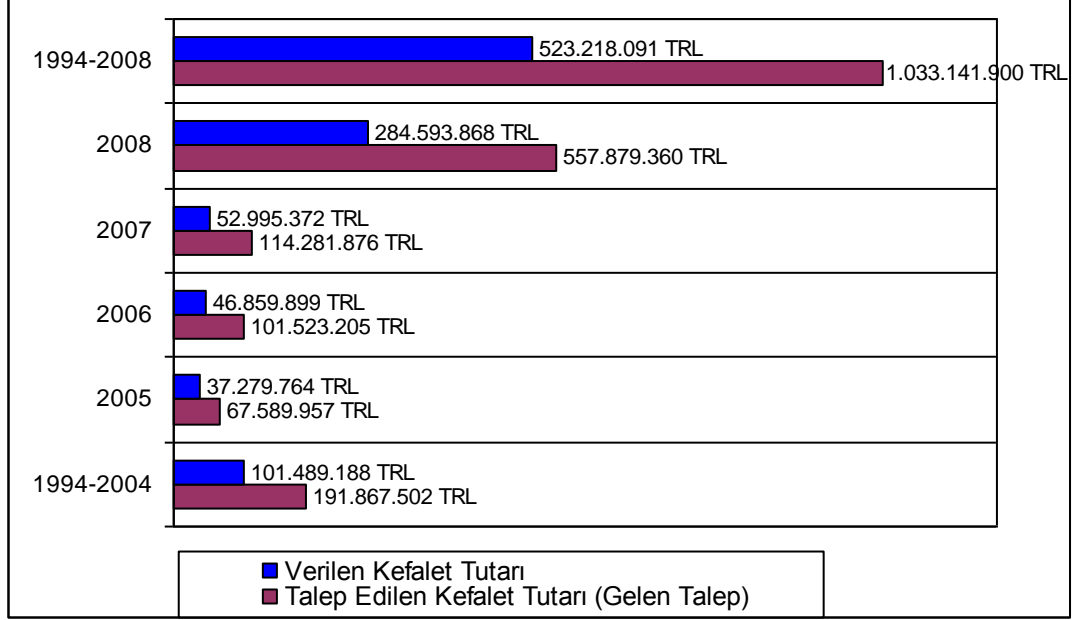
Tablo:1.7: Türkiye’de Kefaletin Finansman İhtiyacına Göre Dağılımı

Entegrasyon	118.223 TRL	0,0%			
Çevre Koruma	160.000 TRL	0,0%			
İşyeri Taşıma	349.678 TRL	0,1%			
Yanileme	1.485.997 TRL	0,3%			
Kalite İyileştirme	2.493.467 TRL	0,5%			
Darboğaz Giderme	3.108.789 TRL	0,6%			
Bina İnşaat	3.635.044 TRL	0,7%			
İstihdamı Artırma	3.681.548 TRL	0,7%			
Ürün Çeşitlendirme	3.991.603 TRL	0,8%			
Kapasite Artışı	6.606.284 TRL	1,3%			
Araştırma-Geliştirme	7.948.297 TRL	1,5%			
İthalatın Finansmanı	8.589.808 TRL	1,6%			
Hammadde Temini	10.363.082 TRL	2,0%			
Yeni Teknoloji Kullanımı	10.522.670 TRL	2,0%			
Modernizasyon	12.669.782 TRL	2,4%			
Yatırım Tamamlama	14.646.459 TRL	2,8%			
Komple Yeni Yatırım	37.694.646 TRL	7,2%			
Teminat Amaçlı	38.148.047 TRL	7,3%			
İhracatın Finansmanı	73.809.144 TRL	14,1%			
Tevsi Yatırım	74.349.192 TRL	14,2%			
İşletme Sermayesi İhtiyacı	208.846.331 TRL	39,9%			

Kaynak: http://www.kgf.com.tr/4_9.htm (29 Temmuz 2009)

Tablo 1.8’de KGF’ye yapılan başvurular ve gelen talep ile birlikte bu fonun kefalet arz oranları gösterilmiştir. Bu tabloya göre; 1994 ten bugüne KOBİ’lerin ve yeni girişimlerin artan işletme sermayesi ihtiyacı ile sunulan kefalet oranları verilmiştir.

Tablo:1.8 Yıllara Göre Kefaletin Dağılımı ⁶⁴



Kaynak: <http://www.kgf.com.tr/4yillarkefalet.htm>

Tablo 1.8'den anlaşıldığı üzere, KOBİ'ler yeni finans mekanizmalarının kullanımda yıllara göre artış kaydetmiştir. 1994-2004 yılları arasında talep edilen kefalet tutarı 191,867,502 TL iken, bu oran 2004-2008 yılları arasında 841,274,398 TL'lik bir artış göstererek 1,033,141,900 TL'ye ulaşmıştır. KGF'nin vermiş olduğu tutar ise 1994-2004 yılları arasında 101,489,188 TL iken, 2004-2008 yılları arasında 183,104,680 TL artarak, toplamda 284,593,868 TL'ye ulaşmıştır.

Bilindiği üzere, gerek finansal alanda gerek yönetim alanında çok yönlü destekleme politikaları bulunmasına rağmen KOBİ'lerin büyümeleri ve varlıklarını devam ettirebilmeleri için başlıca engel finansman yetersizliği olarak karşımıza çıkmaktadır.

⁶⁴ <http://www.kgf.com.tr/4yillarkefalet.htm> (29 temmuz 2009)

Gelişmiş ülkelerde özel sermaye yatırımcılarının ve girişimcilerinin en büyük şanslarından ilki birincil sermaye piyasasının bu yatırımcılarla ve girişimcilerle büyük ölçüde bağlantılı olmasıdır. Bu noktada Türkiye’de faaliyet gösteren KOBİ’lerin yaşamakta olduğu genel sorunların ve özel olarak finans sorunlarının sermaye piyasası ile çözümü alternatif finansman metotları arasında Türkiye için yeni bir olanak olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.6.4. KOBİ’lere Yönelik Finansal Teşvikler

KOBİ’lerin finansmana erişim imkânlarının iyileştirilmesi; girişimciliğin geliştirilmesi, rekabet gücünün ve yenilikçiliğin artırılması ve ekonomik gelişmenin sağlanması amacı ile Türkiye’de finans alanında aktif çalışmaları bulunan kuruluşlar mevcuttur. Son yıllarda KOBİ’lere olan ilginin artması ile bu kuruluşlar ve çalışma şekillerinin hız kazandığı görülmüştür. Buna göre; ilgili kuruluşlar tarafından finans alanında yapılmış olan çalışmaları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür;⁶⁵

- 2007 yılında oluşturulan Eylem Planına göre KOBİ Finans Sistemi kaynaklarının artırılması ve etkin kullanımının sağlanması ile ilgili kuruluşlar, KOSGEB, EXİMBANK, DPT, TBB, BDDK, KGF, KOBİ A.Ş., SPK, TESK’tir. Bu kuruluşlar, ihracat kredi sigortası ve kredi sigortası sistemleri, AB fonları, BASEL II, KGF ve KOBİ A.Ş. vb. konularda bilgilendirme faaliyetlerini 2007 yılında Türkiye genelindeki 19 ilde yaygınlaştırarak 20 adet KOBİ Bilgi ve Eğitim fuarları düzenlemiş olup, çoğunluğu KOBİ temsilcisi olmak üzere yaklaşık 50.000 kişinin bu fuarlara katılımını sağlamıştır. Fuarlarda KOBİ’lere hizmet sağlayan kamu kurum/kuruluşları ve KOBİ temsilcileri ilk elden KGF, KOBİ A.Ş. ve AB fonları vb. hakkında bilgi edinmiştir.

⁶⁵ <http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (26 Nisan 2009)

- KOBİ'lere yönelik kredi garanti ve GSYO şirketlerine kamu kaynaklı fon aktarılması KOSGEB'in bir faaliyeti olarak ülkemizde girişim sermayesi yatırımı yapan şirketlerin gelişimini hızlandırmak ve bu alandaki kapasiteyi arttırmak üzere fonları fonlayacak bir yapı oluşturulmasının sağlanması 2007 yılında gerçekleştirilmiştir. Avrupa Yatırım Fonu öncülüğünde ülkemizdeki girişim sermayesi şirketlerinin gelişimini hızlandırmak ve bu alandaki kapasiteyi geliştirmek üzere KOSGEB, TTGV, TKB'nin de katılımı ile 200 Milyon Avro büyüklüğünde IVCI - İstanbul Risk Sermayesi Girişimi adı altında kurulan fonun sözleşmesi 13 Şubat 2007 tarihinde tarafların katılımı ile Lüksemburg'da imzalanmıştır. IVCI'nin faaliyetlerine başlaması ile ilgili çalışmalar devam etmektedir. Bu kapsamda 28 Mart 2008 tarihinde Lüksemburg'da ve 27 Haziran 2008 tarihinde telekonferans marifetiyle IVCI Yönetim Kurulu Toplantıları gerçekleştirilmiştir. Bu toplantılarda IVCI'nin Bağımsız Yatırım Komitesinin ve Danışma Kurullarının oluşturulmasına ağırlık verilmiştir. IVCI Genel Kurul Toplantısı ise 10 Eylül 2008 tarihinde telekonferans aracılığıyla gerçekleştirilmiştir

- TKB'nin anonim şirket statüsü dışındaki KOBİ'lere de orta ve uzun vadeli kredi vermesinin sağlanması ve APEX Bankacılık uygulaması 2007-2008 faaliyet döneminde yapılması kararlaştırılan bir diğer proje iken, TKB A.Ş. APEX bankacılık yöntemiyle OSTİM ve İVEDİK Organize Sanayi Bölgesinde yer alan imalatçı KOBİ'lere kullandırılmak üzere Garanti Bankası ile 20 Milyon YTL tutarında, 17 Aralık 2007 tarihinde APEX sözleşmesi imzalanmış ve proje yürürlüğe girmiştir. Bu sözleşme ile hedef bölgedeki imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'lere, statü durumu dikkate alınmadan, orta ve uzun vadeli kredi kullandırma imkanı sağlanmış ve bugüne kadar OSTİM ve İVEDİK Organize Sanayi Bölgesi'ndeki KOBİ'lere Garanti Bankası aracılığı ile 10 Milyon YTL üzerinde kredi kullandırılmıştır. Aynı zamanda TKB A.Ş. Tarafından küçük ölçekli turizm işletmelerine ticari bankalar aracılığıyla kredi kullandırılmasına yönelik çalışmalara devam edilmektedir. Kalkınmada öncelikli yörelerdeki KOBİ'lerin finansmanı amacıyla yönelik Fransız Kalkınma Ajansı ile TKB A.Ş. arasında 20 Milyon Avro tutarında kredi anlaşması imzalanmıştır. Bunun yanısıra Küçük Ölçekli İşletmeler Kredi Programı (SELP II) projesi uygulanmaya başlanmıştır. TKB A.Ş. projede belirlenen süre sonunda fon yöneticisi olarak yer alacaktır.

Programın bir parçası olan ve TKB A.Ş'nin fonu devralmaya ve yönetmeye hazırlamak amacını taşıyan teknik yardım programı çalışmalarına başlanmıştır. TKB A.Ş. mevcut kanunu gereğince LTD şirketlere kredi sağlayamamaktadır. Bunu aşmak için hazırlanan Kanun Taslağı Banka Yönetim Kuruluna sunulmuştur ve taslak üzerinde çalışmalar devam etmektedir.

- Yeni Finans Mekanizmaları oluşturulması konusunda, kredi kefalet sisteminin iyileştirilmesi, yaygınlaştırılması ve bölgesel kredi kefalet kuruluşlarının kurulmasına yönelik çalışmaların yapılması gündeme gelmiştir. TOBB, Maliye Bakanlığı, STB, HM, KOSGEB, TOBB, BDDK, TESK, TBB gibi kuruluşlar bu çalışmaların yapılmasında görevlendirilmiştir. Ayrıca TOBB, KGF'de sermaye artırımına gidilmesi hususunda çalışmış ve 26 Aralık 2007 tarihinde yapılan KGF A.Ş. Genel Kurulu'nda alınan karar doğrultusunda KGF A.Ş.'nin sermayesi 20 Milyon YTL'den 60 Milyon YTL'ye yükseltilmiştir. Bu artış ile KGF A.Ş.'nin sermaye ve sermaye benzeri diğer kaynakları ile birlikte piyasaya sağlayacağı kredi hacmi 900 Milyon YTL'ye ulaşmıştır. Ancak KGF'de şubeleşmenin sağlanması ve KGF A.Ş. Tarafından verilen hizmetler ile tüm ülkenin kapsanması istendiğinden Ankara, İstanbul ve İzmir'e ilave olarak Diyarbakır, Kayseri, Denizli, Adana ve Trabzon illerinde şubeleşme tamamlanmış olup, önümüzdeki süreçte, "2008 Yılı Programı"nda öngörüldüğü şekilde şubeleşmeye hız verilerek, 6 ilimizde daha yeni şubelerin açılması planlanmakta ve sağlanacak kefalet hizmetleri ile ülke genelindeki sayısız KOBİ'nin banka kredilerine ulaşmaları beklenmektedir. Mevcut durumda KGF'nin 9 şubesi bulunmaktadır. Trabzon ve Samsun şubeleri 2008 yılında, Diyarbakır, Adana, Kayseri, Denizli şubeleri 2007 yılında, İzmir ve İstanbul şubeleri 2007 yılından önce kurulmuştur. 2008 yılı içerisinde Konya, Gaziantep, Bursa, Erzurum, Van ve Batman illerinde de KGF şubesi açılmıştır.

- İş Melekleri (Business Angels) sisteminin yasal alt yapısının oluşturulması için TOBB'un başkanlığında 2008 yılı başında ilgili kurum ve kuruluşların katılımı ile bir toplantı gerçekleştirilmiştir. KOSGEB, SPK, STB, KOBİ A.Ş., TTGV, TOBB-ETÜ, ODTÜ Teknokent'e resmi yazı gönderilmiş bu kapsamda 20 Mart 2008 tarihinde TOBB-ETÜ, KOSGEB, TTGV, ODTÜ TEKNOKENT, KOBİ A.Ş.'nin katılımı ile bir

toplantı düzenlenmiştir. Toplantı sonucunda, dünyada İş Melekleri sisteminin yasal alt yapısının ne olduğu konusunda bir araştırma yapılması ve bu araştırmadan sonra çıkacak bulguların değerlendirilmesi ile ülkemizdeki yasal alt yapının oluşturulmasına yönelik çalışmaların yapılmasına karar verilmiştir. Bu konu ile ilgili olarak 11 Temmuz 2008 tarihinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nda Müsteşar Yardımcısı Doç. Dr. Yavuz Cabbar başkanlığında KSEP'te STB sorumluluğunda yer alan eylemlerle ilgili olarak yapılan toplantıda; "İş Melekleri Sisteminin Yasal Alt Yapısının Oluşturulması" konusunda İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nden Türk Ticaret Kanunu kapsamında görüş istenilmiş, ilgili Genel Müdürlükten alınan 21 Ağustos 2008 tarih ve 4235 sayılı yazıda; Türk Ticaret Kanunu Tasarısında doğrudan iş melekleri sistemiyle ilgili bir madde olmadığı, ancak Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Ticaret Sicili Tüzüğünde yapılan düzenlemelerin hayata geçmesi ile şirket bilançolarının da ilan edilmesi gereken hususlar arasına alınması ve anonim şirketlerde denetim kurullarının kaldırılarak tüm şirketlere, bağımsız denetimden geçme mecburiyeti getirilmesinin şeffaflığın artması yoluyla iş melekleri sistemine de hizmet edeceğinin değerlendirildiği belirtilmektedir.

- Girişim ve başlangıç sermayesi sistemlerinin geliştirilmesine yönelik çalışmaların yapılması konusunda KOSGEB, SPK, TOBB, TESKOMB, KGF 2008 yılı başında ilgili kurum ve kuruluşların katılımı ile bir toplantı gerçekleştirilmiştir. KOSGEB, SPK, STB, KOBİ A.Ş., TTGV, TOBB - ETÜ, ODTÜ Teknokent'e resmi yazı gönderilmiş bu kapsamda 20 Mart 2008 tarihinde TOBB-ETÜ, KOSGEB, TTGV, ODTÜ TEKNOKENT, KOBİ A.Ş.'nin katılımı ile bir toplantı gerçekleştirilmiştir. Taslak çalışmaların ilgili kurumlara gönderilmesiyle birlikte bu konuda girişim sermayesi sisteminin önünü açacak değişikliklerin olması için çalışmalarda bulunulmuştur.

- TESK'in görevlendirildiği Kadın Girişimcilik Projesine katılanlara imkanlar yaratılması hususunda bankalar ve finans kuruluşları ile görüşmeler yapılmış, girişimciliği özendirmek amacıyla proje eğitimlerine katılarak, sertifika alan kadınların Esnaf ve Sanatkar Sicil harcı ve diğer ödemeleri TESK tarafından karşılanarak, katkıda bulunulmuştur.

- AB SELP Projesi (Küçük İşletmeler Kredi Programı) kapsamında 2009 Mayıs ayı itibari ile, aracı bankalar, miktarı 37,7 milyon avro'yu bulan 3.345 kredi dağıtmışlardır. Bu sayede Türkiye'de 49 bölgedeki küçük işletmeler zor dönemlerinde firma faaliyetleri için gerekli finansman ihtiyacını karşılayabilmişlerdir.⁶⁶

KOBİ'lere sağlanan tüm bu teşvikler ve yapılması planlanan destek programları çerçevesinde Nisan 2011'de Ankara'da KOSGEB koordinatörlüğünde ilgili kurum ve kuruluşların toplanması ile yapılmış olan 2011-2013 KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı'nda da, 5. stratejik alan olan KOBİ'lerin ve girişimcilerin finansmana erişimlerinin kolaylaştırılması konusunda çeşitli eylem ve projelere karar verilmiş ve uygulanmaya koyulmuştur. Buna göre IMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'nın yani KOBİ borsasının etkinliğinin artırılması amacı ile, IMKB GİP'in KOBİ'lere tanıtılması, bu konu ile ilgili çeşitli eğitimler sunulması ve KOBİ'lere hisse arzı için sağlanacak destekler tasarlanmıştır. Bu projenin beklenen etkisi KOBİ'lerin kendilerine sağlanan mevzuat kolaylıkları ve maliyet avantajlarından faydalanabilmeleri, daha kolay, daha hızlı ve düşük maliyetle sermaye piyasasına erişim imkanı yakalayabilmesidir. Ayrıca IMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'ndan KOBİ'lerin yararlanabilmelerini teşvik amacıyla borsaya giriş maliyetlerine destek olmak amacı ile KOSGEB desteği verilmesine karar verilmiştir. Bu sayede KOBİ'lerin sermaye piyasalarından faydalanmalarının önünün açılması amaçlanmıştır.⁶⁷

1.6.5. Sermaye Piyasası Yoluyla Finans Bulma Yöntemleri

Sermaye piyasası, genel olarak, uzun süreli fon arzının ve talebinin karşılaştığı piyasa olarak tanımlanmaktadır. Sermaye piyasası, daha dar bir şekilde, birikimlerin pay senedi ve tahvil gibi menkul değerlere (finansal varlıklara) dönüştürülmesine, menkul değerlerinde gerektiğinde paraya çevrilmesine olanak veren bir mekanizma olarak

⁶⁶ <http://www.selp2.com/documentation/publicationsdocuments/030909091454.pdf> (12 Kasım 2009)

⁶⁷ KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı 2011-2013, Nisan 2011, Ankara

tanımlanabilir.⁶⁸ Sermaye piyasaları şirketlere uzun vadeli ihtiyaçlarını sürekli karşılayabilecekleri likit pazar olanakları sağlar.⁶⁹

Gelişmiş ülkelerde özel büyük firmalar için uzun süreli finansman kaynağı önemli ölçüde sermaye piyasasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde halka açık şirketlerin piyasa değeri GSYİH'nin %80 in üzerindedir. Ülkemizde de özellikle 1970'lerden sonra sermaye piyasası gelişmeye başlamış, tanınmış büyük firmalar sermaye piyasasına başvurarak sınırlı ölçüler içinde olsa da uzun süreli fon gereksinimlerini karşılamaya yönelmişlerdir.⁷⁰ Türkiye'de halen halka açık şirketlerin piyasa değeri GSYİH nin % 37 sini oluşturmaktadır.⁷¹

Şirketlerin halka açılma nedenleri, ülkeden ülkeye, işletmeden işletmeye farklılık gösterir. Buna rağmen, belli başlı halka açılma nedenleri şunlar olabilir;⁷²

1. İşletmenin sermaye ihtiyacı,
2. Hisse senetlerinin pazarlanabilmesini artırma,
3. Vergi Avantajları,
4. Likidite avantajı,
5. Hisse senetlerinin piyasa değerinin belirlenmesi,
6. Sermaye kullanımında etkinliğin artırılması,
7. Etkin yönetim ve piyasada tanınma.

Türkiye ekonomisi, kamu finansman açıkları sebebiyle yaşanan ekonomik krizler sonucunda hali hazırda kıt olan kaynakların her geçen yıl biraz daha fazla bir

⁶⁸ A.g.e s.801

⁶⁹ Lawrence J. Gitman, **Principles of Managerial Finance**, USA: 2009, Pearson, s.27

⁷⁰ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İstanbul:1998, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65 s.801

⁷¹ http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Duyurular_genel_mektuplar/sonucbildirgesi.sflb.ashx (30 Haziran 2010)

⁷² Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analiz**, Ankara: 2006, Ekin Kitabevi 3. baskı s.45

bölümünün, yüksek faiz oranları ve sağlanan vergi avantajları ile kamu kesimine aktarılması reel sektörün önemli bir parçası olan KOBİ'leri kaynak sıkıntısı ile karşı karşıya getirmiştir. Bu olumsuz durumdan çıkış, finans piyasalarının düzgün ve disiplinli çalışmasına devam etmesi kadar, reel sektörün sağlıklı bir mali yapıya kavuşturulmasına da bağlıdır. Sermaye piyasalarının ve kurumsal yatırımcılığın gelişmesi de, her ölçekteki firmanın finansman ihtiyacının karşılanmasını kolaylaştıracaktır. Bununla beraber; yetersiz öz kaynak, genelde öz kaynak ağırlıklı sermaye ve vadeli satışlar KOBİ'lerin kısa vadeli finansal kaynağa ihtiyacını artırmakta olup, uzun vadeli kaynak temininde de zorluklar yaşanmakta, yeni şirketlerin kurulabilmesi ve girişimciliğin desteklenmesi için gerekli olan finansman kaynakları eksik kalmaktadır.⁷³

1.6.5.1 Türkiye'de Sermaye Piyasası Yolu ile Finans Bulmadaki Güçlükler

İşletme finansında temel kural, sermaye riskini azaltmak ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize eden bir sermaye birleşimine yani optimal sermayeye ulaşmaktır. İşletmeler, işletme sermayesi olarak kullanacakları fonları, genellikle kısa vadeli kaynak piyasası olan para piyasalarından sağlarlar. Duran varlıklara yapacakları yatırımları finanse etmek içinse, genellikle pay senedi ve tahvil çıkararak uzun vadeli kaynak piyasasından yani sermaye piyasalarından sağlarlar. Oysa Türkiye'de uzun vadeli kaynak piyasasından işletmelerimizin büyükçe bir bölümünün yatırımlarını finanse etmek üzere öz kaynak ve borç sağlama olanağı sadece anonim şirket statüsündeki işletmeler için söz konusudur. Tahvil çıkararak yabancı kaynak sağlayabilme yetkisine de devlet, yerel yönetimler, kamu iktisadi teşebbüsleri ve anonim şirketler sahiptir.⁷⁴

⁷³ KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı 2007-2009, <http://ekutup.dtp.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (22 Kasım 2009)

⁷⁴ Özdemir Akmut, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası: 2007-07, s.25

Ülkemizde sermaye piyasası ile finans bulma yönteminin günümüze kadar çok tercih edilmemesinin bazı sebepleri vardır. Finansal açıdan baktığımızda hisse senedinin maliyetlerinin yüksek olması ve tahvillere oranla daha riskli yatırım araçları olmaları hisse senedi sahiplerinin yüklendikleri riskleri artırması ayrıca işletmelerin zarar etmeleri durumunda, şirkete yatırım yapmış olan yatırımcılara bir gelir sağlamamasını belirtebiliriz. Bir diğer dezavantajı ise; hisse senedi sahiplerine ödenen temettü gelirlerinin tahvil faizlerinin tersine, işletmenin ödeyeceği vergilerden düşülememesidir.⁷⁵

Sermaye piyasalarının vazgeçilmez aktörlerinden bireysel yatırımcılar tarafından olaya bakıldığında Türkiye'deki bireysel tasarrufların sermaye piyasası haricindeki yatırım araçlarına yoğunlaştığı söylenebilir. TSPAKB Başkanı Nevzat Öztangut'un 10 Mayıs 2010 tarihinde İstanbul'da düzenlenen "Halka Arz Seferberliği Zirvesi"nde belirttiği üzere; Türkiye'de bireysel tasarrufların yüzde 75'inin mevduat ve dövize, sadece yüzde 8'inin hisse senedine yoğunlaştığı anlaşılır.

Türkiye'de şirketlerin halka açılmalarını engelleyen faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz;

1. Şirket ortaklarının yönetimi ellerinden kaçırma korkuları,
2. İlk defa menkul kıymet ihraç edecek şirketlere yönelecek tasarrufların yeterli ve sürekli olmaması,
3. Halka menkul değer ihraç etme maliyetlerinin yüksek olması,
4. Şirketle ilgili bilgilerin kamuoyuna açıklanma zorunluluğudur.

⁷⁵ Zvi Bodie ve diğerleri, **Essentials of Investment**, New York: 2004 5th Edition, McGraw Hill Companies, s. 41

1.6.5.2. Sermaye Piyasası Yolu ile Finans Bulmadaki Avantajlar

Sermaye piyasaları yolu ile halka açılma kaynak temin etme yolu olmakla sonucunda birlikte büyüme ve değer yaratma olgusunu da taşır. Şirketlerin kurumsallaşması, sürdürülebilirliğinin sağlanması için halka arz önemli bir süreçtir. Hisse senedi ile finansman firmaya mali yük getirmez. Borçlanma, işletme için bir firma dışı kaynak durumunda iken, hisse senedi bir öz sermaye kaynağıdır. İşletmeler öz kaynağa dayanmadan sürekli olarak borçlanarak kaynak sağlayamazlar, oysa hisse senedi çıkarılması sürekli bir kaynak yaratır.⁷⁶ Firmanın kar sağladığı durumlarda, yetkili kurulları kar payı dağıtma kararı alabilirler. Hisse senetleri belirli bir vade ile sınırlı değildir. O bakımdan sürekli kaynak niteliği taşırlar. Hisse senedi çıkarılarak öz sermayenin artırılması, firmanın mali itibarını yükselteceğinden yeni kaynaklar bulunmasını da kolaylaştırabilir. Hisse senetleri temettü ve değer artışı biçiminde genellikle tahvillere göre daha yüksek bir getiri sağladığından yatırımcılara daha çekici gelebilir. Hisse senetleri enflasyona karşıda tahvillerden daha iyi bir koruyucu durumdadır. Çünkü enflasyon şirketin varlıklarının değerini de yükselteceği için hisse senetlerine olan talebi de artırabilir. Oysa enflasyonda tahvillerin fiyatı da düşer.

Şirketlerin sermaye piyasası ile finansmanı ve hisse senedi ihraç etmelerinin şirketlere sağlayacağı avantajlar yanında ekonomi açısından da avantajları bulunmaktadır. Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şöyle özetlemek mümkündür:

1. Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
2. Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.

⁷⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul: 2001, Güzem yayın, s. 313

3. Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
4. Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.
5. Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka hangi yoldan sağlasa, bunun bir aracılık maliyeti vardır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar kredi işlemlerinden, mevduat toplarken mevduat sahibine verdikleri mevduat faizinin çok üstünde bir faiz alırlar. Çünkü bankacılık sektörü karakter itibariyle masraflı çalışan bir sektördür.⁷⁷

Hisse senetlerini primli fiyatla halka arz etmekle şirketler, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar. Bununla birlikte şirketler halka açıldıktan ve hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme, borç senedi ihraç edebilme imkânlarından faydalanabilir ve finansman sağlayabilmektedirler.⁷⁸

Şirketlerin aynı zamanda müşterilerine, çalışanlarına ve tedarikçilerine karşı kredibilitelerini arttırmalarını sağlayan sermaye piyasalarına açılmak, hissedarlara likidite sağlamanın yanı sıra medyada tanınmalarına ve kurumsallaşmalarına da yardımcı olur.⁷⁹

KOBİ'ler finansmana ulaşmayı büyük sorunlarından biri olarak görmekte, aynı zamanda da uzun vadeli borçlanmalarında kaynak bulmakta zorluk çekmektedirler. Bu

⁷⁷ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İstanbul:2008 s. 188-189

⁷⁸ KOBİler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri, Ankara:Sinemis Yayınları, Haziran 2006, s:97-98

⁷⁹ Mark Grinblatt, Sheridan Titman, **Financial Markets and Corporate Strategy**, Mc GrawwHill,New York, 2nd Edition,,s:79-80

durum KOBİ'lere sermaye piyasası yolu ile finans bulmaya olan ihtiyacı arttırmaktadır. KOBİ borsaları teknolojik ve finansal açıdan gelişmiş olan günümüz şartlarında gereklilik arz etmektedir. KOBİ'ler için ayrı bir borsa olması aynı zamanda KOBİ'lerin sorunlarından anlayan, KOBİ'lerin gelişmesine ve ilerlemesine destek olan ve KOBİ'lerin geleceğine ışık tutan bir destekçi olması anlamına da gelmektedir.

Dünyada örnekleri bulunan KOBİ borsalarının yanı sıra ülkemizde de bu konuda çalışmalar yapılmakta ve konu her geçen gün önem kazanmaktadır. Bir sonraki bölümde KOBİ borsasının özellikleri, şartları ve çalışma alanları ile ilgili konular ele alınacaktır.

II. BÖLÜM

DÜNYADA KOBİ BORSALARININ YERİ

2.1. KOBİ Borsalarının Özellikleri, Tanımı, Faaliyet Alanları ve Avantajları

Ekonomilerde hisse senedi pazarlarının ve sermaye piyasalarının 3 işlevi bulunmaktadır. Bunlardan ilki yatırımlara finansman kaynağı oluşturma, ikincisi yöneticilerin verecekleri yatırım kararlarında belirleyici unsur olma, üçüncüsü ise kurumsal yönetimde katalizör etkisi yaratarak şirket yönetimini şeffaflaştırmada öncülük etmedir.⁸⁰ Bu işlevler sonucunda işletmelerin nakit akışlarında, likidite oranlarında, borç-öz kaynak yapılarında iyileşerek ve gelişerek performanslarında ilerleme kaydettiği görülmektedir.

19. Yüzyıl boyunca ve özellikle 2. Dünya savaşının ardından gelişmiş ülkelerin sermaye piyasaları ve menkul kıymetler borsalarının gelişimine yönelik aldıkları kararlar ve uygulamalar sonucunda bugün bu tür finansal yapıların ekonomik sistemin önemli bir alanını teşkil ettiği görülmektedir.⁸¹ Sermaye piyasalarının önemini kavramış ülkelerde, sadece kurumsallaşmış olan şirketlerin değil aynı zamanda yeni kurulmuş, gelişime açık ve büyümeye hevesli KOBİ'ler de sermaye ihtiyaçlarını bu piyasalarda karşılamak için talepte bulunmaya başlamışlardır. Bu duruma verilecek en iyi örneklerden biri Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 3 farklı şirket kategorisine hitap eden borsalardır. Uzun yıllardır başarılı bir ivme yakalayarak faaliyetlerini sürdüren bu borsaların büyümesinde NYSE' e kote olmaya elverişli olmayan şirketlerin tezgah üstü pazarlarda (OTC) sermaye arttırma yollarını aramalarının da payı büyüktür.

⁸⁰ Cogerian Samuel, **The Stock Market as a Source of Finance: A Comparison of U.S. and Indian Firms**, The World Bank Policy Research Working Paper,p.1592

⁸¹ Franklin Allen, Douglas Gale, **Comparing Financial Systems**,Massachusetts Institute of Technology,2000,p.434-435

İşte bu paralelde, KOBİ borsaları uzun vadeli sermayeye erişmeyi amaçlayan, küçük ve orta ölçekli firmalar için yatırımlarını finanse etmekte ve geliştirmekte tercih edebilecekleri alternatif bir araç olarak gündeme gelmeye başlamıştır. Çünkü KOBİ borsalarında işlem görmek, yatırım yapmak ve bu pazarlara katılmak gerek KOBİ'ler gerekse yatırımcılar ve finans piyasasında çalışanlar için çeşitli avantajlar sağlamaktadır.

Sermayenin tabana yayılması, ekonomik büyümenin hızlanması, istihdamın artması, şirketlerin ucuz finansman imkânlarına kavuşması, yatırımın artması amaçlı sermaye piyasalarının desteklenmesi ve gelişmesi olgusu ekonominin vazgeçilmez temel taşlarından biridir.

Halka açık şirketler bağımsız denetimden geçme ve sermaye piyasası kanunlarına uyma koşulları sebebiyle güven verici ve istikrarlı bir görünüm arz ederler, bunun sonucunda daha fazla itibar görerek nitelikli iş gücünü çekme, Ar-Ge faaliyetlerinde ve pazarlama faaliyetlerinde minimum maliyetli ve kaliteli işler yaratırlar.⁸² Ayrıca halka açılarak borsada işlem gören şirketler, hisse senetlerini gerçek arz ve talebe göre fiyatlandırarak şirketin değerini oluşturur, ayrıca şirket ortaklarının şirket hisse senetlerini borsa aracılığı ile alma satma imkânına sahip olurlar.

KOBİ şirketleri Anadolu'da hem ülke genelinde hem de kendi bölgelerinde tanınarak oradaki yatırımcıyı sermaye piyasalarına çeker böylece yastık altındaki paralar ekonomiye kazandırılarak kalkınmışlık düzeyinin arttırılmasına katkı sağlarlar.

Halka açılmanın KOBİ'lere sağlayacağı en önemli fayda ise kurumsallaştırmayı getirecek olmasıdır. KOBİ'lerin yaklaşık tamamına yakınının aile şirketi olduğunu düşünürsek, şirketin halka açılarak kurumsallaşması ile mülkiyet ve yönetimin

⁸² James Bates and Desmond L. Hally, **The Financing of Small Business**, Sweet&Maxwell Ltd.,1982,3rd Edition,p.147-148

ayrılmasına, böylece şirketin profesyonel kişilerce yönetilmesine olanak verilmiş olur. Maliyetsiz finans kaynağına ulaşmak suretiyle yeni yatırım projeleri ile üretim kapasiteleri arttırılacak, böylece yeni iş imkanlarının doğmasına neden olunacaktır.⁸³ Buda ülke kalkınmasına yol açacak, sonuç olarak refah düzeyinin de artmasına katkı sağlayacaktır.

Halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma zorunluluğu olması nedeniyle borsada işlem gören KOBİ'lerin haberleri yerel, yurtiçi ve yurtdışı haber kaynaklarında yer alacak, bu sayede KOBİ'lerin tanıtımına ve tanınmasına olanak verecektir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, KOBİ borsalarında işlem görmenin avantajlarını şu şekilde özetleyebiliriz;

KOBİ'lere;

- Banka kredisi gibi diğer borçlanma araçlarına karşılık rekabetçi maliyet sağlar
- Şirket statüsünü artırarak, şirketin yeniden yapılanmasına olanak verir.
- Ana borsada işlem görmeye hazırlık aşaması yaratır.⁸⁴
- Şirketin hisse değerlemelerinin oluşturulması amacı ile şirket değerlemesini daimi kılar.
- Kurumsallaşmaya ön ayak olur
- Periyodik ve etkin iç kontrol mekanizmasının gelişimini sağlar,
- Şirket ömrünün uzamasını sağlar ve şirketin devamlılığında büyük etken olur.

Bu avantajlara paralel olarak borsada işlem görmenin küçük ve orta ölçekli şirket yönetimine sağladığı pozitif etkiler vardır⁸⁵;

⁸³ David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Titman, **Financial Markets and Corporate Strategy**, European Edition, Mc Graw Hill, Berkshire, p79-81

⁸⁴ Paul Burns, **Entrepreneurship and Small Business**, Palgrave Macmillan, 2nd Edition, 2007, p.365

- Şirketin sektördeki imajının güçlenmesi,
- Satış hacmindeki artış,
- Yurt içi ve dışına bilgi dağıtımındaki kalitenin yükselmesi,
- Uzun vadeli planlar ve stratejilerde kalitenin yükselmesi,
- Yönetim raporlarının kullanımının yaygınlaşması,
- Kurumsal yapının güçlenmesi

Yatırım şirketleri ve finans sektörüne;

- Finans piyasalarında yeni ürünler ve yeni işlemler yaratılmasına katkıda bulunur.
- Dinamik ve çeşitli yatırım araçlarının oluşmasını sağlar.
- Finans sektörünün statüsünü artırarak yeni iş olanakları yaratır.

Finans danışmanları ve risk sermayesi çalışanlarına;

- Yeni yatırım araçları oluşturarak sektörün ve çalışanların iş olanaklarının artmasını sağlar.
- Risk sermayesi yatırımdan kolay çıkmayı sağlayarak kar realizasyonunu hızlandırır.
- Yatırımların pazar değerini artırır.

Yatırımcılara;

- Yüksek risk ile yüksek getiri elde etmeyi olanaklı kılar.
- Farklı yatırım araçlarında birikimlerini değerlendirmelerine fırsat verir.

Ana borsa altında kurulu bir KOBİ borsası ise;

- Rekabet ortamı yaratarak kalitenin devamını sağlar.

⁸⁵ Recep Ali Küçükçolak, KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü, İMKB, Mayıs 1998, s. 77

- İşletme giderlerinin paylaşımını sağlar.
- İşletmelerin muhasebe standartlarına uyumu gerçekleştirilerek kayıtlı ekonomiye geçişlerine hazırlık sağlanır.
- Milli varlıkları sermayeye dönüştürmesinde etkilidir.

Dünya’da örneklerinin 30 yıldır görüldüğü KOBİ borsalarına yatırım yapmadaki en önemli sebebi portfolyo bazında yüksek getirisidir. London Business School profesörlerinden Dimson ve Marsh’ın FTSE (Financial Times Stock Exchange) deki küçük şirketler endeksi üzerine yapmış oldukları çalışmaları (1993-1994 yılları arasında Londra Borsasında işlem gören en küçük 1000 şirket hissesinin çalışmasıdır) uzun vadede KOBİ borsalarının ana borsalarla kıyaslandığında şirketlerin getirisinin daha yüksek olduğunu ispatlamıştır.⁸⁶

KOBİ borsaları yeni, hızlı gelişen, başlangıç aşamasında olan şirketlere ve aile şirketlerine hitap etmesi nedeniyle piyasa koşulları, işleyiş tarzları ve kayıt aşamasındaki ön koşullar ana borsaya kayıtlı şirketlere nazaran farklıdır. Bu nedenle KOBİ borsaları daha ziyade sermaye piyasalarının doğasını kavramış, potansiyel risklere ve getirilere hazırlıklı profesyonel ve deneyimli yatırımcılara hitap etmektedir.⁸⁷

2.2. KOBİ Borsalarının İşleyişi

Dünyada gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülkede ana borsa dışında KOBİ Borsalarının kurulma fikri, bir ülkenin kalkınma çabalarıyla yakından ilgilidir. Bunun sonucu olarak KOBİ Borsaları kendilerini ana borsadan farklı şekilde konumlandırmaktadırlar. KOBİ Borsaları ana borsadan farklı hizmetler sunmakla

⁸⁶ Brian Finch, Graham Woolfman, **Guide to the Alternative Investment Market**, Butterworths,GB1995,s.xix

⁸⁷ David Massey,**The Investors’s Guide to New Issues:Profit From Flotations and Initial Public Offerings**,Pitman Publishing, London,1995,s.213

beraber, KOBİ Borsalarının kotasyon şartları, işlem sistemleri, yatırımcı tipleri ve halka arza yardımcı olan özel yapıları ile kendilerine özgü sistemleri mevcuttur.

2.2.1. KOBİ Borsalarında Piyasa Yapıcılar (Market Makers)

Birçok para biriminin ve hisse senedinin el değiştirdiği günümüz finans piyasalarında, teknolojinin gelişimi ile alıcı ile satıcı hiçbir zaman yüz yüze karşılaşmamaktadırlar. Yatırımcılar kendi elektronik hesapları ile alış satış işlemleri yaptıklarında mutlaka bir aracı kurum ile çalışırlar. Menkul kıymetlerin alış ve satışı aracı kurum yetkilileri tarafından yapılıyor olsa da, bu kıymetlerin temin edildiği ve/veya satıldığı kişiler borsa simsarlarıdır (dealer). Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere gibi finans sektörü gelişmiş olan ülkelerin sermaye piyasası kanunlarında borsa simsarları; kendi nam ve hesabına menkul kıymet alışverişi yapan kişi olarak tanımlanmaktadır.⁸⁸ Kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alışverişi yapan bu kişilerin piyasayı yönlendirme güçleri vardır. Bu kişiler ana borsalarda “specialist” olarak anılırken, tezgâh üstü piyasalarda ve KOBİ borsalarında Piyasa Yapıcılar olarak adlandırılırlar.

Piyasa yapıcılar menkul kıymet alıcılarını ve satıcılarını düzenli bir biçimde bir araya getirme görevini yürütürler.⁸⁹ Ayrıca, kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alışverişi yapmak için alış ve satış hanelerine yazdıkları fiyat sayesinde hisse senedinin işlemini arttırarak likiditesini olumlu yönde etkilerler. Piyasa Yapıcıların alış ve satış tarafında sürekli olarak kotasyon vermesi esastır, bu sayede piyasa yapıcılar alış ve satış fiyatlarındaki farktan kazanç elde ederler o nedenle hiçbir Piyasa Yapıcının kaynakları sonsuz değildir. Diğer yandan menkul kıymetin fiyatını belirleme görevini üstlenmeseler bile, likiditeyi arttırma amaçlı hisse senedinin fiyat adımlarında değişiklik yapabilirler.

⁸⁸ Herbert B. Mayo, **Basic Finance;An Introduction to Financial Investments&Management**,9th Edition,Thomson,2007,s.35-36

⁸⁹ Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Investment**, 8th Edition, Mc Graw Hill, New York, International Edition, 2009,s.61-62

Para ve sermaye piyasalarında önemli bir görevi olan Piyasa Yapıcılar, KOBİ Borsalarının önemli bir unsurudur. Günümüz KOBİ borsaları, NASDAQ, JASDAQ, AIM, KOSDAQ piyasa yapıcılığı üzerine kurulmuştur. JASDAQ'ta piyasa yapıcılar, likidite sağlayıcılar olarak isimlendirilmişlerdir (Liquidity Providers). Türkiye'de 2005 yılında temelleri atılan Gelişen İşletmeler Piyasa'sı (GİP) piyasa yapıcılığı sistemini benimsemiş bulunmaktadır.

2.2.2. Kota Bazlı Piyasalar (Dealer Markets, Quota Driven) - Emir Bazlı piyasalar (Auction Markets, Order Driven-) - Hybrid Piyasalar

Hisse senedi piyasaları, emir bazlı ve kota bazlı olarak 2 farklı sisteme sahiptir. Emir bazlı hisse senedi pazarları daha çok fiyat emirli ve limit emirli olarak ikiye ayrılır ve fiyatlar alıcı ve satıcı arasındaki arz ve talebe bağlı olarak işlem hacminin yoğunluğundan dolayı kendiliğinden oluşur.

Hisse senetleri piyasasında adet ve fiyatın arz ve talebinin bir müdahaleye gerek kalmaksızın kendiliğinden oluştuğu emir bazlı sistem, açık arttırma usulüne benzemektedir.⁹⁰ Yatırımcı, şirketin işlem tahtasında oluşan fiyatlara aracı kişi vasıtasıyla istediği fiyattan alış ve/veya satış emri girer, aracı burada herhangi bir risk almaz, görevi yatırımcıya en iyi alternatifi sunmak ve onun adına alış satış yapmaktır. Bu çeşit piyasada emirler, anlık emirler ve limitli emirler olmak üzere 2'ye ayrılır. Anlık emirlerde piyasanın o andaki durumu ve fiyatına göre işlem yapılır. Limitli emirlerde ise fiyat arzu edilen fiyat adımına gelmiyorsa emirin iptal olması esasına dayanır. Emir bazlı sistemlerde aracilar (broker) vardır. Aracılar yaptıkları işlemde para kazanır, kendi nam ve hesabına işlem yapamaz ve bu yüzden de risk almazlar.

⁹⁰ Ephraim Clark, **International Finance**, Thomson, London, 2nd Edition, 2002, p.539-540

Avrupa kıtasındaki çoğu finans merkezi, Fransa, Almanya, Belçika, İtalya, İspanya ve İsviçre emir bazlı sistemi benimsemişlerdir.⁹¹

Kota bazlı hisse senedi pazarlarında ise likiditenin sağlanması için aracılardan varlığına ihtiyaç duyulur. Bu araçlar; piyasa yapıcılar, simsarlar, uzmanlardır. Piyasa yapıcılarının sisteme en büyük avantajları çift taraflı kotasyon yükümlülükleridir ki bu sayede hisse senetlerinin arz ve taleplerini dengeleyerek likiditeyi arttırmada büyük rol oynarlar.⁹² Tezgah üstü piyasalar ve KOBİ borsaları fiyat teklifi bazında işlem gören piyasalardır.⁹³ Bu sayede işlem hacmi düşük olan KOBİ borsalarının etkinliğinin artırılması ve işlem sayısının efektif olarak çoğalması amaçlanır.

İngiltere hariç diğer gelişmiş tüm ülkelerin hisse senedi pazarlarında emir bazlı piyasalar benimsenmiştir. Bu durumda New York borsası emir bazlı iken, NASDAQ kota bazlı, Londra Borsası ve AIM kota bazlı, Japon borsası emir bazlıdır.⁹⁴

KOBİ borsaları likidite sağlamak amacıyla kota bazlı piyasalarda işlem görürler. Bunun ilk ve en büyük örneği NASDAQ'tır. NASDAQ'tan model olarak alınmış ve uygulanan bir diğer piyasa ise Londra Borsasıdır. Kota bazlı sistemlerde bulunan piyasa yapıcılar; kendi nam ve hesaplarına hisse senetlerini alır satarlar, risk alırlar.⁹⁵ Piyasa yapıcılar piyasada likiditeyi arttırmakla ve bağlı oldukları piyasalarda minimum kotalı alış ve satış emri girmekle yükümlü olup hisse senetlerinin alış ve satış fiyat farklılıklarından kar elde ederler. Ayrıca piyasada likiditeyi arttırmak ve hacmi yükseltmek amaçlı olarak açığa alış ve satış yapabilecekleri gibi, fiyat adımlarında değişiklikte yapabilirler. Genel

⁹¹ Stephan Valdez, Julian Wood, **An Introduction to Global Financial Markets**, Palgrave Macmillan, New York, 4th Edition, 2003, p.172

⁹² Ayşe Berfu Aydın, **Piyasa Yapıcılığı Sistemi Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005, p.38-40

⁹³ Frank J. Fabozzi, **Institutional Investment Management Equity and Bond Portfolio Strategies and Application**, 2009, John Wiley and Sons, Inc., New Jersey, p.121-124

⁹⁴ Blake A. g.s.p.35

⁹⁵ Lindsay Fell, **An Introduction to Financial Products and Markets**, Continuum, 2000, p.82

olarak küçük yatırımcılar aracı kullanırken, kurumsal yatırımcılar piyasa yapıcıları ile çalışır. Bu sistem ve bu sistemin işlediği pazar rekabete açıktır. Belli bir hisse senedi adına aynı anda 15-20 piyasa yapıcı fiyat teklifi verebilir, verdikleri teklifleri geri çekip değiştirebilir ve böylece likiditeyi sağlar. Büyük hacimli alış ve satışlarda kota bazlı sistem emir bazlı sisteme kıyasla daha iyi işler, ancak fiyat aralıkları geniş olan ve işlem hacmi düşük olan piyasalarda bu sistemin işleyişi zor olmasına karşın likiditeyi oluşturma açısından tercih edilir.

Hybrid sistemler hem emir bazlı hem kota bazlı sistemin bileşkesidir ve ilk defa New York ve Amsterdam borsalarında kullanılmışlardır. Günümüz trendi hybrid piyasalarına doğru gitmektedir. Bu piyasalarda uzman (specialist) adı verilen kişi, piyasa yapııcılar gibi kendi nam ve hesabına işlem yapabilmekle birlikte, aracı gibi komisyon karşılığında emirleri gerçekleştirebilir. Bir başka deyişle, hybrid piyasalarda uzmanlar aracı gibi alıcı ve satıcıyı bir araya getirebilir ve aynı zamanda piyasa yapııcılar gibi likiditeyi sağlamak amacıyla kendi nam ve hesaplarına alışveriş yapabilirler.⁹⁶

2.2.3. KOBİ Borsalarında Kotasyon Koşulları

KOBİ'ler ana borsada işlem gören şirketlere göre daha riskli görüldüğünden ve ana borsanın değişkenliğini arttırdığından ana borsa içinde ayrı bir pazar veya ayrı bir tüzel yapı içinde işlem görmektedirler. Bununla beraber, ana pazarı KOBİ'lere açabilmek için kotasyon koşullarında KOBİ'lerin ihtiyaçlarına uygun bir takım farklılaştırmalara gidilmesi gerekmektedir. Bu tür bir farklılaştırma ise piyasanın "kalitesini" düşüreceği ve risk algılamasını artıracığı kaygısını ortaya çıkarabilecektir. 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

⁹⁶ Valdez, A.g.e s:27

tercih etmektedirler. Çünkü ayrı pazarlar kurulması aynı zamanda yatırımcılar için de bir “uyarı” işlevi görmektedir.⁹⁷

2.2.4. KOBİ Borsalarında Kamuyu Aydınlatma Prensibi

Sermaye piyasalarının verimli işlemindeki en önemli etkenlerden biri olan kamuyu aydınlatma prensibi, KOBİ Borsalarının da ana borsa ile benzer kurallara tabi tutulmasını gerekli kılmaktadır. KOBİ’ler küçük boyutları ve yönetsel sorunları ile yeterince riskli görüldüğünden, kamuyu aydınlatma kurallarına esneme getirilmemesi riski artırmamak açısından önemlidir. Bugüne kadar KOBİ Borsası girişimlerdeki başarısızlıkların başında kamuyu aydınlatma prensibinin yeterince uygulanmaması etkili olmuştur. Örneğin Almanya’da Neuer Markt kurulduktan sonra beklenen gelişmenin sağlanamaması üzerine kamuyu aydınlatma ilkeleri ağırlaştırılmış ve yatırımcı ilgisi ondan sonra sağlanabilmişti. İngiltere’deki AIM (Alternative Investment Market) örneğinde, kotasyon koşulu olmamasına rağmen, kamuyu aydınlatma kurallarından taviz verilmemiştir. AIM’in başarısının en önemli nedenlerinden biri olarak kamuyu aydınlatmanın etkin kullanımı olduğu görülmektedir.

2.3. Dünyada KOBİ Borsalarına İlişkin Çalışmalar

Dünyada KOBİ borsaları incelendiğinde 2 farklı oluşumla karşılaşılır. Bunlardan ilki ana borsanın idaresi altında, kotasyon koşullarında esneklik sağlanmış küçük ve gelişmeye açık şirketlerin işlem gördüğü borsalar olup bu tür borsalara en iyi örnek İngiltere’de Londra Menkul Kıymetler Borsası altında yer alan AIM (Alternative Investment Market) dir. Diğer bir oluşum ise ana borsadan farklı olarak ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulmuş olan KOBİ borsalarıdır. Bu tür borsalara tezgah üstü piyasalar

⁹⁷ KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor, TSPAKB, KOBİ’lerin Finansmanı Çalışma Platformu, Temmuz 2003, s.6

olarak elektronik ortamda işlem yapılan Amerika Birleşik Devletleri'ndeki NASDAQ'da örnek olarak verilebilir.

Dünya genelinde özellikle Avrupa kıtasında 1999 ve 2000 yıllarında Almanya, İspanya, İsviçre, Fransa gibi gelişmiş ülkelerde ana borsanın altında kurulan KOBİ borsaları, kuruluşlarının ardından 2000'li yılların başında ortaya çıkan küresel krizlerden önemli ölçüde etkilenmiş ve 2003 yılı itibari ile kapatılmışlardır.

Ana borsa dışında teşkilatlanmış bir KOBİ borsası olarak Belçika'da kurulmuş olan EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System), NASDAQ'ı model olarak almış, 9 ülkeden 42 kurucu ortak tarafından ülkeler arası ucuz maliyetli işlem ortamı yaratmak amacı ile kurulmuş, kuruluş sonrasında 60 şirket işlem görmüş, 2001 yılında işlem hacminin düşmesi sebebiyle NASDAQ tarafından alınmış ve 2003 yılında kapanmıştır. 2010 itibari ile NASDAQ'ın altında NASDAQ OMX Europe adını almıştır.⁹⁸

Bu ülkelerin arasında 2007 yılında kurulmuş olan Yunanistan borsası ATHEX altında kurulmuş olan "The Alternative Market" (EN.A.) 14 şirketin işlem gördüğü KOBİ borsası niteliğindedir. EN.A, Hellenic sermaye piyasası kurulu (HCMC) tarafından işleyiş kuralları belirlenmiş ve denetlenen bir kurum olmasına karşılık hiçbir kotasyon kuralı ve yükümlülük talep etmediği için tezgah üstü piyasa özellikleri taşımaktadır.⁹⁹

⁹⁸ Stephan Valdez, Philip Molyneux, **An Introduction to Global Financial Markets**, 6th Edition, Palgrave Macmillan, Hampshire England, 2010, p.27

⁹⁹ http://ase.gr/content/gr/announcements/Files/ENAINFORMATIONALLEAFLET%20_v1-4a_Final.pdf
(23 Haziran 2010)

2.3.1. İngiltere’de KOBİ Borsası, AIM (Alternative Investment Market)

İngiltere’de KOBİ’lere yönelik hisse senetleri pazarının ilk adımları ‘‘Rule 4.2 Market’’ ile atılmıştır. Bu pazar organize menkul kıymetler borsası tarafından denetlenmeyen daha çok borsa simsarları arasında gayri resmi olarak fiyat üzerinden pazarlık yapma esasına dayalı bir sistem olarak ortaya çıkmıştır. 29 Eylül 1995 yılında bu pazarın kapanması sonucunda bu esnada burada işlem gören KOBİ’lerin 19 Haziran 1995 yılında açılan organize ve resmi bir pazar olan Alternative Investment Market (AIM) ta işlem görmesine olanak vermiştir.¹⁰⁰

Alternative Investment Market (AIM) ilk olarak 1 Kasım 1980 yılında faaliyete geçen Unlisted Securities Market (USM) adı altında ‘‘borsaya kote olmayan şirketler pazarı’’ tanımlamasıyla ana borsanın kabul şartlarını yerine getiremeyen, aynı zamanda gelişmeyi hedeflemiş ve sermaye ihtiyacını menkul kıymet piyasalarından karşılamayı amaçlayan şirketler için KOBİ’lere yönelik bir pazar olarak kurulmuştur. USM’de 1980-1990 yılları arasında 817 şirket kote olmuş ve bu oluşum 1987 yılındaki finansal krize kadar parlak bir dönem geçirmiştir. Kuruluşunun başında başarılı olmasına karşılık Ekim 1987’deki finansal krizde işlem hacmi oldukça düşmüş ve şirket hisselerinin borsa tahtasındaki derinliğinin azalması sonucu fiyatlardaki esneklik küçük yatırımcıların aleyhine işlemiştir.¹⁰¹ USM’de işlem gören şirketlerin ana borsada işlem gören şirketlerden farklı kurallara tabi olmaması nedeniyle ortaya çıkan likidite eksikliği ve sermaye yetersizliği, USM’deki şirket sayısının 1994-1996 yılları arasında 207 den 30 a düşmesine ve 1996 yılında da tamamen kapanmasına sebep olmuştur.

‘‘The Third Market’’ 1987-1990 yılları arasında USM’nin kotasyon şartlarına uymayan küçük, yeni kurulmuş ve riski yüksek şirketlerin sermaye ihtiyaçlarını desteklemek

¹⁰⁰ Board John, Vila Anne, Wells Stephen, **Liquidity in Second Tier Equity Markets: Evidence From London’s Alternative Investment Market (AIM)**, Financial Markets Group an ESRC Research Centre London School of Economics August 1998, Discussion Paper 301

¹⁰¹ Ranald Michie, **The London Stock Exchange; a History**, Oxford University Press, 1999, p.618

amaçlı bir diğer KOBİ borsası girişimi olarak faaliyette bulunmuş, Aralık 1988 yılında USM'de 420 şirket işlem görürken bu sayı Third Market'te 57 şirkete ulaşmıştır.¹⁰² Third Market'in kapatılmasının ardından bu pazarda işlem gören şirketler USM veya Rule 4.2'de işlem görmeye devam etmişlerdir.¹⁰³

Gerek Rule 4.2 gerekse USM ve The Third Market, AIM'nin gerekliliğini kanıtlamış ve AIM, Haziran 1995 yılında Londra Hisse Senetleri Piyasası altında küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin işlem gördüğü bir pazar olarak işlemeye başlamıştır.¹⁰⁴

Bir yıl içinde, Ağustos 1996 yılı itibari ile 205 KOBİ şirket sayısına ulaşan AIM'de, bugüne kadar 3000 e yakın yerli ve yabancı şirket işlem görmüştür. Her yıl birçok şirketin AIM'ye katılmasına karşılık bu sayı son yıllarda dünyadaki finansal krizlerinde etkisi ile düşüş kaydetmiştir. 2007 yılında AIM'ye kote olan ve ilk kez halka açılan şirket sayısı 284 iken, bu sayı 2008 yılında 114'e 2009 yılında ise 36 düşmüştür.¹⁰⁵ AIM'de 2010 yılı Haziran ayı itibari ile 26 ülkeden 37 farklı sektör gurubundan şirketler işlem görmektedir.

2.3.1.1. AIM'de Piyasa Yapıcıları Ve NOMAD'lar

Uzun vadeli hisse senetleri piyasasında işlem görmek isteyen ancak ana borsanın gerekliliklerini yerine getiremeyen şirketler Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından onaylanmış yatırım bankası çalışanı veya hisse senedi broker'ı olan bir danışman tarafından AIM'ye kabul edilebilirler. Bu danışman aynı zamanda şirketin başvuru süresince gerekli olan evrakları toplamasında yardımcı olmakla birlikte aynı

¹⁰² Thomas, W. A. British Library Cataloguing in Publication Data, Billing and Sons Ltd, Worcester, 1989 p.143

¹⁰³ <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/ihtmanual/IHTM18338.htm> (21 Haziran 2010)

¹⁰⁴ Chris Mallin, Kean Ow-Yong; **Corporate Governance: An International Review**, Volume 6, Issue 4, p.224-232

¹⁰⁵ <http://www.aimlisting.co.uk/index.php/aim/post/1626/the-return-of-aim-in-2010> (23 Haziran 2010)

zamanda şirketin sponsorluğu görevini de yürütür. Hisse senetleri fiyatlarının belirlenmesi ve halka açılma tarihini de aynı danışman üstlenmek zorundadır. AIM’de işlem görecekt şirketlerden hiçbir şekilde, şirket büyüklüğü, yaşı, kuruluş şekli gibi kriterler istenmez. Ancak mutlaka işlemler başladıktan sonra aynı ana borsada olduğu gibi fiyat dengelerini koruyarak yatırımcıların menfaatlerini gözetecek en az 1 piyasa yapıcısı görevlendirilmek zorundadır.¹⁰⁶

AIM’de işlem gören bütün şirketler ‘‘Nominated Advisor’’ (NOMAD) adı verilen danışmanlar tarafından yönlendirilir ve denetlenir.¹⁰⁷ Bu danışmanlar Londra Borsası tarafından atanan ve Londra Borsası denetiminde çalışan kişilerdir. Londra Borsası tarafından atanan ve denetlenen bu danışmanlar sayesinde yatırımcılar güvenli ortamda işlemlerini yapabilmektedir. NOMAD’ın uygunsuz ve etik olmayan bir davranış durumunda LSE tarafından görevine son verilir. Eğer NOMAD görevinden kendisi istifa ediyorsa, bu durumda şirketin işlemleri bir başka NOMAD atanıncaya kadar durdurulur. Eğer bir ay içerisinde şirket kendisine yeni bir NOMAD bulamaz ise şirket AIM den ayrılmak durumunda kalır.¹⁰⁸

AIM’ye birçok şirket, dünyanın her ülkesinden sermayesine ve sektörüne bakılmadan kabul edilir. AIM’ye uygunluğu denetleyenler NOMAD’lardır. NOMAD’lar, başvuru sahibin hazırlaması gereken şirket raporları, iş planları ve bütçe planlarına bakarak kararlarını verirler. Bu süreçte NOMAD’lar aday şirketlere danışmanlık yaparlar.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Mike Buckle, John Thompson, **The UK Financial System Theory and Practice**, Manchester University Press, 4th Edition, 2004,p.161-162

¹⁰⁷ Chris Mallin, Kean Ow-Yong; **Corporate Governance in Alternative Investment Markets (AIM) Companies**;The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, 2008,p.1

¹⁰⁸ David Blake, **Financial Market Analysis**,2nd Edition,John Wilwy&Sons, 2002,p.35

¹⁰⁹ Susanne Espenlaub, Arif Khurshed,Abdul Mohammed; **Is AIM a Casino? A Study of the Survival of New Listing On the UK Alternative Investment Market (AIM)**,Manchester Accounting&Finance Group, Manchester Business School,2008, p.8-9

NOMAD'lar tarafından onaylanan adaylar London Stock Exchange tarafından AIM'ye kabul edilirler.¹¹⁰

2.3.1.2. AIM'nin İşleyişi

AIM'nin işleyiş biçimi sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı sistemine dayanır ve SEATS PLUS (The Stock Exchange Alternative Trading Service) adlı işletim sistemi ile çalışır.¹¹¹ Bu sistem, AIM'deki küçük ve gelişmekte olan şirketlerin işlemlerine hacim ve likidite sağlamak amaçlıdır. Bu durumda Şirketler AIM'ye girerken en az 2 piyasa yapıcısı ile çalışmak zorundadırlar. En az 2 piyasa yapıcısının bulunmadığı durumlarda hisse senedi almak veya satmak isteyen yatırımcılar "bulletin board" adlı eşleşen alıŖ satıŖ bazlı ve önceden rezerve etme anlamını taşıyan sistemi kullanırlar. Hiçbir piyasa yapıcısı satacak veya alacak karşılıklı bir yatırımcı bulmadan işlem yapmak istemez. Bu nedenledir ki yatırımcılar arzın olmadığı yerde alıŖ, talebin olmadığı yerde satıŖ yapamazlar. Bu sistem az işlem gören hisse senetlerinde (thinly-traded shares) likidite sıkıntısını çözmek amaçlıdır. SEATS PLUS piyasa yapıcılarına bu tür piyasalarda işlem yapmasını kolaylaŖtıran bir elektronik ekranlı sistemdir. Piyasa Yapıcı alıŖ ve satıŖ fiyatını girdikten sonra, aracı kiŖi potansiyel alıcı veya satıcı olduğunu belirtmek zorundadır. (Ana borsada buna benzer kullanılan sistemin adı SEAQ'dır ancak SEAQ'ta aracı, piyasa yapıcısına potansiyel alıcı veya satıcı olduğunu belirtmek zorunda değildir.) Eğer piyasa yapıcı teklifi kabul ederse önceden belirlenmiŖ alıŖ ve satıŖ fiyatlarından işlem yapılır. Yapılan işlemin miktarı ve zamanı rapor edilmelidir ancak işlemin fiyatı , işlemi takip eden 5 gün içerisinde rapor edilebilir. Eğer 2. piyasa yapıcı işlem yapmayı tercih ederse hisseler SEAQ'a transfer olur.

¹¹⁰ Stephane Rousseau, **London Calling?: The Experience of The Alternative Investment Market and The Competitiveness of Canadian Stock Exchanges**, Banking & Finance Law Review; Oct 2007; 23, 1; CBCA Business, p.72

¹¹¹ A Practical Guide to Listing, London Stock Exchange, September 2002, p.23

Seyrek işlem gören, az el değiştiren, halka arz ile statüsünü ve sermayesini artırmayı hedefleyen en küçük şirketler için kullanılan bu sistem, en büyük 350 şirkete yatırım yapan kurumsal yatırımcıları cezbetmek amaçlı olarak Londra Borsası tarafından likiditeyi sağlamak amaçlı kurulmuştur çünkü AIM'deki arz talep dengeleri ana borsaya oranla çok değişkendir. Ana borsada arz talep dengeleri %5 civarında iken, AIM'de bu oran %2 den %20 ye kadar yayılabilmektedir.

2.3.1.3. AIM'de KOBİ'lere Vergi Avantajı

Yatırımcıları bu pazarda işlem yapmaya özendirmek amaçlı olarak bir takım vergi avantajları bulunmaktadır. Yatırımcılar, Sermaye Kazanç Vergisi (Capital Gain Tax - CGT), Veraset ve İntikal Vergisi (Inheritance Tax - IHT), İşletme Yatırım Sistemi (Enterprise Investment Schemes - EIS), Girişim Sermayesi Ortaklığı (Venture Capital Trusts - VCTs) türü vergilerden muaf olurlar veya indirim tabii tutulurlar. Örneğin 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. KOBİ'ler AIM'ye yaptıkları 400.000 İngiliz pound değerindeki yatırımlarından minimum üç yıl boyunca tutma şartıyla, hisse senedi değer artış kazancı vergisinden muaf tutulurlar. AIM'de işlem gören şirketler veraset vergisinden de yüzde 100 muafır. Risk sermayesi yatırımcıları yatırımlarını 5 yıldan az olmamak koşulu ile yaptıklarında yüzde 30 oranında vergi indirimine sahip olup, elde ettikleri gelirlere vergi ödemezler.¹¹²

2.3.1.4. AIM'nin Özellikleri

AIM, dünya çapındaki her türlü sektörde faaliyet gösteren ve aranan giriş koşullarını karşılayabilen tüm KOBİ'lere açıktır. Esnek giriş koşulları sebebiyle şirket büyüklüğü ile ilgili bir kriter bulunmamakta ve kotasyon için gerekli olmamaktadır. AIM piyasası,

¹¹² <http://www.moneyweek.com/investments/stock-markets/should-you-invest-in-aim.aspx> (23 Haziran 2010)

yatırımlarını farklı bir yönde dağıtmak isteyen, yeni kurulmuş KOBİ'ler, aile şirketleri ya da yurtdışında faaliyet gösteren firmalar için ideal bir pazardır. Globalleşen ekonomi ile birlikte dünya çapında birçok büyük ve yerleşmiş şirket de AIM'nin sunduğu avantajlardan yararlanmaktadır.¹¹³

Nisan 2006'da İngiliz finans piyasası uzmanları ile yapılan toplantıda Türk KOBİ'lerinin de AIM'de işlem görebilmelerinin mümkün olduğuna dair konuşmalar yapılmış ve toplantıda AIM'de işlem görebilmesi için şirketlerin yapması gerekenler kısaca şu şekilde belirtilmiştir;¹¹⁴

- * Başvuran KOBİ'nin, ürün ve hizmetlerini anlatan ve piyasaya girme nedenini açıklayan bir iş planı oluşturulmalı,
- * KOBİ'nin büyüme potansiyeli olduğu kanıtlanmalı,
- * Güçlü yönetim ekibi oluşturulmalı,
- * Mülkiyet ve muhasebe gibi finansal konularda şeffaflık olmalıdır.
- * Piyasa girişini olumlu etkileyebilmesi için KOBİ'nin ilk borsa değerinin (eğer piyasaya gerçekten girme beklentisi içindeyse) en azından 10 milyon Euro yani 20 milyon YTL civarında olması gerekir.

AIM'ye katılmak için sadece gereken giriş şartların yerine getirilmesi yeterli değil, KOBİ'nin AIM'ye katıldıktan sonraki performansının nasıl olabileceği öngörüsünde KOBİ'nin AIM'ye kabulünde önemli bir faktördür. KOBİ'nin yatırımcılar açısından yatırıma uygun görülmesi, ilgi çekici olması gereklidir. Bunun için gerekli olanlar kriterler şu şekildedir:

¹¹³ Mike Buckle, John Thompson; **The UK Financial System, Theory and Practice**, 3rd Edition, Manchester University Press,1998,p.165-166

¹¹⁴ KOBİ Efor Dergisi; "KOBİ'ler Londra Yolcusu" http://www.kobi-efor.com.tr/haber_detay.asp?id=1590 (20 Haziran 2010)

a) Karlı ve gerçekçi bir iş planı; Şirketin günümüz ekonomik koşullarında ilgi çekecek bir ürüne ve hizmete sahip olup olmadığı, popüler bir sektörden olup büyüme potansiyelinin olasılığı, karlarının ne şekil yatırıma dönüştürüleceği;

Uygun özelliklere ve deneyime sahip kişilerden oluşmuş profesyonel ve güçlü bir yönetim ekibi;

b) Muhasebede şeffaflık; Yatırımcıların bu pazara girerken alacakları riskleri tanımlayabilecekleri bir ortamın olması, likiditeyi arttıracığından şirketler güçlü mali denetim ve idari raporlandırma sistemlerine özellikle dikkat edecekleridir.

Şirket yönetimi; Şirketin kurallarının geçerli ve uygulanabilir olması AIM için önemlidir.

c) Zamanlama ve pazar fikri; Verilecek olan iş planında bu konulardan bahsedilmeli, AIM'nin şirketin gidişatını takip edebilmesi gereklidir.

KOBİ, AIM'ye kotasyonunu gerçekleştirdikten sonra devam eden yükümlülükleri aşağıdaki gibidir:

- Her zaman bir Nomad ile broker bulundurulması;
- Hisse fiyatlarındaki veya şirket faaliyetlerindeki performans değişiklikleri gibi hususların anında duyurulması;
- Yöneticilerin ve ilgili çalışanların yakın bir zamanda hisselerle ilgilenmediklerinden emin olunması;
- Hisse senetlerin veya tahvillerin elektronik ortam için uygun olduğuna dair emin olunması;
- İngiltere Muhasebe Sistemine ya da Uluslararası Muhasebe Standartlarına uygun olması gereken yarım yıllık raporların ve yıllık mali bildirimlerin hazırlanması.

Görüldüğü üzere Londra Hisse Senetleri Piyasası'na kıyasla AIM'nin yükümlülükleri oldukça hafiftir. Londra Hisse Senetleri Piyasası'nda (LSE) bir şirketin işlem görebilmesi için söz konusu şirketin en az üç yıllık ticari kaydının olması, ilk halka arz da hisselerinin minimum %25'inin halka açılması ve hisse senetleri ikincil piyasada işlem görmeye başladığı andan itibaren gün içinde ulaşılması gereken minimum işlem hacmi şartları vardır. AIM'de ise şirketin kuruluş yılı ve yaşına bakılmaksızın

KOBİ'leri AIM'de işlem yapılmasına izin verilir.. KOBİ'ler için ticari kayıt aranmaz ayrıca minimum halka arz oranı ve minimum işlem hacmi yoktur.

2.3.2. Amerika Birleşik Devletleri'nde KOBİ Borsası, NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)

1971 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde "The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System" (NASDAQ) adı ile bilgisayar üzerinden elektronik ortamda işlem yapılan sistem kurulmuş, borsa tacirlerinin piyasa yapıcılığı sistemini elektronik ortama taşımasına olanak sunulmuştur.

2.3.2.1. NASDAQ Altındaki Pazar Çeşitleri

Dünyada bilgisayar üzerinden elektronik ortamda işlem yapılabilen sistemi ile KOBİ Borsaları için ilk ve en önemli örneklerden birini oluşturan Nasdaq, ilk kuruluşunu takiben 2 bölüme ayrılmıştır. Birincisi en çok işlem gören şirketlerin olduğu Pazar olan National Market System (NMS), ikincisi ise, küçük işletmelerin işlem gördüğü Pazar olarak adlandırılan Nasdaq Smallcap Market'tir.¹¹⁵

İşlem yapılan fiziki bir ortamı olmadığı ve elektronik ortamda emirlerin gerçekleştiği bir sistem olduğu için NASDAQ Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 3 tezgahüstü piyasadan biridir. A.B.D'de ki sermaye piyasalarını sınıflandırmak gerekirse;

1. Borsaya kayıtlı hisse senetleri

a) Ulusal Borsalar (NYSE)

¹¹⁵ Jerry W. Markham, **A Financial History of the United States**, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, New York, 2002, p.185

- b) Bölgesel Borsalar (Boston Stock Exchange, Pasific Exchange)
- 2. NASDAQ'a kayıtlı tezgahüstü piyasalar
 - a) NASDAQ Ulusal Pazar (NNM)
 - b) NASDAQ Küçük sermayeli şirketler (Capital Market Issues)
- 3. NASDAQ'a kayıtlı olmayan tezgahüstü harici şirketler
 - a) OTC Bulletin Board (OTCBB)
 - b) The National Quotation Bureau (NQB) Pink Sheets

Ulusal pazarlar, bölgesel pazarlar ve NASDAQ kayıtlı hisse senetleri sınıfına girer ve kote olma koşulları vardır. Ancak, üçüncü bölümdeki borsalar kayıt dışı borsalar olarak işlem yapmaktadırlar. Bu tip pazarlar sadece elektronik işlemlere açıktır ve en az sermayeli şirketler burada işlem görürler.

NMS'de işlem görecekt şirketler finansal açıdan gerekli kriterleri taşıması gerekmektedir. Bu şirketlerin NMS'de işlem görmesi için danışmanlık yapacak ve piyasa yapıcılığı işlevini yerine getirecek en az 3 tane piyasa yapıcısı olması koşulu vardır. Bu şirketlerin Amerika Birleşik Devletleri Sermaye Piyasası'na kayıt yaptırmaları mecburidir. NASDAQ SmallCap Market ise bu koşulları talep etmeyen, kote şartları NMS'ye oranla üçte bir daha az olan küçük sermayeli firmaların işlem gördüğü pazardır.¹¹⁶ NASDAQ SmallCap Market'ta işlem gören şirketler, gelişmelerini tamamladıktan sonra NMS'ye transfer olurlar.

27 Eylül 2005 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Amerikan Sermaye Piyasası kurulunun 13 Eylül 2005 tarihinde verdiği kararla NMS (National Market System) ve NSM (Nasdaq Smallcap Market) aynı isim altında toplanmıştır. Pazar katılımcılarının ve bu pazarda işlem gören şirketlerin, sermayelerine ve şirket aktiflerine bakılmaksızın aynı çatı altında toplanılması amacıyla getirilen bu düzenleme ile yeni pazarın adı

¹¹⁶ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8th Edition, Thomson South-Western, Ohio, 2006, p.120

Nasdaq Capital Market olarak değişmiştir.¹¹⁷

NASDAQ, teknoloji, bilişim ve internet şirketlerinin ve KOBİ'lerinin dünya piyasalarında ilk defa elektronik ortamda işlem yapıldığı Amerikan hisse senetleri piyasasında New York Stock Exchange (NYSE)' den sonra piyasa değeri açısından ikinci sırada yer alan borsadır.¹¹⁸ Günümüz ekonomisinde hisse senetleri pazarının fiziksel bir yeri olması gerekmediğini kanıtlayan, aracılarn ve piyasa yapıcılarının elektronik ortamda karşılaşp işlemlerini gerçekleştirdiğı NASDAQ'ı NYSE'ten ayıran en büyük bir diğer özelliğı de her şirket için birden fazla birbirleriyle rekabet halinde olan piyasa yapıcısının olmasıdır.¹¹⁹ Piyasa yapıcılarının rekabeti, alış satış fiyatlarının çeşitlenmesine ve sermaye üretme kapasitesinin artmasında önemli rol oynar.¹²⁰

2.3.2.2. NASDAQ ve Piyasa Yapıcı Sistemi

Her piyasa yapıcı, diğer tüm katılımcılarında görebileceğı şekilde alış ve satış fiyatlarını NASDAQ'ın elektronik sistemine girer. NASDAQ'ın sistemi, fiyatları ve emirleri sıraya sokarak düzenler. Bu sayede yatırımcı o an için söz konusu en iyi fiyatı sistemden görmüş olacaktır.

2.3.2.3. Nasdaq'ın İşlem Sistemi

NASDAQ fiyat teklifli pazar şeklinde kurulmuştur. Piyasa yapıcılarının fiyatları belirlemesi ve aracılarn hisse senetlerini piyasa yapıcılar vasıtası ile almaları esasına dayanmaktadır. 2002 yılında Super Montage sistemine geçilmesiyle NASDAQ hibrit bir piyasa halini almış, hem emir bazlı hem de fiyat bazlı bir pazara dönüşmüştür. SuperMontage sistemi piyasa yapıcılarla birlikte dealer (aracı)larada fiyat belirleme

¹¹⁷ http://www.nasdaq.com/newsroom/news/pr2005/ne_section05_098.stm (22 Haziran 2010)

¹¹⁸ Kühle P. Martin, **Global Stock Markets: Microstructure Trading Mechanisms and Bid Ask Spreads**, Libri, Norderstedt, Germany, p.33

¹¹⁹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, **Corporate Finance**, Pearson Education, Boston, 2007, p.13

¹²⁰ Frank Fabozzi, Franco Modigliani ve diğerleri, **Foundations of Financial Markets and Institutions**, Prentice Hall, New Jersey, 3rd Edition, 2002, p.332-333

hakkını doğurmuştur. Dealer'lar 5 fiyat adımına alış ve satış fiyatları girebilmekte ve SuperMontage sistemi sayesinde isim açıklama zorunluluğu olmadan zaman ve fiyat önceliği avantajı elde edebilmektedirler. SuperMontage emirlerin girildiği ve gerçekleştiği NASDAQ'a ait bir sistem olarak özelliğini korumaktadır.¹²¹

2.3.3. Kore'de KOBİ Borsası, KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotation)

Kosdaq Borsası, 1996 yılında, bilgi teknolojisi (knowledge-based) ve yüksek teknoloji (high-tech) şirketleri ile küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansman sağlamasını kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. Başlıca faaliyetleri; yatırımcılara yeni ve çeşitli yatırım araçları sunmak, girişim sermayesi ve yeni gelişen iş kolları için fon sağlanmasına aracılık etmek, yatırım sermayesi kapsamında girişim sermayesi şirketlerinin yeni fon ihraç etmesini kolaylaştırmaktır. Kosdaq'ın vizyonu Asya'da önde gelen yüksek teknoloji şirketlerinin borsası olmasıdır.¹²²

2.3.3.1. KOSDAQ'ın Özellikleri

Haziran 1996 yılında kurulan Kore'nin tezgahüstü piyasası olan KOSDAQ, NASDAQ'ı model alarak KOBİ şirketlerinin ve teknoloji şirketlerinin sermayeye erişiminde kolaylık sağlamak açısından elektronik ortamda işlem yapan bir borsa olarak kurulmuştur. Kore borsası altında kurulmuş olan KOBİ borsasının amacı, KSE'ye kote olamayan orta ve küçük ölçekli firmalara sermaye sağlamaktır.¹²³ KOSDAQ 2000 yılında düşüş eğilimine geçmiş¹²⁴ olmasına karşılık Şubat 2003'te 868 adet şirketin kote

¹²¹ A,g,e s:131 (Fabozzi)

¹²² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, Nisan 2004

¹²³ Judith Cherry, **Republic of Korea**, Cassell Business Briefings, 1993,p.261

¹²⁴ United Nations Conference on Trade and Development, "Improving the Competitiveness of SME's through Enhancing Productive Capacity" Proceedings of Four Expert Meetings, New York and Geneva,2005,p.9

olduğu verimli bir piyasa durumuna gelmiştir. Günlük fiyat adımlarındaki değişim %12 olan KOSDAQ'da aracı kurum komisyonu alınmamaktadır.¹²⁵

KOSDAQ'ta Eylül 2006 itibariyle kayıtlı 945 şirket, 957 adet hisse senedi vardır. KOSDAQ'ta yer alan şirket sayısı Kore Borsası'na kayıtlı şirketlerin hemen hemen yarısı olmasına rağmen, KOSDAQ'ın Pazar değeri Kore Borsası'nın %1'inden azdır. Diğer KOBİ borsalarında olduğu gibi KOSDAQ'ta da alış satış kotasyonları arasındaki fark büyük olduğundan dolayı likidite sıkıntısı vardır. 2008 yılında Kore'deki girişim sermayesi şirketlerinin halka arzı ve küçük yatırımcının ilgisi karşısında KOSDAQ'taki işlemler hareket kazanmıştır. Telekomünikasyon ve internet ilişkili şirketleri içeren girişim sermayesi firmalarının hisse senedi fiyatları yükselmiştir.

2.3.3.2. KOSDAQ'a Kote Olma Koşulları

Şirketlerin KOSDAQ'a kote olabilmeleri Kore Borsası'na kıyasla daha kolaydır. Genelde girişim sermayesi şirketlerinin halka arzına konu olan KOSDAQ'a kote olabilmek için ilk olarak girişim sermayesi şirketlerinin şartlarına uymak söz konusudur ki bunlar;

a) Toplam ihraç edilmiş hisse senetlerinin %30'u veya 1,5 milyon adet olması durumunda %10'u halka açılmalıdır.

b) 500 veya daha fazla hissedar olmalıdır.

Bu şartlardan sonra KOSDAQ'ın genel şartları gerekmektedir ki bunlar;

a) 3 yıllık bir faaliyet süresine sahip olma

b) Ödenmiş sermayenin en az 500 milyon dolar ve borç/öz sermaye oranının kabul edilebilir sektör ortalamasının 1,5 katından daha az olması.

c) Önceki yıl kar etmesi şeklinde sıralanabilir.¹²⁶

¹²⁵ K.Thomas Liaw, **Capital Markets**, Thomson South Western, 2004, p.484

¹²⁶ İdil Özlem Koç, **Dünyada Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasaların ve Türkiye'de Gelişen İşletmeler Piyasasının (GİP) Karşılaştırılması**, Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, 2008, Cilt:45, sayı:515, s.91

Kosdaq, Kore Borsası'na göre daha basit olan kotasyon şartları ve yüksek teknoloji şirketlerinin pazarı olarak tanınması nedeniyle tercih edilmektedir.

2.3.3.3. KOSDAQ'ın İşlem Sistemi

KOSDAQ'ın işlem sistemi, KETRA, (Kosdaq Electronic Trading System) elektronik alım-satım sistemidir.¹²⁷ Piyasa yapıcısı veya buna benzer bir sistem bulunmamaktadır. Fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren elektronik alım ve satım sistemi aracılığıyla ‘Çoklu Fiyat- Sürekli Müzayede’ yöntemine göre oluşmaktadır.¹²⁸

2.3.4. Japonya'da KOBİ Borsası, JASDAQ (Japan Association of Securities Dealers Automated Quotation)

Japonya'da Tokyo Borsası ve Osaka Menkul Kıymetler Borsası olmak üzere 2 ana borsa bulunmaktadır. Son 50 yılda gelişen ve Japonya'daki hisse senetleri işlemlerinin %85 inden fazlasının gerçekleştiği borsa olan Tokyo Borsası, Japonya'nın en büyük borsasıdır. Hisse senetlerinin halka arzını ve ikincil piyasalardaki işlemlerini belirleyen belirli bir kanun hükmü olmasına rağmen, her borsa işlem görecekt şirketlerin kurallarını kendi koyar. Kotaya alınma kurallarına uymayan şirketler için Ekim 1991'den itibaren işlemlerine başlayan Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotations (JASDAQ) adı altında elektronik ortamda işlem yapılan bir tezgahüstü piyasa açılmıştır.¹²⁹

¹²⁷ The KOSDAQ Stock Market Inc., **KOSDAQ 2003 Annual Report**,

¹²⁸ Inseok Shin, **Evolution of the Kosdaq Stock Market:Evaluation and Policy Issues**, Korea Development research Institute, 2005, Tokyo Club Foundation for Global Studies

¹²⁹ K.Thomas Liaw, **Capital Markets**, Thomson South Western, 2004, p.440-441

Temelleri 1949 yılında Japon sermaye piyasası aracıları derneği (Japan Securities Dealers Association) tarafından tezgah üstü piyasa işlemlerine dayanan bu oluşum 1961 Haziranında Tokyo ve Osaka gibi organize piyasaların kurulması ile dağılmasına karşılık 1963 yılında Japonya'nın hızlı gelişen KOBİ'lerinin sermaye ihtiyaçlarının karşılanması amaçlı kayıtlı tezgah üstü piyasa sistemine göre yeniden kurulmuştur. 1983 yılında kayıt şartlarının hafifletilmesi ile KOBİ şirketlerinin ve risk sermayesi şirketlerinin işlem görebileceği JASDAQ doğmuştur. Bu tarihte JASDAQ'a kote olan şirket sayısı 111, işlem miktarı 38,92 milyon adetti. 2004 Aralık'ta ise JASDAQ Menkul Kıymetler Piyasası haline gelmiş, 2006 Aralık ayında piyasaya kote olan şirket sayısı 971'e, işlem hacmi ise 13,36992 trilyon Yen'e ulaşmıştır¹³⁰. Hedefi "değer yaratan pazar" (Value Creation Market) olan JASDAQ Aralık 2009 tarihinde şirket sayısı 883, piyasa değeri ise 8,30 trilyon Yen¹³¹, Haziran 2010 tarihinde ise 976 şirket JASDAQ'ta işlem görmektedir.

JASDAQ 2010 Nisan ayında Osaka Menkul Kıymetler Borsası ile birleşmiş, bu birleşmeden sonra JASDAQ ve NEO, Osaka Menkul Kıymetler Borsası altında işlem görmeye başlamıştır.

NEO (New Entrepreneurs' Opportunity), gelişme potansiyeline sahip, yeni iş alanlarındaki ve farklı sektörlerdeki girişimlerin, aynı zamanda teknoloji şirketlerinin işlem gördüğü bir borsa olarak 2010 yılında, sermayelerini arttırmayı hedefleyen girişimcilerin finans piyasalarından faydalanması amacı ile kurulmuştur. Yunanca "neos" yani "yeni" anlamı taşıyan ismi ile yeni girişimler ve yeni fırsat alanları ibaresini temsil etmektedir. Bu nedenle farklı yatırım araçları arayan yatırımcıların teknoloji şirketlerine ve gelişime açık şirketlere yatırım yapma fırsatını doğurmaktadır. NEO aynı zamanda kamuya açıklık ilkesini uygulama prensibi getirmiştir. Bu nedenle NEO'da işlem göreceği yeni girişimlerin şeffaflık ilkelerine uyması zorunlu kılınmıştır.

¹³⁰ http://www.jasdaq.co.jp/data/english/guide_e1-11.pdf (27 Haziran 2010)

¹³¹ http://www.jasdaq.co.jp/guide/guide_15_en.jsp (25 Haziran 2010)

NEO'ya kabul şartları arasında teknoloji şirketi olmasının yanı sıra Japonya Teknoloji Değerleme ve Danışma Komitesinin (Technology Evaluation Advisory Committee) NEO'ya başvuruda bulunan şirketlere onay vermesi gerekmektedir. Bu çerçevede komite başvuru yapan şirketten, iş alanına dair gerçekleştirdiği ve gerçekleştirmeyi planladığı projeleri ile ilgili rapor talep eder. Bu rapor aynı zamanda kamuyu bilgilendirme ve şeffaflık anlamını da taşır. Şirketler iş planları ile birlikte sundukları bu raporları her yıl yenilemelidirler. NEO'ya kabul aşamasında Osaka Stock Exchange (OSE) bu komitenin kararına itimat eder ve komitenin vermiş olduğu kararı uygular. NEO'da işlem gören şirket sayısı 7'dir.¹³²

NEO'da işlem gören şirketler, JASDAQ'ta işlem gören şirketlere oranla daha yeni girişimlerdir bu yüzden NEO'nun kabul şartları NASDAQ'a oranla daha farklıdır. NEO'da işlem görecektir şirketler için JASDAQ'tan farklı olarak, NEO'ya başvuran şirketlerin yeterliliğini denetlemek üzere Teknik Danışma Komitesi oluşturulmuştur. Ayrıca NEO'daki şirketler için kısa ve uzun vade deki iş ve gelişme planlarının sunulmasını gerekli kılan uygulama başlatılmıştır.

2.3.4.1. Jasdaq'ın Altındaki Pazar Çeşitleri

TSE ve OSE gibi ana borsaların dışında, Japonya'da JASDAQ haricinde 2 tane daha gelişmekte olan KOBİ'lere yönelik KOBİ borsaları bulunmaktadır. Mothers ve Herkülles adları ile anılan bu piyasalarda JASDAQ'a oranla sermayesi daha az olan firmalar kayıtlıdır. Aralarında kote olma kuralları en kolay olan Mothers'dır.¹³³ Bu 3 borsanın rekabeti halka arzlardaki sayının artmasını sağlamış aynı zamanda da alternatif

¹³² <http://www.jasdaq.co.jp/stockprice.jsp?snd=http://quote-jasdaq.qhit.net/jasdaq/qsearch.exe?F=screening%2Fscreen> (25 Haziran 2010)

¹³³ Berna Kırkulak, Colin Davis; **Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From the Japanese IPO Market**, Pasific-Basin Finance Journal, Volume 13, Issue 4, September 2005, p.451-470

piyasalara yatırım yapmak isteyen yatırımcı için farklı pazarlar yaratmıştır.¹³⁴ Ekim 2010'dan itibaren Herkül ile JASDAQ'ın birleşip yaklaşık 1000 adet kote olan şirket sayısı ile Japonya'nın en önde gelen KOBİ borsasının temellerinin atılması planlanmıştır.¹³⁵

2.3.4.2. Piyasa Yapıcılar ve Likidite Sağlayıcı Programı

JASDAQ ve NEO sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı sistemi üzerine kurulmuştur.¹³⁶ Piyasa yapıcılığı ve sürekli müzayede sistemi Mart 2000 yılından itibaren devam etmektedir. Bu sisteme ek olarak Nisan 2008 yılında JASDAQ ve NEO için yeni geliştirilen Likidite Sağlayıcı Programı (Liquidity Provider Program) devreye girmiştir. Gelişime açık KOBİ şirketlerine ve risk sermayesi şirketlerine avantaj sağlayan bu program pazara canlılık getirmek ve likiditeyi arttırmak amaçlı tasarlanmıştır. Likidite sağlayıcı programı, JASDAQ ve NEO borsasında elektronik ortamda emirleri gerçekleştiren piyasa yapıcıları gibi çalışırlar. JASDAQ'ta oluşan fiyatlar üzerinden kendi namına işlem yapan bu likidite sağlayıcılar Osaka Menkul Kıymetler Borsası'nın üyeleridir. JASDAQ ve NEO'daki hisse senetlerine likidite sağlamak üzere anlaşma yapan likidite sağlayıcılar, her gün kendi inisiyatiflerinde alış ve satış fiyatlarını belirlemek ve uygulamakla yükümlüdürler.

Borsalarda likid bir ortam yaratılması risk paylaşımı ve bilgi edinmedeki maliyeti azalttığı için önemli bir rol oynamaktadır. Borsaların ortak işlem sistemi olan piyasa yapıcılığı sistemi sayesinde likiditenin sürekliliği sağlanır. Piyasa yapıcılığı, kısa

¹³⁴ Mitsuru Mizuno, **The Development of Initial Public Offering Markets for Emerging Companies in Japan**, Pasific Economic Review, 11:4 (2006) p.503

<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118633681/PDFSTART> (27 Haziran 2010)

¹³⁵ Nomura Research Institute Ltd.: OSE/Jasdaqmerger's significance and the Future of Japan's Venture Markets, Vol.78 (10 May 2010) p.2

<http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2010/pdf/lkr201078.pdf> (27 Haziran 2010)

¹³⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, Ocak 2006

dönemli hisse senetleri fiyatlarındaki dinamizmi, yatırımcıları, araştırmacıları ve kural koyucuları etkiler.¹³⁷ Piyasa yapıcılarının yükümlülükleri ve kuralları likidite sağlayıcılardan daha fazladır. Piyasa yapıcılar belirli bir bant aralığında emir vermek zorundayken, likidite sağlayıcıların bu tür bir zorunlulukları olmamakla birlikte pozisyon tutma zorunlulukları da bulunmamaktadır.

2.3.4.3. JASDAQ'ın Özellikleri

JASDAQ'ta işlem gören şirketlerin en önemli özellikleri farklı sektörlerde yer alan şirketlerden oluşmasıdır. Servis sektörü, ulaşım sektörü, teknoloji sektörü gibi sektörlerin yanı sıra sağlık sektörü, eğitim sektörü, eğlence sektöründen şirketlerde JASDAQ'ta yer almaktadır. Sadece tanınmış şirketler değil, Japonya'nın dört bir yanından gelişime açık muhasebe sistemi düzgün işleyen ve finansal olarak şeffaf politika izleyen tüm şirketler JASDAQ'ta yer almaktadır. JASDAQ'ta işlem gören şirketlerin % 36,10'u üretimi, %27,48'i ticareti olmak üzere, %12,93 ile Ulaşımı ve iletişim sektörünü, %12,82'de servis sektörünü oluşturmaktadır.

KOBİ borsalarında işlem payı en büyük olan yatırımcı profili bireysel yatırımcılardır. Şirket ana borsaya geçene kadar bireysel yatırımcıların KOBİ borsalarına katkıları büyüktür.¹³⁸ OSE (Osaka Securities Exchange) tarafından yayımlanan 2009 yılı işlem hacmi ve işlem değeri kataloğunda belirtildiği üzere, 2009 yılı işlem hacmi ve değerinde en büyük katkıyı %60 ile bireysel yatırımcılar yapmıştır. Bireysel yatırımcıları takiben %24,9 ile yabancı yatırımcılar ve %6,1 ile finansal yatırım şirketleri yer almaktadır.¹³⁹

¹³⁷ Oreg Bonderanko; **Competing Market Makers, Liquidity Provision, and Bid-Ask Spreads**, Journal of Financial Markets, 4, 2001, p.269-308

¹³⁸ Jun Uno, Mai Shibata ve diğerleri; **Listing Change and Stock Price: Impact of Shareholder Diversification and Changes in Liquidity**, Bank of Japan Working Paper Series, No.04-E-15, November 2004

¹³⁹ http://www.jasdaq.co.jp/guide/guide_15_en.jsp (27 Haziran 2010)

2.3.5. Türkiye’de KOBİ Borsası ve KOBİ Borsasına Yönelik Çalışmalar

KOBİ’ler için ayrı bir borsa kurma fikri bir ülkenin kalkınma çabalarının bir göstergesidir. KOBİ’lerin ekonomideki önemi nedeniyle birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de bu konuda çaba sarf edilmekte ve çalışmalar yapılmaktadır. KOBİ’ler için ayrı bir borsanın oluşturulması çalışmaları onların sorunlarını anlayan ve onlar için çözüm üretmeye çalışan bir destekçisinin bulunması anlamına gelir. Ülkemizde sermaye piyasalarının KOBİ’ler için uygun hale getirilmesi KOBİ Borsası ile ilgili çalışmaların sayesinde. Türkiye’de işletmelerin büyüme ve bunları finanse etme ihtiyacı devam ettiği sürece KOBİ Borsasına olan ilgide artmaktadır.

2.3.5.1. Ulusal Pazar Kotasyon Koşulları

Öz kaynaklar bakımından yetersiz olan ve banka kredilerinden yeterince faydalanamayan KOBİ’ler için sermaye piyasaları alternatif bir pazar oluşturmaktadır. KOBİ’lerin Türkiye’de sermaye piyasalarında işlem görebilmeleri için öncelikle Ulusal Pazar’a kote olmaları gerekmektedir. Ulusal pazarda işlem görecektir olan şirketler için var olan kotasyon koşulları IMKB’nin Kotasyon Yönetmeliği’nin 13. maddesinde şu şekilde tanımlanmıştır;

“Ortaklık haklarını temsil eden menkul kıymetler, ilk kotasyon şeklinde kote ediliyor ise; başvurunun, başvuru tarihine kadar ihraç edilmiş bu tür menkul kıymetlerin tamamını kapsayacak şekilde yapılmış olması ve ortaklığın;

a) Son 3 yıl ve ilgili ara dönem dahil olmak üzere mali tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması,

b) Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması,

c) Başvuru tarihinden önceki son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 45 bin TL veya halka açıklık oranının %35 olması halinde son 1 yılda) vergiden önce kâr etmiş olması,

d) Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki özsermayesinin en az 16 bin TL olması,

e) Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 24 bin TL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması (Bu oranın % 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 45 bin olması),

f) Finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması,

g) Esas sözleşmenin Borsada işlem görecekt menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,

h) Ortaklığın üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzlukların bulunmaması,

i) Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son 1 yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istenmemiş olması ve Borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,

j) Menkul kıymetlerin, piyasadaki mevcut ve muhtemel tedavül hacmi bakımından Borsa yönetimince önceden belirlenecek kriterlere uygun olması,

k) Kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile hisse senetlerinin hukuki durumunun tabi oldukları mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi, şarttır.”

İşte bu paralelde, KOBİ'ler ve yeni kurulan şirketlerin İMKB'de halka arzının zorlukları ortaya çıkmaktadır. Ekonominin can damarı olan KOBİ'lerin sermaye piyasalarından daha fazla yararlanmalarını sağlamak amacıyla, İMKB'de İkinci Ulusal Pazar adı altında kotasyon şartları ana borsaya kıyasla daha esnek olan bir Pazar kurulmuştur.

2.3.5.2. İkinci Ulusal Pazar ve Kotasyon Şartları

Ülkemiz işletmelerinin yaklaşık %99,5'ini oluşturan, kaynak ihtiyacını karşılamada banka kredilerinden %4-5 oranında yararlanabilen, sadece özkaynakları ile ömürlerini sürdürme ve büyüyebilme mücadelesi veren Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ), Sermaye Piyasası'ndan kaynak temin edebilmeleri amacı ile İMKB bünyesinde

Ulusal Pazar şartlarını sağlayamayan şirketler için İkinci Ulusal Pazar kurulmuş bulunmaktadır.¹⁴⁰ Bu pazar İMKB'nin 3 Mart 2003 tarihinde almış olduğu bir karar ile yeniden yapılmış ve ismi Bölgesel Pazarlardan İkinci Ulusal Pazar'a değiştirilmiştir. İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmek için aranan şartlar Ulusal Pazar'da işlem görmek için aranan şartlara göre daha esnek olarak düzenlenmiştir. Örneğin bir Şirket'in (KOBİ'nin) Ulusal Pazar'da işlem görebilmesi için minimum 16 bin TL öz sermayeye sahip olması, son iki yıl vergi öncesi kar etmiş olması gerekmekte iken, İkinci Ulusal Pazarda işlem göreceK KOBİ'lerde bu şartlar aranmamaktadır.

Hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmesi için başvuruda bulunan şirketlerin pazar'a kabulü, hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin İkinci Ulusal Pazar'da işlem görebilmesi için yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulu'nun olumlu karar vermesi durumunda mümkün bulunmaktadır.

İkinci Ulusal Pazar'ın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB yada Borsa) 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. 2010 Temmuz ayı itibari ile İkinci Ulusal Pazarda işlem gören şirket sayısı 21'dir.¹⁴¹

¹⁴⁰ Sevinç Güler, Berna Taner, **Dünyada KOBİ Borsaları ve Türkiye'de KOBİ Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar**, Ege Akademik Bakış, Cilt 8, Sayı 2, Temmuz 2008, s.519-540

¹⁴¹ <http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/Listing/ListingStocks/ListingatSecondNationalMarket.aspx>
x (2 Temmuz 2010)

Dünya'nın önde gelen borsalarında teknoloji (bilgisayar, İnternet, high-tech, iletişim) alanlarında faaliyette bulunan şirketler yüksek performans göstermiş bulunmaktadır. Söz konusu şirketlere kuruluşlarında risk sermayesi yatırım ortaklıkları iştirak etmeleri suretiyle kaynak sağlamış, daha sonra ortaya koydukları hızlı büyüme performansı ile bugünlere gelmişlerdir. İMKB bu potansiyeli barındıran ancak yeni kurulması nedeniyle Ulusal ve İkinci Ulusal Pazarlarda işlem görme şartlarına henüz ulaşmamış olan şirketlere yönelik olarak Yeni Ekonomi Pazarını kurmuştur. Yeni kurulan veya henüz kurulmakta olan bu şirketler Yeni Ekonomi Pazarında belirtilen prosedürü uygulamaları halinde gerekli olan kaynağa kısa sürede ulaşabilme imkanına sahiptirler. 2010 Temmuz ayı itibari ile Yeni Ekonomi Pazarda işlem gören şirket sayısı 2'dir.

2.3.5.3. Yeni Ekonomi Pazarı

İMKB'nda "Yeni Ekonomi Pazarı" (YEP)'nin 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 sözkonusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.¹⁴²

Sermaye piyasalarının fon temini konusunda doğru alternatif olabilmesi için, bu fonlara ihtiyaç duyan kurumların bu suretle fon temin etmeye ve gerçek ve tüzel kişilerin bu fonlara kaynak sağlamaya özendirilmeleri gerekmektedir.¹⁴³

KOBİ'leri Sermaye Piyasası'na çekmek için :

- Vergi avantajı sağlamak

¹⁴² <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm> (31 Temmuz 2009)

¹⁴³ Şaban Erdikler, **Reel sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü**, TSPAKB:2002-2 s.139

- 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 birleşmeler suretiyle oluşturacakları şirketlerle sermaye piyasasına gelmelerini sağlamak
 - Girişimcilik kültürünü geliştirmek
- gerekmektedir.

KOBİ'lerin sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamada yardımcı olabilecek unsurlar şunlardır;¹⁴⁴

- Ekonomik istikrar sağlanmalı
- Yatırımcı güvenini artırıcı önlemler alınmalı
- Kayıt dışı ekonomi engellenmeli
- Vergi düzenlemeleri gözden geçirilmeli, kurumsallaşma özendirilmeli
- Kurumsal yatırımcılar aracılığıyla bireysel yatırımcılar Borsa'ya girmeli (yatırım fonları aracılığıyla)
- KOBİ'ler teşvik edilmeli

Günümüzde Türkiye'de KOBİ Borsa'larına ilişkin çalışmalar hızla devam etmektedir. Ülke ekonomisine katkıları azımsanamayacak boyutta olan KOBİ'leri sermaye piyasalarına teşvik ederken, sağlıklı finansal ortamın yaratılabilmesi amacıyla halka arz sürecinde ve devamında bazı önlemlerin alınması gerekmektedir; KOBİ'lerin halka arzında dikkat edilecek en önemli unsurlar arasında;

- Halka arz fiyatının yani şirket değerinin doğru tespit edilmesi,

¹⁴⁴ http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5CBildiri_33.PDF (25 Haziran 2010)

- Halka arzlarda kurumsal yatırımcıları teşvik edici uygulamaların yapılması,
- Kurumsal yatırımcıların paylarının artırılması,
- Bireysel yatırımcıların halka arza kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla katılmasının teşvik edilmesi, bu piyasaların sürdürülebilmesindeki önemli unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

23 Ocak 2010 tarihinde İMKB başkanı Hüseyin Erkan'ın "Şirket hisselerinin halka arz edilmesi, alternatif ve düşük maliyetli bir fon sağlama aracı olarak görülebileceği gibi, kurumsallaşmaya ve kurumsal yönetime geçişin bir aşaması olarak da görülmesi mümkündür. Dolayısıyla, aile şirketlerinin halka açılarak İMKB'de işlem görmeye başlamaları, hem şirketlerin kurumsallaşmayı ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarını artıracak, hem de şirketlere düşük maliyetli finansman kaynağı yaratma, geniş tanıtım imkanları, marka değerini yükseltme gibi pek çok avantaj sağlayacaktır"¹⁴⁵ şeklindeki konuşması, gelişmekte olan sermaye piyasalarına sahip Türkiye'nin de bu konuya verdiği değeri göstermektedir.

2.3.5.4. Gelişen işletmeler Piyasası (GİP)

Reel sektörün finansman ihtiyacına yeni açılımlar getirmek ve global ekonomik ortamda Türk şirketlerinin tanınması için gerekli olan katkıyı sağlamak amacıyla çeşitli girişimlerde bulunmaktadır. Bu kapsamda aile şirketlerinin kurumsallaşması ve şirket ömürlerinin sürekliliği için finansal destek sağlamak, gelişme potansiyeline sahip şirketlere destek sağlamak, büyümek isteyen şirketlere ucuz ve sürekli kaynaklara erişimi kolaylaştırmak amacı ile Türk sermaye piyasalarına KOBİ borsalarını kazandırmak amaçlı çalışmalar yapılmaktadır.

¹⁴⁵ <http://www.kobipostasi.net/2010/01/23/imkb-baskani-erkandan-kobilere-%E2%80%98halka-acilin-sirket-omru-uzasin%E2%80%99-cagrisi/> (15 Nisan 2010)

10 Mayıs 2010 tarihinde İstanbul'da düzenlenen "Halka Arz Seferberliği Zirvesi"nde, TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği) başkanı Nevzat Öztangut ve KOSGEB Başkan Yardımcısı Bayram Mecit'in yaptıkları konuşmalarda KOBİ'ler için açılacak piyasanın desteklendiğini ve özellikle KOSGEB tarafından KOBİ'lere yönelik kredi faizleri ve teminat konusuna yönelik çalışmalarının yanı sıra , halka açılma maliyetlerini karşılamak suretiyle de KOBİ'lerin destekleneceğini ifade etmiştir.

KOBİ borsası ile ilgili yapılan çalışmaların sonucunda alınan kararlarda;¹⁴⁶

- KOBİ'ler için İMKB bünyesinde kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası'nda işlem görecektir olan KOBİ'lerin organize bir piyasanın sağladığı tüm güvence ve teknik olanaklardan faydalanma imkânlarını bulabilecekleri,
- 2013'e kadar işlem görmeye başlayacak KOBİ'lerin borsada işlem görme ücretlerinden muaf tutulacağı,
- Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından alınan saklama, üyelik, virman ve hak kullanımı ücretlerinin GİP (Gelişen İşletmeler Piyasası) şirketlerinde 1/10 oranında uygulanması için MKK Yönetim Kurulu'nca karar alınarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayına sunulmuştur.

24 Kasım 2010 tarihinde, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), SPK, İMKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) ve Bursa Ticaret ve Sanayi Odasının (BTSO) işbirliğiyle Merinos Atatürk Kongre Kültür Merkezi'nde düzenlenen "Halka Arz Seferberliği Bursa Zirvesi"nin ikinci gününde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Başkanı Hüseyin Erkan, Gelişen İşletmeler Piyasası'nın, KOBİ'lere sermaye piyasalarına erişim ve maliyetler açısından avantajlı bir yapı sunduğunu belirterek, "Bu piyasada işlem görmek üzere yapılan başvurularda İMKB, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) aldıkları ücretleri

¹⁴⁶ http://www.halkaarzseferberligi.com/Download/Sonu%C3%A7_bildirgesi.pdf (26 Kasım 2010)

diğer İMKB pazarlarında işlem gören hisse senetlerine göre 'onda biri' seviyesine indirmiş olduğunu belirtmiştir.¹⁴⁷

2.3.5.4.1. GİP'te Kotasyon Koşulları

Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP), Semaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınmış ancak İMKB Ulusal Pazar kotasyon koşullarına uymayan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği bir pazar olarak İMKB bünyesinde kurulmuştur. Buna istinaden İMKB bünyesinde GİP'te işlem görecekt şirketlerin kabul kriterleri İMKB nin GİP Yönetmeliği'nin 5. maddesinde şu şekilde belirtilmiştir,¹⁴⁸

- a) Payların GİP Listesi'ne kabulü için başvuruda bulunan şirketin anonim şirket statüsünde olması, kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile paylarının hukuki durumunun tabi olduğu mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
- b) GİP Listesi'ne kabul başvurusunun, mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını ya da tahsisli sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek paylar için yapılmış olması,
- c) İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin 13 üncü maddesinin (b), (c), (d) ve (e) bentlerinde belirtilen kotasyon şartlarından en az birinin şirket tarafından sağlanamamış olması,
- ç) Şirket ana sözleşmesinin işlem görecekt payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
- d) Şirket ile Piyasa Danışmanı Listesi'nde yer alan bir piyasa danışmanı arasında başvuru tarihi itibarı ile en az iki yıl süre ile geçerli bir piyasa danışmanlığı anlaşmasının imzalanmış olması,

¹⁴⁷ <http://www.istekobi.com.tr/kobi-bilgi-merkezi/haberler/kobi-ler-gelsin-diye-gip-te-ucetler-onda-bir-e-dustu-h7138.aspx> (26 Kasım 2010)

¹⁴⁸ Resmi Gazete Sayı: 27323, 18 Ağustos 2009

e) Başvuru tarihi itibariyle son yılsonu finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, ancak bağımsız denetime esas bilanço tarihinden itibaren dokuz ay geçmesi halinde ayrıca altı aylık ara dönem finansal tablolarının da bağımsız denetimden geçmesi gerekmektedir.

(2) Piyasa danışmanının şirkete ilişkin raporunun olumlu görüş içermesi durumunda, Yönetim Kurulu söz konusu raporu ve genel şartları dikkate alarak şirket paylarının GİP Listesi'ne kabul edilip edilmemesine karar verir.

(3) GİP Listesi'ne kabul edilecek paylar sadece halka arz yoluyla yapılacak sermaye artırımını veya tahsisli sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek paylardan oluşur. Şirket payları GİP Listesi'nde bulunduğu sürece bu madde kapsamı dışında kalan ve GİP Listesi'nde bulunmayan paylar için ortakların yapacağı GİP Listesi'ne kabul başvurusu Borsa tarafından reddedilir.

Kotasyon koşullarını ve GİP'e kabul kriterlerini özetlemek gerekirse;

1. Payların GİP Listesi'ne kabulü için başvuruda bulunan şirketin anonim şirket statüsünde olması, kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile paylarının hukuki durumunun tabi olduğu mevzuata uygun olduğunun belgelenmesi,
2. GİP Listesi'ne kabul başvurusunun, mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını ya da tahsisli sermaye artırımını sonucunda ihraç edilecek paylar için yapılmış olması,
3. Kotasyon Yönetmeliği'nde Borsa kotuna alınarak kot içi pazarda işlem görebilmek için nicelik ve/veya niteliğe ilişkin kriterlerden (kârlılık, faaliyet süresi, sermaye büyüklüğü, piyasa değeri gibi unsurlara bağlanmış şartlar) en az birinin şirket tarafından sağlanamamış olması,
4. Şirket ana sözleşmesinin işlem görecekt payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya pay sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemesi,
5. Şirket ile Piyasa Danışmanı Listesi'nde yer alan bir piyasa danışmanı arasında başvuru tarihi itibarı ile en az iki yıl süre ile geçerli bir piyasa danışmanlığı anlaşmasının imzalanmış olması,
6. Başvuru tarihi itibariyle son yılsonu finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması, ancak bağımsız denetime esas bilanço tarihinden itibaren dokuz ay

geçmesi halinde ayrıca altı aylık ara dönem finansal tablolarının da bağımsız denetimden geçmesi gerekmektedir.

Özet olarak ifade etmek gerekirse; GİP Yönetmeliği ile payları bu piyasada işlem görecektir. Şirketlere, payları İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirketlere göre bir takım kolaylıklar getirilmiştir.

Kotasyon şartlarında aranan karlılık ya da işletme süresi için belli bir sürenin geçmiş olması şartının aranmaması,

6 aylık mali tablolar için bağımsız denetim, 3 ve 9 aylık mali tablolar için ilan zorunluluğunun aranmaması

Sadece son yıla ait mali tablolarının bağımsız denetiminin yeterli olması

İMKB GİP Liste'sine kabul ve Liste'de bulunma için daha düşük ücretlerin talep edilmesi,

Aracı kuruluşlar ile sözleşme şartının aranmaması

Sağlanan kolaylıklar olarak sayılabilir.¹⁴⁹

2.3.5.4.2. Piyasa Danışmanları ve Piyasa Yapıcılar

Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasası mevzuatı ve İMKB mevzuatı hakkında bilgilendirilmesi ve şirket paylarının GİP'te işlem gördüğü süre boyunca mevzuata uyum zorluğu yaşamaması için GİP'te piyasa danışmanlığı mekanizması oluşturulmuştur. Şirketler, GİP'e piyasa danışmanı aracılığıyla başvuruda bulunabileceklerdir.¹⁵⁰

GİP'e başvuru esnasında ve işlemlerin devamında şirketler "Piyasa Danışmanı" seçmekle yükümlüdürler. Piyasa danışmanı GİP Yönetmeliği ile tanımlanan "piyasa danışmanlığı" görevini yerine getirmek üzere İMKB tarafından yetkilendirilen

¹⁴⁹ <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=2&subid=2> (26 Kasım 2010)

¹⁵⁰ http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/Listing/ListingStocks/IPO_EmergingCompaniesMarket_x.aspx (02 Temmuz 2010)

kurumdur. Piyasa danışmanı GİP Listesi'ne kabul başvurusu öncesinde başvuru için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olmak, başvuruda Borsa'ya iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem görecektir şirket ile birlikte onaylamak, GİP Listesi'ne kabul başvurusunda Borsa'ya sunulacak olan şirket raporunu hazırlamak, GİP Listesi'ne kabul sonrasında şirketin SPK ve Borsa düzenlemelerine uyumunun sağlanması için danışmanlık hizmeti vermek gibi görevleri sermaye piyasası mevzuatı ve Borsa düzenlemelerine uygun şekilde yerine getirmekle görevlidir.

Piyasa Danışmanları; GİP'te "Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi" veya "Halka Arza Aracılık Yetki Belgesi" sahibi olan aracı kuruluşlar, "Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi"ne sahip portföy yönetim şirketleri, "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları" ve "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetimle Yetkili Kuruluşlar" olarak sayılabilir. Bu nitelikleri taşıyan kurumlar piyasa danışmanı olarak yetki almak üzere İMKB'ye başvuruda bulunabilirler.

Bununla beraber piyasa yapıcılığı ise; piyasa yapıcılık temel kriterlerini sağlayan üyelerden bir menkul kıymette piyasa yapıcılık faaliyetinde bulunmak amacıyla yaptığı başvuru İMKB Yönetim Kurulu tarafından kabul edilen ve "İMKB Hisse Senetleri Piyasası Piyasa Yapıcılık Taahhünamesini imzalayarak faaliyete başlayan üye olarak tanımlanmaktadır.

Piyasa yapıcıdan beklenen görev, sürekli müzayede için yeterli derinliği olmayan, halka açık piyasa değeri düşük olan menkul kıymetlerde oluşabilecek kısa süreli arz-talep dengesizlikleri sonucu meydana gelebilecek aşırı fiyat hareketlerini önlemek, piyasaya

sürekli likidite sağlamak, böylelikle sürekli müzayede ortamının etkin bir şekilde gelişmesine katkıda bulunmak olarak özetlenebilir.¹⁵¹

Piyasa Yapıcılığı sistemi diğer gelişmiş ülkelerin borsalarında olduğu gibi GİP'te de benimsenmiş ve uygulamaya hazırlanmıştır. Piyasa Yapıcıların her hisse senedine çift taraflı kote vererek fiyat sürekliliğini sağlamak, emir dengesizliklerini en aza indirmek ve dürüst, düzenli bir piyasayı oluşturmak böylece likidite problemini çözmekle görevlidirler. Gelişen İşletmeler Piyasası'nda kote olan her şirketin en az bir piyasa yapıcısı olması gereklidir. Piyasa Yapıcı'larının GİP'te sağlayacağı faydaları özetlemek gerekirse;

Piyasa Yapıcı kuruluşlar veya kişiler piyasa yapıcılığını üstlenecekleri şirketler için alım satım fiyatı açıklamakla sorumludur böylece belirli bir risk üstlenmiş olacaklardır. Bu nedenle piyasa yapıcıları seçtikleri şirketi dikkatli seçmekle yükümlüdürler, AIM'de olduğu gibi bu durum piyasada işlem görmek isteyen şirketlerin sağlıklı bir yapıya sahip olmaları konusunda önemli bir unsur sağlayacaktır.

Yatırımcılar piyasa yapıcılar sayesinde KOBİ piyasasında menkul kıymet alımı ve satımı yaparken sürekli likit bir piyasayla karşılaşabileceklerdir. Bu durum yatırımcıyı GİP'te işlem yapmaya yönlendirecektir.

Piyasa yapıcı kuruluşlar, kendi nam ve hesaplarına alım ve satım yapabildikleri için piyasa yapıcılık üstlendikleri şirketleri yakından takip edecek, böylece bu şirketlerle ilgili olarak yatırımcıları bilgilendireceklerdir.

Atandığı menkul kıymeti kontrol altında tutabilmesi amacıyla, piyasa yapıcı üyeye önemli haklar tanınmakta, bu sayede piyasa yapıcılığı sürekli müzayede yöntemiyle işlem

¹⁵¹ http://www.imkb.gov.tr/Markets/StockMarket/market_maker.aspx (26 Kasım 2010)

gören menkul kıymetlerde piyasa yapıcı üyenin iradesi dışında menkul kıymetin fiyatını yönlendirici işlem yapılması zorlaştırılmaktadır.¹⁵²

2.3.5.4.3. GİP’te İşlem Sistemi

Gelişen İşletmeler Piyasası’nda işlem görecekt payların saklanması Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) sisteminde kayden izlenir. GİP’te işlem gören payların saklama ve takas işlemleri Hisse Senetleri Piyasası ile aynı şekilde yürütülür, alım-satım işlemleri de yine Hisse senetleri Piyasası ile aynı elektronik işlem platformu üzerinde ancak farklı işlem yöntemleriyle yapılır. Yapılan alım satımlar sermaye piyasası mevzuatına tabi olarak Elektronik Alım Satım Sistemi’nde GİP Yönetmeliği hükümlerine göre gerçekleştirilir. Alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesinde temel olarak “Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede” işlem yöntemi uygulanır. Piyasa yapıcısı bulunmayan işlem sıralarında “Tek Fiyat” işlem yöntemi uygulanır.

Piyasa yapıcılı sürekli müzayede işlem yöntemi, Kurumsal Ürünler Pazarı (KÜP) bünyesinde yer alan menkul kıymetlerde uygulanır. Borsa yatırım fonları, aracı kuruluş varantları ile halka açık piyasa değeri 10 milyon TL’nin altındaki menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetleri zorunlu olarak piyasa yapıcılı sürekli müzayede işlem yöntemi ile işlem görür. İMKB Hisse Senetleri Piyasasının temel çalışma yöntemi sürekli müzayededir. Bu yöntem açılıştaki tek fiyat yöntemi ile desteklenmiştir. Dünyada gelişmiş menkul kıymet piyasalarında da en etkili yöntem olarak kullanılan sürekli müzayede yönteminin düşük likiditeli, sermayesinin halka açık kısmının piyasa değeri düşük olan menkul kıymetlerde piyasa yapıcısının desteklediği, karma bir yapıda sürdürüldüğü görülür. Buna paralel olarak piyasa yapıcılı sürekli müzayede yöntemi, işlem yöntemi olarak hem piyasa yapıcının kotasyonları hem de kamuya açık emir

¹⁵² http://www.imkb.gov.tr/Markets/StockMarket/market_maker.aspx (26 Kasım 2010)

dosyasına gönderilen diğer emirlerin fiyat ve zaman önceliğine göre eşleşmek suretiyle işleme dönüşmesini sağlayan karma bir yapı oluşturmaktadır.

Gerçekleşen işlemlerin nakit ve menkul kıymet takası Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank) tarafından yapılır. Anonim şirketlerin paylarının GİP Listesi'ne kabulü için kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. GİP için bir nevi tavan şart uygulaması yapılmakta, GİP'e başvuracak şirketin Kotasyon Yönetmeliği'nde tanımlanmış kotasyon şartlarını sağlamıyor olması istenmektedir. Aksi halde şirketin GİP başvurusu reddedilerek, Kotasyon Yönetmeliği uyarınca HSP'de işlem görmek üzere başvuruda bulunması gerektiği şirkete bildirilmektedir. Yetkili bir piyasa danışmanı ile birlikte hazırlık sürecini tamamlayan ve piyasa danışmanı tarafından hakkında olumlu rapor hazırlanmış şirket GİP Listesi'ne kabul için İMKB'ye başvuruda bulunabilir.

GİP, İMKB'nin bünyesi altında yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla, yatırımcıların büyüme potansiyeli yüksek şirketleri ve bu şirketlerin gelecek vaat eden projelerini tanımalarına, portföy yatırımlarını bu şirketlere yönlendirmelerine ve bu şirketlere ortak olarak finansman ihtiyaçlarını karşılamalarına imkân sağlayacaktır. Aracı kuruluşların, GİP'te işlem gören payların alım-satım işlemlerine aracılık yapmadan önce yatırımcılara GİP'i tanıtan, temel farklılıklarını ve risklerini belirten "GİP Risk Bildirim Formu"nu imzalatmaları gerekmektedir. Bu formun kabulü neticesinde sermaye piyasalarında var olan riskin tanımı yapılmış ve yatırımcılar açısından bilgilendirilmiş olunur.

2.3.5.4.4. GİP'in KOBİ'lere Sağlayacağı Faydalar

GİP'te işlem görmek halka açılmak ve sermayelerini artırmak isteyen KOBİ'ler için bir fırsattır. GİP'te işlem görmenin KOBİ'lere sağlayacağı avantajlar şu şekilde sıralanabilir;

a) Sermayeye Ulaşma

GİP şirketlere güvenilir bir piyasada işlem yapma olanağı yaratırken aynı zamanda organize, şeffaf, düzenli çalışan, bir piyasa üzerinden sermaye elde etme imkânı sunmaktadır. Diğer bir finans kaynağı olan borçlanma yöntemine göre sermaye şirketin nakit akışını zorlayacak anapara ve faiz benzeri geri ödeme zorunlulukları olmayan bir kaynaktır. Sermaye oranı artan şirketin borçlanabilme kapasitesi de artar. Oysa sermayesi aynı kaldığı halde borçluluk oranı artmaya devam eden şirketin daha fazla borç bulma kapasitesi azalmaktadır.¹⁵³ Bu nedenlerle, borç/sermaye (kaldıraç) oranı düşen şirketlerin mali yapılarının güçlendiği, olası finansal zorluklar veya krizlere karşı daha dayanıklı hale geldiği varsayılır. Borsa'da işlem görmeyen belirli şartları vardır, bunların başında mali bilgileri ve iş planlarını düzenli olarak kamuya paylaşmak gibi kurallar sayesinde bağımsız denetime sahip olan şirketler borç alma konusunda daha avantajlıdır. Halka açıldıktan sonra sürekli ve düzenli, borsa performansı gösteren şirketler, daha sonraki zamanlarda tekrar sermaye artırımına giderek ikincil arz yoluyla sermayelerini arttırabilirler. Bu yüzden GİP'te işlem gören şirketlerin, zamanla büyüyüp gelişerek Hisse senetleri Piyasası'na geçiş imkanları daha yüksektir.

b) Kurumsallaşma

Kurumsallaşma aşaması şirketler tarafından zorlu geçen bir süreç olmakla beraber Gelişen işletmeler Piyasa'sında işlem görmeye başlamakla birlikte şirketler sermaye piyasası kanunları ve disiplini içerisinde mali ve diğer önemli bilgilerini kamuya duyurmak, düzenli ve zamanında raporlamalar yapmak, yatırımcıların ve ortaklarının ilgisine ve gözetimine maruz kalmak durumundadır, bu gereklilikler şirketlerin

¹⁵³ Allen N. Berger and Gregory F. Udell; **Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance**, The Journal of Business, Vol. 68, No. 3 (Jul., 1995), The University of Chicago Press Stable, p.351-381

kurumsallaşmasına büyük katkıda bulunur. Şirket yapısının kurumsallaşması sayesinde şirketin organizasyonunu güçlendirir, başarısı ve sürekliliği artar ve kurucu ortak grubundan veya kurucu aileden bağımsızlaşmasını sağlar.¹⁵⁴

c) Fiyat Oluşumu ve Likidite Sağlama

Güvenli bir ortamda halka arz yatırımcıların ilgisini çeker. Yatırımcıların birikimlerini değerlendirdiği pazarlar likit pazarlardır ki buda ancak güven ile sağlanır. GİP şirket paylarına şeffaf ve güvenilir bir platformda alım-satım imkânı yaratarak fiyat oluşumunu sağlar ve onlara likidite kazandırır. Borsa’da işlem gören paylar kredi işlemlerinde teminat olarak gösterilebildiği için atıl duran bu varlığı finansman yaratma aracına dönüştürebilmektedirler. Şirket değeri tespiti açısından da piyasada şirketin pay fiyatının oluşması, birleşme, satın alma veya ikincil arz işlemlerinde referans yaratır.

d) Tanınırlık ve Kredibilite Sağlama

Günümüz koşullarında tanınırlık ve kredibilite sağlamanın şirketler açısından önemi büyüktür. Şirketler Gelişen İşletmeler Piyasası’nda işlem görerek, şirketin medya haber ve analizlerine konu olmasını, aracı kuruluşlarca hakkında yatırım raporları yazılmasını ve böylece şirketin büyük bir kesim tarafından tanınmasını sağlar. Borsanın şeffaflık ilkesi ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde GİP şirketleri hakkındaki birçok bilgi Borsa Bültenleri, veri yayın kuruluşları, medya kuruluşları sayesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara ulaştırılır. Şirketin mali ve diğer önemli verileri yatırımcılar yanında kreditorleri, tedarikçileri ve iş ortaklarınca da takip edilebilir. Şirket hakkında güvenilir, düzenli ve sürekli bilginin var olması gerek finans piyasasında gerek kendi faaliyet sektöründe şirketin tanınırlığını artırır. Bu şirkete finansman temininde, ürün ve

¹⁵⁴[http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/tamim09/Dosyalar/tamim925_ek1.ppt#843.4.Halka AÇılma\(Halka Arz\)Nedir?](http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/tamim09/Dosyalar/tamim925_ek1.ppt#843.4.Halka%20A%C7ılma(Halka%20Arz)Nedir?) (26 Kasım 2010)

hizmetlerinin pazarlanıp satılmasında, nitelikli insan kaynağının temininde ve iş ortaklıkları kurulmasında yarar sağlar.

e) Çıkış Alternatifi Sunma

Girişim sermayesi gibi, ileride sahip oldukları payları satıp çıkma hedefiyle özellikle kuruluş aşamalarında şirketlere yatırım yapan yatırımcılar için Gelişen İşletmeler Piyasası fiyat oluşumu sağlar ve şirketin değer tespitine referans oluşturur. Her ne kadar GİP'te sadece GİP Listesi'nde bulunan paylar işlem görebilse de ortakların, GİP Listesi'nde bulunmayan paylarını üçüncü kişilere Borsa dışında satabilmeleri mümkündür. Diğer yandan, şirketin zaman içerisinde HSP pazarlarından birine transfer olmasıyla tüm paylarının Borsa'da işlem görebilir hale gelmesi ve bu şekilde isteyen ortakların paylarını satarak çıkış yapabilmeleri de mümkündür.¹⁵⁵

KOBİ'leri halka arza özendirme, sermayelerini artırmada seçecekleri alternatifler arasında uzun vadeli olması ile sermaye piyasalarına yönlendirmek üzere kurulmuş olan Gelişen işletmeler Pazarı'nın şirketlere sağladığı kolaylıklar ve bunların getirdiği avantajlar şu şekilde özetlenebilir;

Şirketlerin GİP vasıtasıyla sermaye piyasasından fon teminini kolaylaştırmak ve halka açılmayı teşvik etmek üzere birçok kolaylıklar sağlanmış ve özellikle KOBİ'ler için çeşitli muafiyetler koyulmuştur. Ücret indirimleri ile birlikte çeşitli yükümlülüklerde hafifletilme yapılmış ayrıca bazı teşvikler sunulmuştur.

Borsa'da işlem görebilme şartlarında şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü için kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri büyüklüğü gibi herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır.

¹⁵⁵ http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/IPOs/IPO_ECM/RewardsofBeingECMTraded.aspx (26 Kasım 2010)

Ücretler açısından, KOBİ şirketlerine maliyet avantajı sağlamak için İMKB ve SPK aldıkları ücretleri diğer İMKB pazarlarında işlem gören paylara göre 1/10 seviyelerine indirmişlerdir. MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) tarafından alınan ücretlerin SPK ve Borsa tarafından yapılan indirimlere paralel olarak azaltılması için çalışma yapılmaktadır. Ayrıca hisse senetleri piyasasında işlem gören şirketler tüm sermaye tutarları üzerinden ücretlendirilirken, İMKB GİP ücreti sadece şirketin GİP Listesi'nde bulunan pay tutarı üzerinden alınmaktadır. GİP şirketlere sermaye piyasalarına erişimde ve takip edebilmede avantajlar sunar.¹⁵⁶

Satış yöntemleri açısından da GİP şirketlere çeşitli avantajlar sunmuştur. SPK mevzuatı ve İMKB kabul şartları, şirket paylarının HSP'de işlem görebilmesi için halka arz yoluyla satılmalarını zorlaştırır. Ayrıca İMKB'nin şartlarına göre halka arz en az şirketin hisselerinin 250 yatırımcı tarafından alınmış olması kuralını uygular.. GİP Listesi'ne ise halka arz edilmiş payların yanında tahsisli satılarak ihraç edilen paylar da kabul edilmektedir ayrıca belirli sayıda yatırımcıya satılma kriteri de bulunmamaktadır. GİP şirketlere sermaye piyasalarından faydalanabilmek için daha düşük maliyetli alternatif satış yöntemleri sağlamaktadır.

SPK kanunu uyarınca halka arzlarda izahname ve sirküler düzenlemek zorunludur, ancak GİP'te sermaye artırımını ile ihraç edilen payların tahsisli satışı da mümkündür ve SPK mevzuatı gereği tahsisli satışlarda izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu yoktur.

Bağımsız Denetim Şartı: GİP dışındaki halka açılmalarda SPK ve İMKB geçmiş üç yıla ait yıllık finansal raporlarına ilişkin bağımsız denetim raporları ile halka arz tarihine göre altı veya dokuz aylık ara dönem finansal raporlara ait özel bağımsız denetim

¹⁵⁶http://www.imkb.gov.tr/Libraries/gelisen_isletmeler_piyasasi/Geli%C5%9Fen_%C4%B0%C5%9Fletmeler_Piyasas%C4%B1_K%C4%B1lavuzu_2010_pdf.sflb.ashx (26 Kasım 2010)

raporlarını aramaktadır. GİP’te işlem görmek üzere başvuru yapan şirketlerden ise sadece son yıl sonu ve ihraç tarihi itibarıyla yılın dokuzuncu ayı geçmişse altı aylık ara dönem bağımsız denetim raporları istenmektedir. Ayrıca GİP dışında Borsa’da işlem gören şirketlerin yıllık finansal raporlarının yanında altı aylık ara dönem finansal raporlarını da bağımsız denetimden geçirmeleri zorunludur. GİP’te işlem gören şirketler ise sadece yıl sonu finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmekle sorumludur.

Tablo 2.1: IMKB ve GİP’in Bellirli Kriterlere Göre Karşılaştırılması

	Hisse Senetleri Piyasası (IMKB)	Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)
Başvuru Şekli ve Yeri	Kotasyon Yönetmenliği'ne tabii, IMKB'ye	GİP Yönetmenliği'ne, IMKB'ye
Gerekli Kriterler	Karlılık, Faaliyet Süresi, Sermaye, Piyasa D.	Kriter tanımlanmamıştır
Inceleme	IMKB	Piyasa danışmanı Kuruluş
Kabul Eden Makam	IMKB Yönetim Kurulu	IMKB Yönetim Kurulu
İşlem Görecek Paylar	Mevcut Ortakların Sahip Olduğu Paylar	GİP Listesinde Bulunan Paylar

Kaynak: Gelişen İşletmeler Piyasası Klavuzu, 2010

III. BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KOBİ BORSASININ İŞLETMELERE SAĞLAYACAĞI KATKILARIN ANALİZİ

3.1. METODOLOJİ VE UYGULAMA

Türkiye’de Küçük ve Orta Boyutlu İşletme Borsalarının yeri ve işletmelere sağlayacağı katkılarının analizinin geniş çaplı bir saha araştırması ile ortaya konulması amacıyla yapılan bu çalışmada anket ile veri toplama metodu tercih edilmiştir. Araştırmanın Ege Bölgesi başta olmak üzere, Türkiye’nin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren beş bin firmaya elektronik posta yolu ile ulaşılmasına ve sanayi ve ticaret odalarının meclis toplantılarına birebir katılarak veri toplanılmasına karar verilmiştir. Firma adreslerinin bulunmasında İTO (İzmir Ticaret Odası), EBSO (Ege Bölgesi Sanayi Odası), İAOSB (İzmir Atatürk Organize Sanayi Bölgesi) EGIAD (Ege Genç İşadamları Derneği), ESİAD (Ege Sanayicileri ve İşadamları Derneği), TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği) internet adreslerinden temin edilen adresler kullanılmış, bunların yanı sıra Mart ayında İzmir fuarındaki etkinliklere birebir katılmış ve veri toplanılmıştır. Dolayısıyla veri toplama yöntemi *kolayda örneklemedir*. Her ne kadar bu yöntem istatistikî metotlardan elde edilen sonuçlardan genelleme yapılmasına imkân vermese de KOBİ’lerden olasılık yöntemleri kullanılarak veri toplamak pek çok nedenden zordur. Bu zorlukların başında KOBİ’lerin genelde kurumsal bir yapıya sahip olmamaları, sahiplerinin pek çok görevi tek başlarına yapmaları nedeniyle zamansızlık sorunu yaşamaları, net faaliyet alanlarının belirsizliği ve genel olarak akademik çalışmalara ilgisizlik gösterilebilir.

3.1.1. Anket Ölçeklerinin Oluşturulması

Araştırmada 5'li Likert tipi ölçek uygulanmıştır. 1'den 5'e eş aralıklarla derecelendirilen bu ölçekteki değerlendirme seçenekleri; 1- Kesinlikle Katılmıyorum, 2- Katılmıyorum, 3- Ne katılıyorum Ne Katılmıyorum, 4- Katılıyorum, 5- Kesinlikle Katılıyorum şeklinde yapılmıştır.

Araştırma için kullanılmak üzere ölçekler literatürde taranmış fakat araştırmanın bire bir özgün yapısına uygun olacak ölçek bulunamadığından, araştırma kısmı için teoriye uygun bir yapıda ölçek oluşturulmuştur. Ölçeğin geliştirilme amacına uygun olup olmadığını görmek için veri güvenilirlik testine tabii tutulmuştur. İstatistiksel güvenilirlik; geliştirilen bir ölçümleme aracının veya ölçeğin hatalardan arınmış olarak ölçme yapabilme yeterliğidir. Bir ölçümleme aracından beklenen, tekrarlanan çalışmalarda benzer sonuçları üretebilmesidir. Örneğin ağırlık ölçme amacıyla kullanılan bir baskül, aynı maddenin ağırlığını ölçümlemeden ölçümlemeye farklı veriyorsa güvenilir bir ölçümleme aracı değildir. Anket sorularının güvenilirliğini ölçmek için Cronbach alfa katsayısından faydalanılmıştır. Güvenilir bir anket için bu katsayının 0.8'den büyük çıkması beklenir¹⁵⁷. Bu test, sorulara verilen yanıtlardan elde edilen korelasyon matrisinden faydalanır. Eğer yanıtlar içindeki değişkenlik bir bütünlük gösteriyorsa alfa değeri yükselir. Güvenilirlik testi analizi sonuçları Tablo 3.1'de sunulmuştur.

¹⁵⁷ James Lattin, J. Douglas Carroll, Paul E. Green, **Analyzing Multivariate Data**, Duxbury Applied Series, Thomson Learning, 2003, s:188

Tablo 3.1 Tutum Sorularına Ait Güvenilirlik Analizi

Güvenirlilik Analizi	
Cronbach's Alpha	Değişken Sayısı
,956	14

Item-Total Statistics				
	<i>Değişken Çıkarıldığında Ortalama</i>	<i>Değişken Çıkarıldığında Varyans</i>	<i>Düzeltilmiş Değişken Toplam Korelasyon</i>	<i>Değişken Çıkarıldığında Cronbach's Alpha</i>
<i>sürekli bir kaynak</i>	48,4813	111,100	,643	,956
<i>sermaye piyasaları yolu</i>	48,0481	111,573	,679	,955
<i>halka acılması sayesinde</i>	48,1123	111,649	,708	,954
<i>kobi borsası sayesinde</i>	47,9465	109,492	,827	,951
<i>kobi borsalarında işlem</i>	48,0481	110,283	,849	,951
<i>vergi avantajları</i>	48,2086	111,230	,784	,952
<i>finansman olanaklarım</i>	48,0695	110,269	,834	,951
<i>şirketin kredibilitesi</i>	48,1444	109,716	,837	,951
<i>şirketin likidite</i>	48,0909	111,029	,825	,951
<i>kurumsallaşma süreci</i>	48,0428	111,697	,772	,953
<i>şirket ömrü</i>	48,0695	111,958	,743	,953
<i>satışlarda artış</i>	48,2888	113,120	,710	,954
<i>uzun vadeli planlar</i>	48,1016	111,189	,819	,952
<i>tanınırlık</i>	48,1230	114,302	,689	,954

Alfa katsayısı literatürde geçen minimum değer olan 0,8 den yüksek, 0,9336 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla anket sorularının güvenilir bir ölçek oluşturduğu sonucu elde edilmiştir. Özet tablonun devamında SPSS paket programında güvenilirlik testi sonucu verilen soru bazında detay tablonun son sütununa göre hiçbir sorunun silinmesi (anketten çıkarılması) ölçeğin güvenilirliğini yükseltmemektedir.

3.1.2. Anket Formunun Oluşturulmasında Dikkat Edilen Hususlar

Anket formu oluşturulurken, anket formundaki değişkenler aralarındaki farklılıkları belli etmemek amacıyla karışık bir şekilde sorulmuştur. Anket soruları kapalı uçlu sorularak en yüksek seviyede cevap alabilmek ve gereksiz zaman kaybına sebep olmayacak şekilde hazırlanılmasına dikkat edilmiştir. Anketin amacı kısa bir şekilde açıklanarak birden beşe kadar olan değerlerin ne anlama geldiği açık bir şekilde ifade edilmiştir. Her bir anket sorusunun anlaşılır ve kısa cümleler ile ifade edilmesine özen gösterilmiştir.

3.1.3. Veri Toplama Süreci

Türkiye’deki KOBİ’lerin sermaye piyasası yolu ile finansman sağlama ve KOBİ borsalarının işletmelere sağlayacağı katkılarını analiz etme amacıyla yapılmış olan bu anket için katılan firmalar sınıflandırılırken çalışan sayısı (250 kişiden az) ve yıllık mali bilançosu (25 milyondan az) olan ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yürütülmüş “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik”’e uygun firmalar seçilmiştir.

Firmalara toplam 31 sorunun sorulduğu anket 3 bölüme ayrılmıştır. Genel bilgiler bölümünde; anket uygulanan kişinin firmadaki görevi, şirketin faaliyet gösterdiği sektör, kuruluş tarihi, ortaklık yapısı, finansman yapısı gibi şirket ile ilgili demografik soruların yanısıra, I. Kısımda firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili bilgiler ve II. Kısımda şirketlerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmaları ve bunun işletmelere sağlayacağı katkıların farkındalıkları ile ilgili sorular yer almıştır. Bu sorulara ek olarak

cevaplayanın yaşı, cinsiyeti, eğitim durumu ve araştırma sonuçlarının özet bir raporunu isteyip istemediği sorulmuştur.

Geri dönen anketler için SPSS programında bir veri seti oluşturularak sisteme girişleri yapılmış, anketlerin verileri önceden oluşturulmuş olan veri setine girilmiştir.

Geri dönen 209 anketin istatistiksel analizi SPSS 16.0 ve Lisrel 8.8 programlarında yapılmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN ANALİZLERİ VE BULGULARI

KOBİ niteliğindeki 5000 firmaya uygulanan ve 209 şirketten geri dönen anketlerin analizleri sırasıyla cevaplayanların demografik özellikleri, faaliyet gösterdikleri sektörler, finansman yapılarına ait frekans tabloları, faktör analizleri, güvenilirlik ve geçerlilik testleri yapılmış ve II. Kısımda bulunan 16 sorudan oluşan tutum sorularına ait tamamlayıcı istatistikler, yine 16 sorudan oluşan değişkenlerin ortalamaları ve standart sapmaları, değişkenler arasındaki birebir ilişkiyi test eden korelasyon analizi yapılmıştır. Devamında değişkenler arasında bağımsızlık olup olmadığını test etmek amacıyla Ki Kare testleri uygulanmış ve doğrulayıcı faktör analizi yapılarak, doğrulayıcı faktör analizine ilişkin uyum ölçütleri belirlenmiştir.

3.2.1. Örneklemeye Ait Temel Karakteristik ve Demografik Veriler

Tablo 3.2 Cinsiyet

Cinsiyet	Frekans	Yüzde
Kadın	33	16,2
Erkek	171	83,8

Anket uygulanan kişilerin yaklaşık olarak % 16'sının kadın, % 84'nün ise erkek olduğu görülmüştür.

Tablo 3.3 Yaşların Dağılımı

		Tanımlayıcı İstatistikler			
	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Yaş	199	24.00	70.00	45.6080	10.78847

Ankete katılan 199 kişinin cevapladığı bu soruda, yaşların 24 ile 70 arasında değiştiği görülmektedir. Ortalama yaş 45, standart sapma ise 10 olarak ortaya çıkmıştır.

Tablo 3.4 Eğitim Durumu

Eğitim Durumu	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>İlkokul</i>	3	1.6
<i>Ortaokul</i>	4	2.1
<i>Lise</i>	32	16.8
<i>Meslek Lisesi</i>	1	0.5
<i>Yüksekokul</i>	3	1.6
<i>Üniversite</i>	116	60.7
<i>Lisansüstü</i>	32	16.8

Anket uygulanan kişilerin yaklaşık olarak yüzde % 78'nin yüksekokul ve üstü bir öğretim düzeyine sahip olduğu ve % 1,6'sının ilkokul mezunu olduğu görülmüştür.

Tablo 3.5 Firmadaki Görev

GÖREVİ	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
BASKAN	1	0,50
CEO	1	0,50
FINANSMAN MUDURU	6	2,99
FINANSMAN	1	0,50
GENEL KOORDINATOR	2	1,00
GENEL MUDUR	29	14,43
GENEL MUDUR YRD.	3	1,49
GENEL SEKRETER	1	0,50
GUMRUK MUSAVIRI	1	0,50
IC MIMAR	1	0,50
IHRACAT MUDURU	1	0,50
ISVEREN	2	1,00
MALI ISLER MUDURU	2	1,00
MMM	1	0,50
MUDUR	14	6,97
MUDUR YARD.	1	0,50
MUHENDIS	1	0,50
PARTNER	1	0,50
PATRON	1	0,50
PAZARLAMA KOORDINATORU	1	0,50
PROJE MUDURU	1	0,50

SAHIBI	57	28,36
SATIS PAZ. SORUMLUSU	1	0,50
SIRKET ORTAGI	36	17,91
YETKILI	1	0,50
YON. KUR. BASK.	16	7,96
YON. KUR. BASK. YRD.	1	0,50
YONETICI	9	4,48
YONETIM KUR. BASK. VEKILI	2	1,00
YONETIM KURULU UYESI	6	2,99

Anket uygulanan kişilerin yaklaşık olarak yüzde % 29'nun firmanın sahibi olduğu, % 21'nin genel müdür ve müdür pozisyonlarında çalıştığı ve % 18'nin ise şirket ortağı olduğu görülmüştür.

Tablo 3.6 Çalışma Hayatındaki Süre

		Tanımlayıcı İstatistikler			
	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>
<i>Çalışma Hayatındaki Süre</i>	206	1.00	50.00	22.8495	11.23894

Ankete katılan 209 kişinin de yanıtladığı bu soruda, çalışma hayatındaki sürenin 1 ile 50 yıl arasında değiştiği ortaya çıkmıştır. Ortalama olarak ise yaklaşık 23 yıl gibi sonuç görülmüştür.

Tablo 3.7 Firmadaki Çalışma Süresi

		Tanımlayıcı İstatistikler			
	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>
<i>Firmadaki Çalışma Süresi</i>	106	1.00	45.00	16.8019	11.63199

Ankete katılan sadece 106 kişinin yanıtladığı bu soruda, firmadaki çalışma süresinin 1 ile 45 yıl arasında değiştiği ortaya çıkmıştır. Ortalama olarak ise yaklaşık 17 yıl gibi sonuç görülmüştür.

Tablo 3.8 Yönetici Olarak Çalışma Süresi

		Tanımlayıcı İstatistikler			
	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>
<i>Yönetici Olarak Çalışma Süresi</i>	109	1.00	45.00	17.4037	11.16552

Ankete katılan sadece 109 kişinin yanıtladığı bu soruda, firmadaki çalışma süresinin 1 ile 45 yıl arasında değiştiği ortaya çıkmıştır. Ortalama olarak ise yaklaşık 17 yıl gibi sonuç görülmüştür.

Tablo 3.9 Firmaların Faaliyet Gösterdiği Sektörler

Sektör	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>İmalat</i>	78	37.9
<i>Hizmetler</i>	26	12.6
<i>Ticaret</i>	30	14.6
<i>Elektrik</i>	4	1.9
<i>Madencilik</i>	13	6.3
<i>Tarım</i>	15	7.3
<i>İnşaat</i>	17	8.3
<i>Diğer</i>	23	11.2

Anket uygulanan firmaların % 37.9'u imalat, % 14.6'sı ticaret ve % 12.6'sı ise hizmetler alanlarında faaliyet göstermektedirler.

Tablo 3.10 İmalat Sektörü

İMALAT SEKTÖRÜ FAALİYET ALANLARI	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>ALTIN GUMUS</i>	1	2.04
<i>AMBALAJ</i>	1	2.04
<i>BAGLANTI ELEMANLARI</i>	1	2.04
<i>CATI LEVHASI URETİMİ</i>	1	2.04
<i>DEMİR CELİK</i>	1	2.04
<i>DEMİR MUTFAK VE EV ESYALARI</i>	1	2.04
<i>DIS PROTEZİ</i>	1	2.04
<i>DOKUM İSLEME</i>	1	2.04
<i>ELEKTRİK</i>	1	2.04
<i>ELEKTRİK MOTORU</i>	1	2.04
<i>ELEKTRO MEKANİK</i>	1	2.04
<i>ELEKTRONİK, ELEKTROMEKANİK</i>	1	2.04
<i>EV ESİYASI</i>	1	2.04
<i>GERİ DONUSUM MAK.</i>	1	2.04
<i>GIDA</i>	3	6.12
<i>İNSAAT MAL.</i>	1	2.04
<i>KAGIT KARTON AMB.</i>	1	2.04
<i>KAZAN</i>	1	2.04
<i>KURU MEYVE</i>	1	2.04
<i>MADENİ YAG</i>	1	2.04
<i>MAKİNA</i>	4	8.16
<i>MATBAA</i>	1	2.04
<i>MERMER</i>	1	2.04
<i>MOBİLYA</i>	2	4.08
<i>OTOMOTİV</i>	3	6.12
<i>OTOMOTİV YAN SANAYİ</i>	1	2.04
<i>PLASTİK</i>	3	6.12
<i>PLASTİK BORU</i>	1	2.04
<i>PLASTİK ENJEKSİYON</i>	1	2.04
<i>SATİS OTOMOTİV</i>	1	2.04
<i>SOGUTMA</i>	1	2.04
<i>TARIM KİMYASALLA</i>	1	2.04
<i>TEKSTİL</i>	2	4.08
<i>TEKSTİL NAKİS</i>	1	2.04
<i>TİP</i>	1	2.04
<i>YANGIN GÜVENLİK</i>	1	2.04
<i>YAPI ÜRÜN</i>	1	2.04
<i>YAY</i>	1	2.04

İmalat sektöründe faaliyet gösterdiğini ifade eden 78 firmadan 49'u açıklamada bulunmuştur. Öne çıkan imalat türleri arasında makine, gıda, plastik ve otomotiv bulunmaktadır.

Tablo 3.11 Hizmet Sektörü

HİZMET SEKTÖRÜ FAALİYET ALANLARI	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>BT</i>	1	4.76
<i>DANISMANLIK</i>	1	4.76
<i>EGITIM</i>	1	4.76
<i>ELEKTRONIK</i>	1	4.76
<i>GAZETE</i>	1	4.76
<i>INTERNET</i>	1	4.76
<i>KURU TEMİZLEME</i>	1	4.76
<i>LOJISTIK</i>	1	4.76
<i>MEDYA BASIN</i>	1	4.76
<i>MIMARLIK</i>	1	4.76
<i>RESTORANT</i>	4	19.05
<i>SERVIS</i>	1	4.76
<i>TEMİZLİK</i>	2	9.52
<i>YAZILIM</i>	2	9.52
<i>YEMEK GIDA</i>	1	4.76
<i>YURTICI TASIMACI</i>	1	4.76

Hizmet sektöründe faaliyet gösterdiğini ifade eden 26 firmadan 21'i açıklamada bulunmuştur. Öne çıkan hizmet türleri arasında restoran, temizlik ve yazılım bulunmaktadır.

Tablo 3.12 Ticaret Sektörü

TİCARET SEKTÖRÜ FAALİYET ALANLARI	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>ALISVERIS MERKEZ</i>	1	9.09
<i>DOVIZ BUROSU</i>	1	9.09
<i>EGITIM</i>	1	9.09
<i>ITH. MALZEMELERİ</i>	1	9.09
<i>ITHALAT</i>	1	9.09
<i>MAKINA</i>	1	9.09
<i>ORMAN URUNLERİ</i>	1	9.09
<i>OTOMOTIV</i>	1	9.09
<i>TARIM URUNLARI</i>	1	9.09
<i>TEMSILCILİK</i>	1	9.09
<i>TOPTAN GIDA</i>	1	9.09

Ticaret sektöründe faaliyet gösterdiğini ifade eden 30 firmadan 11'i açıklamada bulunmuştur. Ortaya çıkan tüm alt ticaret kollarının birer kez gözleendiği ortaya çıkmıştır.

Tablo 3.13 Diğer Sektörler

FAALİYET ALANLARI	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>ATATURK ORMAN CİFTÇİLİĞİ BAYILIGI</i>	1	4.76
<i>BİLİSİM DANIŞMANLIK</i>	1	4.76
<i>FINANS</i>	1	4.76
<i>GIDA İHRACATI</i>	1	4.76
<i>HARİTA MUHENDİSLİK</i>	1	4.76
<i>İLETİSİM</i>	1	4.76
<i>İMALAT İHRACAT</i>	1	4.76
<i>KENT MOB.</i>	1	4.76
<i>KİMYASAL MADDELER</i>	1	4.76
<i>KURU TEMİZLEME</i>	1	4.76
<i>LOJİSTİK</i>	1	4.76
<i>MAKINA</i>	1	4.76
<i>MEKANİK TESİSAT</i>	1	4.76
<i>MİMARLIK</i>	1	4.76
<i>REKLAM TANITIM</i>	1	4.76
<i>SAGLIK</i>	1	4.76
<i>SOĞUTMA SEKTÖRÜ</i>	1	4.76
<i>TURİZM</i>	2	9.52
<i>TURİZM TASIMACILIK</i>	1	4.76
<i>TUTUN</i>	1	4.76

Diğer sektörlerde faaliyet gösterdiğini ifade eden 23 firmadan 21'i açıklamada bulunmuş olup belirtilen alt sektörler turizm dışında eşit sayıda ortaya çıkmıştır.

Tablo 3.14 Firmadaki Çalışan Sayısı

ÇALIŞAN SAYISI	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
1-9	48	23.0
10-49	92	44.0
50-250	53	25.4
250 üstü	16	7.7

Firmaların çalışan sayılarının dağılımına bakıldığında, % 44 olarak 10-49 çalışanı olan firmalar öne çıkmış, daha sonra ise % 25 ile 50- 250 çalışanı olan firmalar ve % 23 ile 1-9 çalışanı olan firmalar dikkat çekmiştir.

Tablo 3.15 Kamu Ortaklı Firmalar

KAMU	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>Evet</i>	2	1.0
<i>Hayır</i>	191	99.0

Firmalarının kamu ortaklı olup olmadığı sorusunu 193 kişi cevaplamıştır. Cevaplayanların % 1 'i firmalarının kamu ortaklı olduğunu, % 99'u ise kamu ortaklı olmadığını ifade etmiştir. Firmalarının kamu ortaklı olduğunu ifade eden 2 kişi kamu ortaklık yüzdesini ifade etmemişlerdir.

Tablo 3.16 Yabancı Ortaklı Firmalar

YABANCI ORTAK	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>Evet</i>	7	3.6
<i>Hayır</i>	187	96.4

Firmalarının yabancı ortaklı olup olmadığı sorusunu 194 kişi cevaplamıştır. Cevaplayanların % 3,6 'sı firmalarının yabancı ortaklı olduğunu, % 96,4'ü ise yabancı ortaklı olmadığını ifade etmiştir.

Tablo 3.17 Yabancı Ortak Payı

PAY	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
% 45	1	20.0
% 50	2	40.0
% 51	1	20.0
%70	1	20.0

Yabancı ortaklı firmalardan sadece 5'i yabancı ortak payını ifade etmiştir. Bunlardan ikisi % 50 yabancı ortak payına, diğerleri ise % 45, % 51 ve % 70 yabancı ortak paylarına sahiptir.

Tablo 3.18 İhracat Yapan Firmalar

İHRACAT	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>Evet</i>	99	49.0
<i>Hayır</i>	103	51.0

Ankete katılan 202 kişi tarafından yanıtlanan bu soruda, firmaların % 49'nun ihracat yaptığı ve % 51'nin ise ihracat yapmadığı görülmüştür.

Tablo 3.19 İhracat Yapan Firmalarda İhracatın Toplam Satışlardaki Yüzdesi

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
2.00	1	1.2
5.00	6	7.1
10.00	9	10.6
12.00	1	1.2
15.00	4	4.7
20.00	16	18.8
25.00	4	4.7
30.00	8	9.4
35.00	2	2.4
40.00	11	12.9
43.00	1	1.2
45.00	2	2.4
50.00	1	1.2
55.00	1	1.2
60.00	2	2.4
65.00	3	3.5
70.00	3	3.5
75.00	2	2.4
85.00	1	1.2
95.00	3	3.5
98.00	1	1.2
99.00	1	1.2
100.00	2	2.4

İhracatın Toplam Satışlardaki Yüzde Dağılımı

The bar chart displays the frequency of firms for each export percentage. The x-axis represents the export percentage (İhracat Yüzdesi) from 0 to 100, and the y-axis represents the frequency (Frekans) from 0 to 20. The bars show the following frequencies: 2.00 (1), 5.00 (6), 10.00 (9), 12.00 (1), 15.00 (4), 20.00 (16), 25.00 (4), 30.00 (8), 35.00 (2), 40.00 (11), 43.00 (1), 45.00 (2), 50.00 (1), 55.00 (1), 60.00 (2), 65.00 (3), 70.00 (3), 75.00 (2), 85.00 (1), 95.00 (3), 98.00 (1), 99.00 (1), 100.00 (2).

İhracat yapan 99 firmadan 85 tanesi, toplam satışlar içindeki ihracat yüzdesini ifade etmiştir. Firmaların çoğunluğunun (%73) satışlar içindeki ihracat yüzdesinin % 50'den az olduğu görülmüştür.

Tablo 3.20 Kapasite Kullanım Oranları

KAPASİTE	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
30'dan az	6	3.1
30-50	18	9.3
51-70	52	26.9
70'den çok	117	60.6

Ankete katılan 193 kişi tarafından yanıtlanan bu soruda, firmaların % 60.6'sı kapasite kullanım oranlarının 70'den fazla olduğunu, yaklaşık olarak % 27'sinin ise 51 ile 70 oranları arasında bir kapasite kullanımına sahip oldukları görülmektedir.

Tablo 3.21 Özkaynak Payı

ÖZKAYNAK	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>25 den az</i>	11	5.4
<i>25-50</i>	28	13.8
<i>51-75</i>	32	15.8
<i>76-100</i>	132	65.0

Ankete katılan 203 kişi tarafından yanıtlanan bu soruda, firmaların % 65'inin toplam pasifler içindeki özkaynak payının 76-100 arasında, % 15.8'nin toplam pasifler içindeki özkaynak payının ise 51 ile 75 arasında olduğu görülmektedir.

Tablo 3.22 Finans Problemi

FİNANSAL PROBLEM	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>Evet</i>	64	30.6
<i>Hayır</i>	47	22.5
<i>Bazı Dönemlerde</i>	98	46.9

Firmaların % 22.5'nin finans problemi yaşamadığı, % 30.6'sının finans problemi yaşadığını, geriye kalan % 46.9'nun bazı dönemlerde finansal problem yaşadığı görülmüştür. Bu bağlamda ankete katılan firmaların %77.5'inin finansman sıkıntısı yaşama tecrübesi bulunduğu anlaşılmıştır.

Tablo 3.23 Karlı Olmak Ne Ölçüde Zordur?(Frekans Dağılımı)

KARLILIK	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>
<i>Çok kolay</i>	2	1.0
<i>Kolay</i>	16	7.7
<i>Kararsızım</i>	19	9.1
<i>Zor</i>	133	63.9
<i>Çok Zor</i>	38	18.3

Ankete katılan 209 kişiden 208'nin cevapladığı bu soruya verilen cevaplarda yaklaşık olarak % 64'ü karlı olmanın zor olduğu, % 18 ise çok zor olduğu görüşünü dile getirilmiştir. Bu bağlamda ankete katılan firmaların %82'sinin sektörlerinde karlılık

oranlarının düşük olduğu ve buna bağlı olarak finansman sıkıntısı yaşadıkları anlaşılmıştır.

Tablo 3.24 Karlı Olmak Ne Ölçüde Zordur?(Tanımlayıcı İstatistikler)

	N	Tanımlayıcı İstatistikler			
		Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
<i>Karlı Olmak Ne Ölçüde Zor</i>	208	1.00	5.00	3.9087	.81432

Bu soruya verilen cevapların ortalaması alındığında 4'e yakın bir değer bulunmuştur ki bu "ZOR" a karşılık gelmektedir.

Tablo 3.25 Sektörünüz Ne Ölçüde İstikrarlıdır ?(Frekans Dağılımı)

	Frekans	Yüzde
<i>Çok istikrarlı</i>	5	2.4
<i>İstikrarlı</i>	67	32.5
<i>Kararsızım</i>	18	8.7
<i>İstikrarsız</i>	101	49.0
<i>Çok istikrarsız</i>	15	7.3

Ankete katılan 209 kişiden 206'sının cevapladığı bu soruya verilen cevaplarda yaklaşık olarak % 49'u faaliyette bulunduğu sektörün istikrarsız olduğu, % 32.5'i ise istikrarlı olduğu yönündeki görüşünü dile getirilmiştir.

Tablo 3.26 KOBİ Borsası Sayesinde Sürekli Bir Kaynak Yaratma

Sürekli Bir Kaynak			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	18	8,6
	Katılmıyorum	35	16,7
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	53	25,4
	Katılıyorum	58	27,8
	Kesinlikle katılıyorum	38	18,2
	Toplam	202	96,7
Eksik Değer		7	3,3
Toplam		209	100,0

Ankete katılan 209 kişiden 202'sinin cevapladığı, şirketin halka açılması sayesinde sürekli bir kaynak yaratabileceğine kesinlikle katılmayanlar %8,6, katılmayanlar

%16,7, kararsız kalanlar ise %25,4 tür. Şirketin halka açılması sayesinde sürekli bir kaynak yaratabileceğine katılanlar %27,8, kesinlikle katılanların oranı ise %18,2'dir.

Tablo 3.27 Sermaye Piyasaları Yolu ile Finans Elde Etme

Sermaye Piyasaları Yolu			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	9	4,3
	Katılmıyorum	24	11,5
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	31	14,8
	Katılıyorum	83	39,7
	Kesinlikle katılıyorum	56	26,8
	Toplam	203	97,1
Eksik Değer		6	2,9
Toplam		209	100,0

Tablo 3.27'de sermaye piyasaları yolu ile finans elde etmenin banka kredisi gibi diğer borçlanma araçlarına karşılık rekabetçi maliyet sağlayacağı fikrine kesinlikle katılmayanlar %4,3, katılmayanlar %11,5, kararsızlar %14,8 dir. Sermaye piyasaları yolu ile finans elde etmenin banka kredisi gibi diğer borçlanma araçlarına karşılık rekabetçi maliyet sağlayacağı fikrine katılanlar %39,7 iken, kesinlikle katılanların oranı ise %26,8'dir. Bu konuda görüş bildirmemiş olanların sayısı 6'dır.

Tablo 3.28 Halka Açılması Sayesinde Finansman Sağlama

Halka Açılması Sayesinde			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	8	3,8
	Katılmıyorum	26	12,4
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	42	20,1
	Katılıyorum	74	35,4
	Kesinlikle katılıyorum	51	24,4
	Toplam	201	96,2
Eksik Değer		8	3,8
Toplam		209	100,0

Tablo 3.28'de şirketin halka açılması sayesinde borç senedi ihraç edebilme ve finansman sağlama olanağının olacağına kesinlikle katılmayanlar %3,8, katılmayanlar %12,4 kararsızlar ise %20,1'dir. Şirketlerinin halka açılması sayesinde borç senedi ihraç

edebilme ve finansman sağlama olanağının olacağına katılanlar %35,4, kesinlikle katılanlar ise %24,4'tür. Bu konu ile ilgili 8 kişi görüş bildirmemiştir.

Tablo 3.29 KOBİ Borsası Sayesinde Şirketin Tanınırlığının Artması

KOBİ Borsası Sayesinde			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	6	2,9
	Katılmıyorum	23	11,0
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	32	15,3
	Katılıyorum	77	36,8
	Kesinlikle katılıyorum	62	29,7
	Toplam	200	95,7
Eksik Değer		9	4,3
Toplam		209	100,0

Tablo 3.29'da 200 kişinin cevap verdiği, KOBİ borsası sayesinde şirketinin tanınırlığının artacağına kesinlikle katılmayanlar %2,9, katılmayanlar %11, kararsızlar %15,3 olarak görülmektedir. KOBİ borsası sayesinde şirketinin tanınırlığının artacağına katılanlar %36,8, kesinlikle katılanlar ise %29,7'dir.

Tablo 3.30 KOBİ Borsası Sayesinde Güven Ortamı ve Pazar Payı Sağlama

KOBİ Borsalarında İşlem			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	5	2,4
	Katılmıyorum	19	9,1
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	46	22,0
	Katılıyorum	83	39,7
	Kesinlikle katılıyorum	46	22,0
	Toplam	199	95,2
Eksik Değer		10	4,8
Toplam		209	100,0

Tablo 3.30'da KOBİ Borsalarında işlem görmenin şirketlere sağlayacağı güven ortamı ve bu sayede kazanacakları pazar payının farkındalığı ölçülmüş, çıkan sonuçlara göre KOBİ borsalarında işlem görmenin şirketlere sağlayacağı güven ortamı ve bu sayede kazanacakları pazar payının artacağına kesinlikle katılmayanlar %2,4, katılmayanlar %9,1, kararsızlar %39,7'dir. KOBİ borsalarında işlem görmenin şirketlere sağlayacağı güven ortamı ve bu sayede kazanacakları pazar payının olacağına katılanlar %39,7,

kesinlikle katılanların oranı ise %22'dir. Bu soru ile ilgili görüş bildirmeyenlerin sayısı 10'dur.

Tablo 3.31 Vergi Avantajlarından Faydalanma

Vergi Avantajları			Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	6	2,9	
	Katılmıyorum	21	10,0	
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	58	27,8	
	Katılıyorum	77	36,8	
	Kesinlikle katılıyorum	37	17,7	
	Toplam	199	95,2	
Eksik Değer		10	4,8	
Toplam		209	100,0	

Tablo 3.31'de ankete katılan 209 kişiden 199'unun cevapladığı KOBİ borsalarında işlem görmeye başladıktan sonra çeşitli vergi avantajlarından faydalanabileceklerine kesinlikle katılmayanlar %2,9, katılmayanlar %10, kararsızlar %27,8'dir. KOBİ borsalarında işlem görmeye başladıktan sonra çeşitli vergi avantajlarından faydalanabileceklerine katılanların oranı %36,8, kesinlikle katılanların oranı ise %17,7'dir.

Tablo 3.32 Finansman Olanaklarının Genişlemesi

Finansman Olanaklarını			Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	4	1,9	
	Katılmıyorum	20	9,6	
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	42	20,1	
	Katılıyorum	88	42,1	
	Kesinlikle katılıyorum	45	21,5	
	Toplam	199	95,2	
Eksik Değer		10	4,8	
Toplam		209	100,0	

Tablo 3.32'de KOBİ borsası sayesinde finansman olanaklarının genişleyeceğine kesinlikle katılmayanların oranı %1,9, katılmayanların oranı %9,6, kararsızların oranı ise %20,1'dir. KOBİ borsası sayesinde finansman olanaklarının genişleyeceğine katılanların oranı %42,1 iken, bu oran kesinlikle katılanlar için %21,5'tir.

Tablo 3.33 Şirketin Kredibilitesi

Şirketin Kredibilitesi			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	6	2,9
	Katılmıyorum	19	9,1
	Ne katılıyorum ne katılıyorum	50	23,9
	Katılıyorum	81	38,8
	Kesinlikle katılıyorum	42	20,1
	Toplam	198	94,7
Eksik Değer		11	5,3
Toplam		209	100,0

Tablo 3.33'te KOBİ borsası sayesinde şirketinin kredibilitesinin yükseleceğine kesinlikle katılmayanların oranı %2,9, katılmayanların oranı %9,1 kararsızların oranı ise %23,9 olarak gösterilmiştir. KOBİ borsası sayesinde şirketinin kredibilitesinin artacağı fikrine katılanlar %38,8 iken kesinlikle katılanların oranı ise %20,1 olarak görülmektedir. Anketin bu sorusuna 198 kişi cevap vermiştir.

Tablo 3.34 KOBİ borsasının Şirketlere Sağlayacağı Likidite

Şirketin Likiditesi			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	4	1,9
	Katılmıyorum	14	6,7
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	55	26,3
	Katılıyorum	82	39,2
	Kesinlikle katılıyorum	43	20,6
	Toplam	198	94,7
Eksik Değer		11	5,3
Toplam		209	100,0

Tablo 3.34'te KOBİ borsasının şirkete likidite sağlayacağına kesinlikle katılmayanlar %1,9, katılmayanlar %6,7, kararsızlar ise %26,3 olarak gösterilmiştir. KOBİ borsasının şirkete likidite sağlayacağına katılanlar %39,2, kesinlikle katılanlar ise %20,6'dır.

Tablo 3.35 Kurumsallaşma Sürecinin Hız Kazanması

Kurumsallaşma Süreci			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	4	1,9
	Katılmıyorum	16	7,7
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	45	21,5
	Katılıyorum	83	39,7
	Kesinlikle katılıyorum	47	22,5
	Toplam	195	93,3
Eksik Değer		14	6,7
Toplam		209	100,0

Tablo 3.35’te KOBİ borsası sayesinde kurumsallaşma sürecinin hız kazanması fikrine kesinlikle katılmayanların oranı %1,9, katılmayanların oranı %7,7, kararsızların oranı ise % 21,5 olarak görülmektedir. KOBİ borsası sayesinde kurumsallaşma sürecinin hız kazanacağına katılanların oranı %39,7 iken kesinlikle katılanların oranı % 22,5 olarak görülmektedir.

Tablo 3.35 KOBİ Borsasının Şirketin Devamlılığına Katkısı

Şirket Ömrü			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	5	2,4
	Katılmıyorum	19	9,1
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	45	21,5
	Katılıyorum	85	40,7
	Kesinlikle katılıyorum	45	21,5
	Toplam	199	95,2
Eksik Değer		10	4,8
Toplam		209	100,0

Tablo 3.35’te sermaye piyasalarında işlem görmenin şirket ömrünü uzatacağı ve şirketin devamlılığına katkı sağlayacağı düşüncesine kesinlikle katılmayanların oranı %2,4, katılmayanların oranı %9,1 kararsızları oranı ise %21,5 olarak görülmektedir. Sermaye piyasalarında işlem görmenin şirket ömrünü uzatacağı ve şirketin devamlılığına katkı sağlayacağı düşüncesine katılanların oranı ise %40,7, kesinlikle katılanların oranı ise %21,5’tir.

Tablo 3.36 KOBİ Borsası Sayesinde Satışların Artması

Satışlarda Artış			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	5	2,4
	Katılmıyorum	18	8,6
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	72	34,4
	Katılıyorum	69	33,0
	Kesinlikle katılıyorum	34	16,3
	Toplam	198	94,7
Eksik Değer		11	5,3
Toplam		209	100,0

Tablo 3.36'ya göre, KOBİ borsasında işlem görmeye başladıktan sonra satışlarında artış olacağı fikrine kesinlikle katılmayanlar %2,4 iken, katılmayanlar % 8,6, kararsızlar ise %34,4'tür. KOBİ borsasında işlem görmeye başladıktan sonra satışlarında artış olacağı fikrine katılanlar ise %33, kesinlikle katılanlar %16,3'tür.

Tablo 3.37 KOBİ Borsasının Uzun Vadeli Stratejilere Katkısı

Uzun Vadeli Planlar			
		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	3	1,4
	Katılmıyorum	19	9,1
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	47	22,5
	Katılıyorum	88	42,1
	Kesinlikle katılıyorum	40	19,1
	Toplam	197	94,3
Eksik Değer		12	5,7
Toplam		209	100,0

Tablo 3.37'de KOBİ borsasında işlem görmeye başladıktan sonra şirket için uzun vadeli planların ve iyi hazırlanmış stratejilerin gelişme göstereceğine kesinlikle katılmayanların oranı %1,4, katılmayanların oranı %9,1, kararsızların oranı %22,5 olarak verilmektedir. KOBİ borsasında işlem görmeye başladıktan sonra şirket için uzun vadeli planların ve iyi hazırlanmış stratejilerin gelişme göstereceğine katılanların oranı %42,1, kesinlikle katılanların oranı ise %19,1'dir

Tablo 3.38 Şirketin Yurtiçi ve Yurtdışında Tanınırlığının Artması

Tanınırlılık		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	3	1,4
	Katılmıyorum	19	9,1
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	47	22,5
	Katılıyorum	94	45,0
	Kesinlikle katılıyorum	36	17,2
	Toplam	199	95,2
Eksik Değer		10	4,8
Toplam		209	100,0

Tablo 3.38’de KOBİ borsasına açılmanın şirketlerin yurtiçi ve yurtdışında tanınırlığının artması ile ilgili görüşler yer almaktadır. Buna göre KOBİ borsasına açılmanın şirketlerin yurtiçi ve yurtdışında tanınırlığının artacağına kesinlikle katılmayanların oranı %1,4, katılmayanların oranı %9,1, kararsızların oranı ise %22,5’tir. KOBİ borsasına açılma sonucunda şirketlerin yurtiçi ve yurtdışı tanınırlığının artacağına katılanların oranı %45, kesinlikle katılanların oranı ise %17,2’dir.

Tablo 3.39 Kısa Vadede Borsaya Açılma Eğilimi Frekans Tablosu

Kısa Sürede		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	32	15,3
	Katılmıyorum	49	23,4
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	71	34,0
	Katılıyorum	28	13,4
	Kesinlikle katılıyorum	16	7,7
	Toplam	196	93,8
Eksik Değer		13	6,2
Toplam		209	100,0

Tablo 3.39’da görüldüğü gibi kısa vadede KOBİ borsasına açılma konusunda kesinlikle katılmayanların oranı %15,3, katılmayanların oranı %23,4, ne katılıyorum ne katılmıyorum ile kararsızların oranı %34, kısa vadede borsaya açılma konusunda katılanların oranı %13,4, kesinlikle katılanların oranı ise %7,7’dir. Ankete katılanlardan 13 kişi bu soruya cevap vermemiştir.

Tablo 3.40 Uzun Vadede Borsaya Açılma Eğilimi Frekans Tablosu

Uzun Vadede		Frekans	Yüzde
Geçerli	Kesinlikle katılmıyorum	25	12,0
	Katılmıyorum	33	15,8
	Ne katılıyorum ne katılmıyorum	70	33,5
	Katılıyorum	44	21,1
	Kesinlikle katılıyorum	23	11,0
	Toplam	195	93,3
Eksik Değer		14	6,7
Toplam		209	100,0

Tablo 3.40'ta ise uzun vadede borsaya açılma eğilimi ile ilgili olarak bu soruya cevap verenlerden %12'si kesinlikle katılmadığını, %15,8'i katılmadığını, %33,5'i kararsız olduğunu %21,1'i katıldığını ve %11'i kesinlikle katılmadığını belirtmişlerdir.

3.2.2. Tutum Sorularına Ait Analizler ve Değişkenler Arasındaki İlişki

Tablo 3.41 II.Kısımda Bulunan 16 Sorudan Oluşan Tutum Sorularına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	N	Tanımlayıcı İstatistikler			
		Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
1.Sürekli Bir Kaynak	202	1.00	5.00	3.3119	1.21629
2.Sermaye Piyasaları Yolu	203	1.00	5.00	3.7537	1.11623
3.Halka Açılması Sayesinde	201	1.00	5.00	3.6667	1.11056
4.Kobi Borsası Sayesinde	200	1.00	5.00	3.8300	1.08489
5.Kobi Borsalarında İşlem	199	1.00	5.00	3.7337	1.00223
6.Vergi Avantajları	199	1.00	5.00	3.5930	1.00511
7.Finansman Olanaklarım	199	1.00	5.00	3.7538	.98200
8.Şirketin Kredibilitesi	198	1.00	5.00	3.6768	1.01089
9.Şirketin Likidite	198	1.00	5.00	3.7374	.94612
10.Kurumsallaşma Süreci	195	1.00	5.00	3.7846	.97111
11.Şirket Ömrü	199	1.00	5.00	3.7337	.99718
12.Satışlarda Artış	198	1.00	5.00	3.5505	.96380
13.Uzun Vadeli Planlar	197	1.00	5.00	3.7259	.94545
14.Tanınırlılık	199	1.00	5.00	3.7085	.92413
A.Kısa Vadede	196	1.00	5.00	2.7296	1.14280
B.Uzun Vadede	195	1.00	5.00	3.0359	1.17699

Tablo 3.41’de anket verisinin tanımlayıcı istatistiklerinin gösterdiği gibi kimi anketlerde bazı sorular yanıtlanmamıştır. Bununla birlikte tablonun ilk 14 satırı için hesaplanan ortalama değerler ve standart sapmalar birbirlerine yakın çıkmıştır. Bu bölümde güvenilirlik analizi çıktısının verildiği Tablo 3.1’de tartışıldığı Cronbach alfa değerinin yüksek çıkması bu bulguyla ilişkilidir.

Tablo 3.42 14 sorudan oluşan tutum sorularına ait korelasyon matrisi

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T13	T14
T1	1.000	.558	.598	.563	.551	.461	.518	.478	.503	.522	.498	.478	.504	.400
T2	.558	1.000	.685	.629	.579	.513	.558	.548	.523	.453	.521	.413	.542	.396
T3	.598	.685	1.000	.653	.643	.533	.604	.511	.566	.502	.475	.402	.569	.496
T4	.563	.629	.653	1.000	.790	.697	.734	.724	.663	.660	.588	.526	.655	.564
T5	.551	.579	.643	.790	1.000	.675	.743	.745	.714	.649	.660	.664	.706	.582
T6	.461	.513	.533	.697	.675	1.000	.767	.782	.677	.664	.534	.550	.639	.608
T7	.518	.558	.604	.734	.743	.767	1.000	.802	.760	.620	.642	.539	.663	.594
T8	.478	.548	.511	.724	.745	.782	.802	1.000	.752	.683	.623	.644	.709	.619
T9	.503	.523	.566	.663	.714	.677	.760	.752	1.000	.719	.633	.631	.757	.565
T10	.522	.453	.502	.660	.649	.664	.620	.683	.719	1.000	.607	.572	.704	.581
T11	.498	.521	.475	.588	.660	.534	.642	.623	.633	.607	1.000	.667	.678	.525
T12	.478	.413	.402	.526	.664	.550	.539	.644	.631	.572	.667	1.000	.682	.618
T13	.504	.542	.569	.655	.706	.639	.663	.709	.757	.704	.678	.682	1.000	.620
T14	.400	.396	.496	.564	.582	.608	.594	.619	.565	.581	.525	.618	.620	1.000

Korelasyon katsayısı $[-1, 1]$ aralığında değişen bir sayı olup, + olması halinde aynı yönde, - olması halinde ters yönde bir ilişkiden bahsedilir. Ayrıca katsayı her iki tarafta da 0’a yaklaştıkça ilişkinin zayıfladığını, -1 ve 1 değerlerine yaklaşıldığında ise ilişkinin güçlendiğini ifade eder. 0,5 gibi bir katsayı orta düzeyde bir ilişkiyi ifade ederken, 0,1 zayıf bir ilişkiyi, -1 yada 1 tam ilişkiyi, 0,9 ise çok güçlü bir ilişkiyi gösterir.

Korelasyon katsayılarının anlamlılıklarına bakıldığında sorular birbirleriyle 0,4 – 0,7 aralığında tümü anlamlı çıkmaktadır. Bu bağlamda 0,9 korelasyon katsayısı aynı şeyi ölçen iki soruyu ifade etmekte olup ankette sorulan sorular arasında böyle yüksek bir korelasyon katsayısına sahip bir soru bulunmamıştır. Aynı anlamı içeren ve aynı şeyi

ölçen soru bulunmadığı için, sorular birbirleriyle anlamlıdır ve anlam olarak tekrar etmemektedirler. Aynı zamanda değişkenler arasında 0 korelasyona sahip bir soru bulunmadığından çıkarılması gereken soru yoktur.

3.2.3. Doğrulayıcı Faktör Analizi

Doğrulayıcı faktör analizinin amacı doğrudan ölçülemeyen bir değişkenin gözlemlenebilen alt bileşenleri cinsinden ifade etmektir. Veri anket yolu ile elde ediliyorsa, her soruya verilen yanıt gözlemlenen bir değişkenin değerini ifade edecektir. Eğer sorular hedeflenen değişkenin birbirinden bağımsız bileşenlerini açıklayabiliyor olsalardı faktör analizi çalışması yapılmadan doğrudan istatistiki modelleme aşamasına geçilebilirdi. Ancak hemen her zaman gözlemlenen değişkenler, hedef değişkenin birbiriyle kesişen kısımlarını açıklarlar. Diğer bir deyişle birbirlerinden bağımsız değişimlerdir. Faktör analizi gözlemlenen değişkenler arasındaki bağımsızlık yapısını ortaya çıkartmak veya teste tabi tutmak için kullanılır.

Araştırmacı eğer çalıştığı konuyla ilgili olarak değişkenler arasındaki ilişkiye yönelik herhangi bir öngöründe bulunamıyorsa bu durumda faktör analizi veriden yola çıkarak olası hipotezlerin geliştirilmesi amacıyla kullanılabilir. Faktör analizinin bu formuna açıklayıcı faktör analizi denir.¹⁵⁸

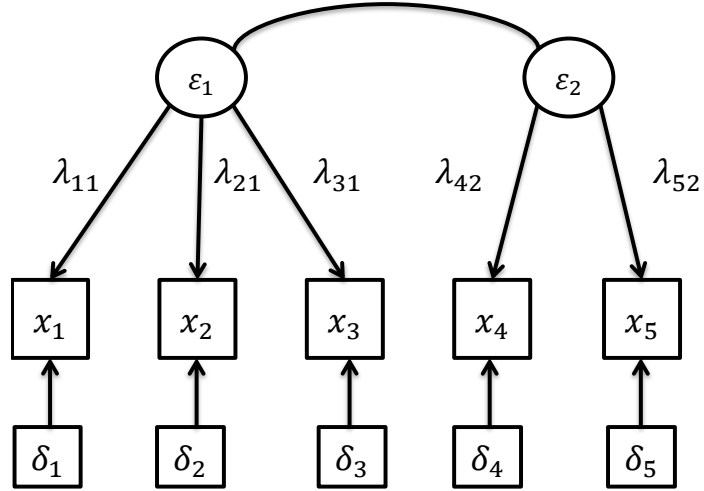
Öte yandan araştırmacı eğer çalıştığı konuyla ilgili literatürden faydalanarak veri toplama yoluna gittiye daha önce yapılmış açıklayıcı faktör analizi sonuçlarından faydalanıyor demektir. Bu durumda veri hipotezler ışığında toplanır ve belirli gözlemlerin grup halinde hedef değişkenin bağımsız bileşenlerini açıkladığı varsayılır.

158 James Lattin, J. Douglas Carroll, Paul E. Green, **Analyzing Multivariate Data**, Duxbury Applied Series, Thomson Learning, 2003, s:171-184

Artık amaç bu ölçümleme şeklinin hedef değişkenini açıklanabilir olup olmadığını test etmektir. Bu yapıya doğrulayıcı faktör analizi denir.

Örneğin, beş adet gözlemlenebilir değişkenin ikiye gruplanarak hedef değişkenin bağımsız bileşenlerini açıkladığı bir doğrulayıcı faktör analizinde model şu şekilde oluşturulur:

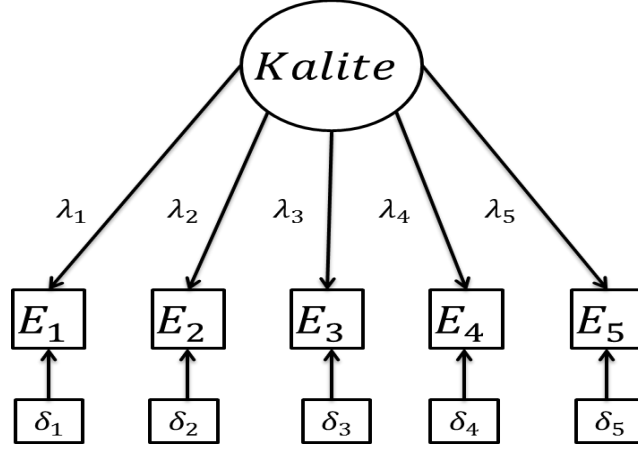
$$\begin{aligned}
 X_1 &= \lambda_{11}\varepsilon_1 & + \delta_1 \\
 X_2 &= \lambda_{21}\varepsilon_1 & + \delta_2 \\
 X_3 &= \lambda_{31}\varepsilon_1 & + \delta_3 \\
 X_4 &= & \lambda_{42}\varepsilon_2 + \delta_4 \\
 X_5 &= & \lambda_{52}\varepsilon_2 + \delta_5
 \end{aligned}$$



Bu modelde, ε_1 ve ε_2 varsayılan faktörler, λ 'ler faktör yüklemeleridir. Modelde daire ile gösterilen kısımlar boş bırakıldığı için (örneğin birinci değişkenin ikinci faktör üzerinde hiç yüklemeye yapmadığı varsayılıyor) iki faktör arasında korelasyon çıkabilir. Halbuki açıklayıcı faktör analizinde bu kısımlarda dolu olacağından faktörler birbirlerinden bağımsız çıkacaklardır.

Doğrulayıcı faktör analizinin en basit uygulamasında gözlemlenen değişkenlerin gizil bir değişkeni ölçümleme güvenilirliği saptanabilir. Lattin vd. (2003) şarap kalitesinin

belirlenmesinde (gizil değişken) beş adet şarap eksperinin derecelendirmelerini örnek olarak vermiştir. Modelde;



λ 'lar eksperlerin şarabın kalitesi üzerindeki güvenilirlik katsayısını ifade etmektedir. Buna göre herhangi λ değeri büyükse, eksper daha güvenilir bir şekilde şarabın kalitesini tespit edebilmektedir.

Sistemin bütün olarak güvenilirliği ise Cronbach Alfa katsayısı ile ölçülebilir.

$$\alpha = \frac{k \cdot \bar{r}}{[1 + (k - 1)\bar{r}]}$$

k: değişken adedi \bar{r} : x'ler arasındaki korelasyonun ortalaması

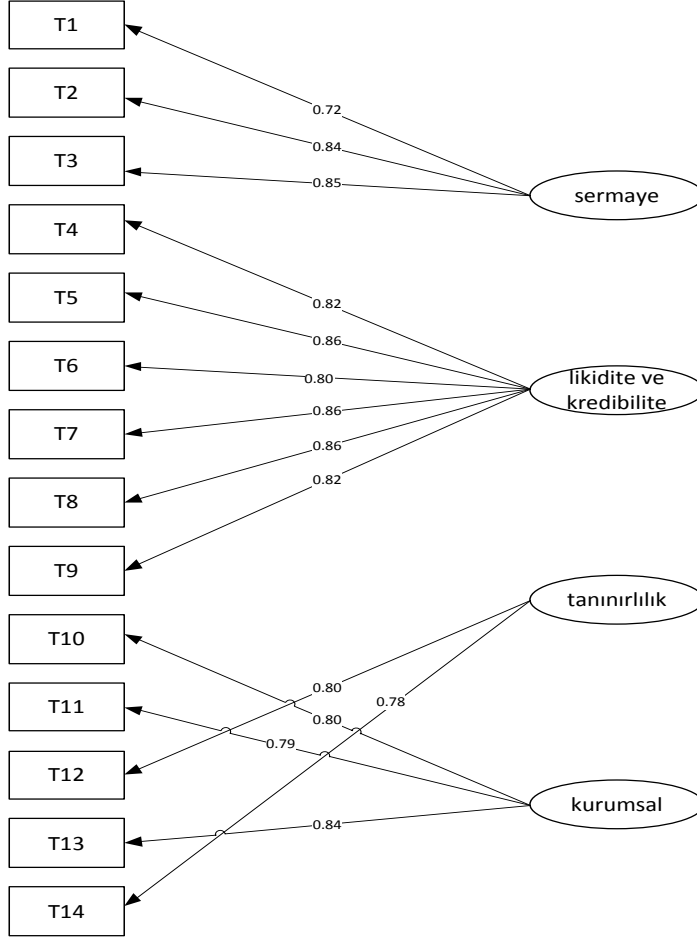
Cronbach α katsayısı 0 ile 1 arasında değişir ve 1'e yaklaştıkça diğer bir deyişle gözlemlenen değişkenler arasındaki korelasyon arttıkça güvenilirliğin yüksek olduğu sonucu elde edilir.

3.2.3.1. Ölçüm Modeli

Bu tezde geliştirilen ölçüm modeli yapısal olarak Doğrulayıcı Faktör Analizi yöntemiyle incelenebilir. Modelde KOBİ'lerin KOBİ Borsalarını değerlendirirken konuyu dört boyutta ele aldıkları varsayılmış ve bu varsayım test edilmiştir. Bu doğrultuda geliştirilen modelin istatistiki anlamda genel bir yapıda olup olmadığı, veriyi açıklama gücü ve alternatif modeller de araştırılmıştır. Bu bilgiler ışığında; Şekil 1'de,

doğrulayıcı faktör analizinde tutum sorularının açıkladığı düşünülen boyutlar gösterilmiştir.

Şekil 3.1. Doğrulayıcı Faktör Analizi , Standartlaştırılmış Katsayılar



Faktör 1: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere sermayeye ulaşmada kolaylık sağlaması’’

Faktör 2: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere likidite ve kredibilite sağlaması’’

Faktör 3: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere tanınırlılık sağlaması’’

Faktör 4: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lerin kurumsallaşmasını sağlaması’’

Birinci, ikinci ve üçüncü sorular KOBİ borsası yolu ile halka açılmanın şirketlere **sermayeye** ulaşmada kolaylık sağlayacağı, dördüncü, beşinci, altıncı, yedinci, sekizinci, dokuzuncu sorular KOBİ borsalarının şirketlerin **likidite ve kredibilitesini** arttırmada yararlı olacağı, onikinci ve onüçüncü sorular KOBİ borsası yolu ile şirketlerin **tanınırlığının** artacağı on, onbir ve onüçüncü sorular ise KOBİ borsası sayesinde şirketlerin **kurumsallaşmalarının** hız kazanacağı şeklinde yer almıştır.

3.2.3.2. Ölçüm Modelinin Analizi

Doğrulayıcı faktör analizi yöntemi kullanılarak geliştirilen ölçüm modelinde KOBİ borsalarına açılmanın şirketlere sağlayacağı faydalar dört faktör ile açıklanacağı, bu faktörlerin toplam 14 gözlenen değişkenle ilgili olduğu öngörülmüştür. Model bir bütün olarak test edilmeden önce yapının ölçüm boyutluluğu incelenmiştir. Her bir faktör ilişkili olduğu gözlenen değişkenler cinsinden tek boyutlu olmalı ve bu yapı içindeki parametrelerin hesaplanmasına olanak verecek serbestlik derecesi sağlanmalıdır.

Test edilen modeldeki KOBİ borsalarına açılmanın şirketlere sağlayacağı faydaları ifade eden faktörler ve her bir faktörün ilişkide olduğu gözlemlenen değişkenler Şekil 3.1’de gösterilmektedir. Buna göre **sermayeye ulaşmada kolaylık faktörü**; ankette birinci, ikinci, üçüncü sorulara verilen yanıtlarla ilişkilendirilmektedir. Ankette **likidite ve kredibilite faktörü**; dördüncü, beşinci, altıncı, yedinci, sekizinci ve dokuzuncu, **tanınırlık faktörü**; onikinci ve onüçüncü, **kurumsallık faktörü**; onuncu, onbirinci ve onüçüncü sorularla ilişkilendirilmiştir.

Hair ve diğerleri(2010) doğrulayıcı faktör analizi modellerinde (ve dolayısıyla yapısal eşitlik modellerinde) her bir faktörün en az dört bileşenli bir yapıdan oluşmasını, bileşenlerin faktörlerle çapraz bağlantı kurmamasını, bir faktör içinde bileşenler

arasında bağlantı olmamasını önermektedir. Bu tezde kurulan doğrulayıcı faktör analizi modelinde, **sermaye, likidite ve kredibilite, tanırılık ve kurumsallık faktörleri** sırasıyla, üç, altı, iki ve üç bileşenden oluşmaktadır. Dört bileşenden oluşan yapıların ortaya çıkardığı fazladan serbestlik dereceleri sayesinde üç bileşenli yapılarda da parametreler sağlıklı bir şekilde hesaplanabilecektir. Bunun için gözlemlenen değişkenlerin korelasyon matrisindeki serbestlik derecesinin, hesaplanacak parametrelerinin adedinden fazla olduğunu göstermek gerekir. Modelde kullanılan ondört gözlemlenen değişkenin korelasyon matrisindeki serbestlik derecesi,

$$s. d. = \frac{n \times (n + 1)}{2} = \frac{14 \times 15}{2} = 105$$

olarak hesaplanmıştır. Formülde s.d., serbestlik derecesini, n ise satır (sütun) sayısını ifade eder. Hesaplanması gereken parametre adedi ise hatalar için (ϵ) 14, faktör yüklemeleri için (λ) 14, faktör varyans/kovaryans matrisi için (C) ise 10 ve toplamda 38'dir. Modelin çözümlenmesi faktörlerin varyansları bir'e sabitlendiği için dört serbestlik kaybedilmiştir. Dolayısıyla, modelin oluşturulması için 71 (105-34) serbestlik derecesi kalmaktadır. Bu nedenle modelin tanımlanması ile ilgili bir problemle karşılaşılması beklenmemektedir, ayrıca model genelleme yapabilme özelliğine sahip olacaktır.

Doğrulayıcı faktör analizinde parametrelerin çözümlenebilmesi için faktörler ve bileşenleri arasındaki ilişkinin yönü kullanılacak yöntemi etkiler. Eğer faktör ve bileşenlerinin arasındaki ilişkinin yönü bileşenlerden faktöre doğruysa yapıya formatif (formative), diğer yandan faktörden bileşenlere doğruysa yapıya reflektif (reflective) denir. Formatif yapılara bir örnek olarak sosyal statü faktörü ile eğitim seviyesi, gelir durumu ve meslek değişkenleri arasındaki ilişki verilebilir. Burada ilişki bileşenlerden faktöre doğrudur. Diğer bir deyişle, sosyal statü eğitim seviyesi, gelir seviyesi ve mesleği belirlemez, bunlar sosyal statüyü belirler. Reflektif modellerde ise durum bunun tersidir. Bu tezde kurulan doğrulayıcı faktör analizi modeli reflektif yapıdadır.

Örneğin likidite ve kredibilite faktörü, şirketlerin KOBİ borsaları sayesinde finansman olanaklarını genişletebileceğini ifade eder.

Model bütünsel olarak incelenmeden önce modele giren verinin tanımlayıcı istatistiklerine bakarak veri girişinde herhangi bir hata yapılıp yapılmadığının kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla her soru için SPSS paket programı kullanılarak, en düşük ve en yüksek, ortalama ve standart sapma değerleri hesaplanmıştır. En düşük ve en yüksek değerler, veri bilgisayar ortamına aktarılırken hata yapılıp yapılmadığını gösterir. Tablo 3.31’de görüldüğü gibi yazım hatası yapılmamıştır. Ortalamalar her soru için birbirine yakın çıkmıştır. Ayrıca standart sapmalar da olağan dışı değerlerin (kümelenmelerin) olmadığını ve her bir sorunun içerdiği değişkenliğin (varyans) yakın olduğunu göstermektedir.

3.2.3.2.1. DFA Modelinin Bütün Olarak Test Edilmesi

Oluşturulan DFA modelinin başarılı bir ölçümleme modeli olup olmadığını test etmek için, üç istatistikten faydalanılmaktadır. Bu amaçla kullanılacak birinci istatistik; gözlemlenen ve modelin tahmin ettiği kovaryans matrislerinin uyumu hakkında bilgi veren Ki-kare (χ^2) istatistiğidir. Bu istatistiğe yönelik p-değerinin (p-value) 0,05’den küçük olması durumunda bu iki matrisin birbiriyle uyumlu olduğu diğer bir değişle modelin başarılı olduğu hipotezi red edilir. Yazında (Hair ve diğerleri,2010) belirtildiği gibi, χ^2 istatistiği örneklem sayısına yüksek duyarlılığa sahip ve örneklem sayısı arttıkça red etme eğiliminde bir istatistiktir. Öte yandan bu tezde geliştirilen modelde p değeri 0.1384 çıkmış ve modelin başarılı olduğu hipotezi red edilmemiştir. Ancak testin söz konusu zayıflığından ötürü geliştirilen ikinci ve üçüncü aşama istatistikler de bulunmaktadır.

İkinci aşama olarak kullanılan mutlak ölçüm endeksleri de modele bütün olarak bakar ve ki-kare testinin zayıf yönünü kapatmak için kullanılır. Bu amaçla kullanılacak ilk istatistik standardize edilmiş ki-kare testidir. Bu istatistik hesaplanan ki-kare istatistiğinin serbestlik derecesinin bulunmasıyla elde edilir. Değerin ikiden küçük

olması modelin çok başarılı, iki ile beş arasında olması modelin başarılı ve beşten büyük olması ise modelin başarısız olduğu anlamına gelir. Bu tezde geliştirilen DFA modelinde standartlaştırılmış ki-kare istatistiği 1,1885 $\left(\frac{\chi^2}{s.d} = \frac{84,389}{71}\right)$ olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla model bu endekse göre çok başarılıdır.

İkinci aşamada kullanılacak diğer bir mutlak uyum endeksi ise hata kareler ortalaması kare kökü (RMSA- Root Mean Square of Approximation) ölçütüdür. Bu ölçütün 0,08'den küçük olması modelin başarısına işaret ederken büyük olması modelin başarısız olduğu anlamına gelir. Bu tezde geliştirilen DFA modelinde RMSA ölçütü 0,0434 çıkmış, modelin bütün olarak başarılı olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu ölçüt için hesaplanan %90'lık güven aralığı ise 0 ile 0,0757 olarak hesaplanmış, kritik değer olan 0,08 güven aralığı içinde çıkmamıştır.

Bu amaçla son olarak kullanılacak mutlak uyum endeksi, uyum iyiliği testi (GFI- Goodness of Fit) 0 ile 1 arasında değişen bir ölçüttür. Bu ölçek için değer bire yaklaştıkça modelin başarılı olduğu sonucu çıkartılır. 0,90'ın üzerindeki değerler başarılı, 0,95'in üzerindeki değerler ise çok başarılı olarak nitelendirilmektedir. Bu tezde GFI ölçütü 0,89217 çıkmıştır. Dolayısıyla GFI ölçütüne göre modelin bir bütün olarak başarılı olduğu sonucuna varılabilir

Üçüncü aşamada Artış Uyum Endekslerine (Incremental Fit Endex) bakılır. Bu endekslerdeki çalışma prensibin altında yatan temel mantık kurulmuş olan modeli daha basit varyasyonlarıyla karşılaştırmak ve modelin karmaşılaştırılması karşısında elde edilen başarıyı ölçümlemektir. Bu endeksin değeri sıfır ila bir arasında değişir. Değer bire yaklaştıkça modelin karmaşılaştırılması maliyetinde elde edilen tahminleme başarısı yüksek olduğu nitelendirilir. Bu tezde geliştirilen DFA modelinde Bentler-Bonett artış uyum endeksi 0,92621 olarak hesaplanmış ve modelin yeterli karmaşıklığa sahip olduğu sonucu elde edilmiştir. Aynı mantıkla çalışan Tucker-Lewis endeksi ise 0.98375 çıkmıştır. Son olarak karşılaştırmalı uyum istatistiği olan Bonett endeksi 0.9874 hesaplanmış ve daha basit bir modelin kovaryans matrisini modellemekte

başarılı olamayacağını göstermiştir. Tablo 3.43'te Doğrulayıcı Faktör Analizine İlişkin Uyum Ölçütleri bulunmaktadır.

Tablo 3.43 Doğrulayıcı Faktör Analizine İlişkin Uyum Ölçütleri

<i>Model Chisquare (Ki-Kare)</i>		84.239
<i>Df (Serbestlik Derecesi)</i>		71
<i>(>Chisq) (Ki-Kare)</i>		0.1348
<i>Goodness-of-fit index (Uyum Endeksi)</i>		0.8921
<i>Adjusted goodness-of-fit index (Düzeltilmiş Uyum Endeksi)</i>		0.8405
<i>RMSEA index</i>	90% CI: (0, 0.0758)	0.0434
<i>Bentler-Bonnett NFI</i>		0.9262
<i>Tucker-Lewis NNFI</i>		0.9838
<i>Bentler CFI</i>		0.9874

3.2.3.2.2. Faktör Yüklemelerinin Analizi

Modelin genel uyumu ile ilgili istatistikler yorumlandıktan sonraki aşama faktör yüklemeleri ile ilgili istatistiklerin anlamlılığına ve yüklemelerin boyutuna bakmaktır. İlk aşamada her bir faktör yüklemesinin istatistiki olarak 0'dan farklı olup olmadığını test eden T testi sonuçlarına bakılmalıdır. Modelde her bir yükleme için (tüm faktörler) T testi istatistiklerine karşılık gelen P değeri 0,05'den düşük çıkmıştır. Dolayısıyla %95'lik anlamlılık düzeyinde faktör yüklemelerinin 0'dan farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aşağıda, Tablo 3.44'de standardize edilmiş faktör yüklemeleri için standart hata çoklu regresyon açıklayıcılık faktörü ve t istatistikleri bulunmaktadır.

Tablo 3.44 Model Parametreleri ve p-değerleri

Lambda	S.Hata	t-istatistiği	p-değeri	Yön
0.72296	0.091122	7.934	2.12E-15	t1 <--- F1
0.85006	0.085211	9.976	1.94E-23	t3 <--- F1
0.84064	0.085651	9.8147	9.73E-23	t2 <--- F1
0.86267	0.080733	10.6855	1.19E-26	t7 <--- F2
0.82793	0.082701	10.0111	1.36E-23	t9 <--- F2
0.80689	0.083837	9.6245	6.30E-22	t6 <--- F2
0.86606	0.080534	10.754	5.67E-27	t8 <--- F2
0.82044	0.083111	9.8716	5.53E-23	t4 <--- F2
0.85909	0.080941	10.6137	2.57E-26	t5 <--- F2
0.80368	0.088708	9.0598	1.31E-19	t12 <--- F3
0.77767	0.089506	8.6885	3.67E-18	t14 <--- F3
0.8066	0.084792	9.5127	1.86E-21	t10 <--- F4
0.79138	0.085563	9.249	2.27E-20	t11 <--- F4
0.84242	0.082945	10.1564	3.10E-24	t13 <--- F4

Daha önce verilmiş olan Şekil 3.1’de faktör parametreleri için standardize edilmiş değerler gösterilmiştir. Standardize edilmiş faktör yüklemeleri -1 ile +1 arasında değişir. Ancak anket soruları hep aynı yönde yazıldığı için (pozitifler yüksek) 0 ile +1 arası değerlerin çıkması beklenmektedir. Doğrulayıcı faktör analizinde her bir faktör yüklemesinin idealde 0,7’den büyük olması beklenirken 0,5’den büyük değerler kabul edilmektedir. Diğer yandan herhangi bir faktör yüklemesinin 0,5’den düşük çıkması ilgili bağlantının (anket sorusu) modelden çıkartılması veya modelin yapısının değiştirilme stratejilerini gündeme getirir. Bu tezde geliştirilen modelde tüm faktörler için faktör yüklemeleri 0,7’den büyük çıkmıştır.

Bu bağlamda, **sermaye, likidite ve kredibilite, tanınırlık ve kurumsallık faktörleri** sırasıyla, üç, altı, iki ve üç bileşenden oluşmaktadır ve buna göre **sermayeye ulaşmada kolaylık faktörü**; ankette birinci, ikinci, üçüncü sorulara verilen yanıtlarla ilişkilendirilmiş ve faktör yüklemeleri 0,7’den büyük çıkmıştır. Bu durum birinci, ikinci ve üçüncü soruların KOBİ borsaları yolu ile halka açılmanın sermayeye ulaşmada kolaylık sağlayacağı görüşünün güvenilirliğini ifade etmektedir. Ankette **likidite ve kredibilite faktörü**; dördüncü, beşinci, altıncı, yedinci, sekizinci ve dokuzuncu, sorularla, **tanınırlık faktörü**; onikinci ve ondördüncü, **kurumsallık faktörü**; onuncu,

onbirinci ve onüçüncü sorularla ilişkilendirilmiş olup bununla birlikte birinci, ikinci ve üçüncü sorular KOBİ borsası yolu ile halka açılmanın şirketlere **sermayeye** ulaşmada kolaylık sağlayacağı, dört, beş, altı, yedi, sekiz, dokuzuncu sorular KOBİ borsalarının şirketlerin **likidite ve kredibilitesini** arttırmada yararlı olacağı, oniki ve ondördüncü sorular KOBİ borsası yolu ile şirketlerin **tanınırlılığının** artacağı on, onbir ve onüçüncü sorular ise KOBİ borsası sayesinde şirketlerin **kurumsallaşmalarının** hız kazanacağı şeklinde yer almıştır.

3.2.3.2.3. Yapısal Geçerlilik Analizi

Yapısal geçerlilik dört boyutta incelenir. Birinci boyut; Görünen Geçerlilik (Face Validity), bu değerlendirme subjektiftir ve ekspertlerin modelin gerçeğe uyumlu olup olmadığına yönelik yorumlarına dayanır. Konu ile ilgili olarak TOBB başkanı Rıfat Hisarcıklıoğlu ve SPK başkanının olumlu görüşleri ve KOBİ borsalarının gerekliliği ile ilgili yorumları buna dayandırılabilir. Buna göre Sermaye Piyasası Kurulu eski başkanı Turan Erol, 1 Eylül 2009 tarihli Sabah gazetesinde yayınlanan habere göre “SPK Başkanı Erol yaptığı açıklamada, KOBİ’lerin tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisi açısından da çok önemli fonksiyonları bulunduğunu, Türkiye’deki işletmelerin yaklaşık yüzde 99’unun KOBİ tanımına girdiğini ifade etmiş ve Borsa’da kurulan yeni pazarla KOBİ’lerin ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin finansman bulma imkanlarını artırdıklarını ifade etmiştir.”

Günümüzün Sermaye Piyasası Kurulu başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray’ın 4 Nisan 2012 tarihinde Ankara Sanayi Odası’nın (ASO) gerçekleştirmiş olduğu programda yapmış olduğu “Sermaye Piyasalarımız ve Halka Arz” başlıklı sunumda şirketlerin halka açılmalarının şirketlere sağlayacağı faydalar sırasıyla; finansman kaynağı yaratma, kredi pazarlarına daha ucuz maliyetle ve daha kolay erişim imkanı, likidite ve kredibilite sağlama, kurumsallaşma ve ticari şöhret ve itibar sağlama olarak belirtmiştir.

NTVMSNBC’nin 7 Temmuz 2005 tarihli internet sitesinde yayınlamış olduğu habere göre ise; Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) başkanı Rıfat Hisarcıklıoğlu Gelişen İşletmeler Piyasaları’nın KOBİ’lerin gelişmesini sağlayacağını, reel sektör ve

tasarruf sahiplerini buluşturacağını söyledi. Hisarcıklıoğlu, bu piyasa ile gelişme ve büyüme potansiyeline sahip KOBİ'lerin sermaye piyasalarına erişme imkanına kavuşacağını ve geleceğin büyük şirketlerinin buradan ortaya çıkacağını kaydederek, "Bu borsa, KOBİ'lerimizin halka açılma yoluyla daha sağlam muhasebe ve faaliyet standartlarına ulaşmasını da teşvik edecektir" demiştir.

İkinci boyutu Kuramsal Geçerlilik (Nomological Validity)'tir. Kuramsal geçerlilik kurulan DFA modelinin kuramsal alt yapısının olup olmadığını yazındaki diğer çalışmalara atıfta bulunarak tartışır. Hedef modele kuramsal destek sağlamaktır. Bu tartışma tezin ikinci kısmında yapılmıştır. Buna göre; KOBİ borsaları ile halka açılmanın şirketlere sağlayacağı faydaların sırası ile sermayeye ulaşmada kolaylık, kurumsallaşma, likidite ve kredibilite sağlama, tanınırlılığın artması olarak belirtilmiştir.

Üçüncü boyut geliştirilen modelde her bir faktörün içerdiği değişkenlerin yakınsaklığını ölçen yakınsaklık geçerliliğidir (Convergent Validity). Burada amaç, bir faktörün endikatörlerinin birbiriyle ne ölçüde varyans paylaştıklarını tespit etmektir, diğer bir değişle aynı faktörlere bağlı endikatörlerin benzer değişkenlik yapısı içinde olup olmadığı analiz edilecektir. Bu analiz üç adımdan oluşur;

Birinci adımı faktör yüklemelerinin boyutuna bakmaktır, faktör yüklemeleri en az 0,5'den büyük olmalıdır. Yukarıda yapılan tartışmada da görüldüğü gibi bu şart sağlanmıştır.

İkinci adım Ortalama Varyans Çıkartımı istatistiğine bakmaktır. (Average Variance Extracted) bu değerinde 0,5'den büyük olması beklenmektedir.

$$AVE = \frac{\sum_i \lambda_i^2}{n} = 0.6737$$

Formülde AVE, ortalama varyans katsayısını, λ standardize edilmiş faktör yüklemelerini, n ise toplam faktör yüklemesi sayısını göstermektedir. AVE Endeksi faktörlerin indikatörler üzerindeki değişimleri ne kadar açıkladığını ifade eder. Başarılı

bir modelde, faktörlerin endikatörlerdeki değişikliğin en az %50'sinin, ancak idealde %70'inden fazlasının açıklanması beklenmelidir. Bu tezde geliştirilen modelde AVE 0.6737 çıkmıştır.

Yakınsallık geçerliliğinin son adımı, modelin güvenilir olup olmadığına bakar. Bu aşamada Cronbach α değeri kullanılabilirliği gibi, güncel yazım yapısal güvenilirlik endeksini (Construct Reability) önermektedir. Bu tez de geliştirilen modelde birden fazla faktör önerdiğinden Cronbach alfa değeri yerine yapısal güvenilirlik endeksinin kullanılması gerekmektedir.

$$CR = \frac{(\sum_i \lambda_i)^2}{(\sum_i \lambda_i)^2 + \sum_i \varepsilon_i} = \frac{131,7557}{131,7557 + 7,9649} = 0.9430 = \%94,30$$

Yapısal güvenilirlik katsayısının (CR) 0,6'dan büyük çıkması beklenir. Bu tezde geliştirilen modelde güvenilirlik katsayısı 0,94 çıkmıştır.

Yapısal geçerlilik analizinin son adımı olan Ayrışma Geçerliliği (Discriminant Validity), faktörlerin birbirinden yeterince ayık olup olmadığını kontrol eder. Bunun için kullanılan yöntem AVE endeksi ile faktörlerin birbiriyle korelasyonlarının karesini karşılaştırmaktır. Bunu yapmaktaki amaç; faktörlerin birbiriyle ilişkisi, her bir faktörün endikatörleriyle ortalama ilişkisinden düşük olmasının gerekliliğine bakmaktır. Faktörler arasındaki korelasyon matrisi 3.45'deki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.45 Faktörler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	<i>Sermaye</i>	<i>Likidite ve Kredibilite</i>	<i>Tanınırlılık</i>	<i>Kurumsal</i>
<i>Sermaye (F1)</i>	1,000			
<i>Likidite ve kredibilite (F2)</i>	0,7802	1,000		
<i>Tanınırlılık (F3)</i>	0,6443	0,8789	1,000	
<i>Kurumsal (F4)</i>	0,7712	0,9362	0.9452	1,000

Karşılaştırma amacıyla yukarıdaki matristeki korelasyon değerlerinin karelerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu amaçla oluşturulan yeni korelasyon kareleri matrisi Tablo 3.46'da verilmiştir.

Tablo 3.46 Korelasyon Kare Matrisi

	<i>Sermaye</i>	<i>Likidite ve Kredibilite</i>	<i>Tanınırlılık</i>	<i>Kurumsal</i>
<i>Sermaye (F1)</i>	1 ,00	0 ,00	0 ,00	0 ,00
<i>Likidite ve kredibilite (F2)</i>	0 ,60	1 ,00	0 ,00	0 ,00
<i>Tanınırlılık (F3)</i>	0 ,41	0 ,77	1 ,00	0 ,00
<i>Kurumsal (F4)</i>	0 ,59	0 ,87	0 ,89	1 ,00

Yukarıda hesaplanan AVE=0.6737 değeri *Sermayeye ulaşmada kolaylık* ile diğer tüm faktörler arasındaki ilişkiden küçüktür. Öte yandan diğer faktörler arasındaki korelasyonun karesi AVE değerinden yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla KOBİ'lerin bu faktörleri algılamasında belirgin bir ayrım olmadığı söylenebilir. Ancak bu yorum genel olarak modelin dört faktörden oluştuğu hipotezi ile çelişmemektedir. KOBİ'ler bu faktörler ile ilgili değerlendirmeleri yaparken, faktörleri ayrı değerlendirilmekte ancak birbirinden bağımsız olarak algılamamaktadır. Bir başka deyişle her ne kadar bu model, bu faktörlerin birbirinden ayrı olarak değerlendirilmesiyle daha fazla açıklayıcı güce sahipse, KOBİ'lerin sorulara olan algıları tanınırlılık ile likidite ve kredibilite faktörlerini, kurumsallaşma ile likidite ve kredibilite faktörlerini ve son olarak tanınırlılık ile kurumsallık faktörlerini birbirinden yeterince ayırtamadıkları sonucunu doğurmaktadır. Diğer bir deyişle, KOBİ'ler verdikleri cevaplarla tanınırlılık ile likidite ve kredibilitiyi, kurumsallaşma ile likidite ve kredibilitiyi ve kurumsallaşma ile tanınırlılığı aynı anlamda algılamakta ve verilen cevapların analiz sonuçlarına göre bu faktörlerin firma sahipleri için aynı anlamı taşıdıkları sonucunu çıkarabiliriz. Ancak bu durum bu faktörleri birleştirerek tek bir faktör yapma anlamına gelmemektedir, çünkü daha önce modelin minimum kompleks yapıya sahip olduğu ve daha basit bir yapıya indirgenemeyeceği gösterilmiştir. Bununla birlikte KOBİ'lerin sermayeye ulaşmada kolaylık ile likidite ve kredibilite, sermayeye ulaşmada kolaylık ile tanınırlılık ve

sermayeye ulaşmada kolaylık ile kurumsallaşma faktörlerini birbirinden ayrı değerlendirdikleri ve bağımsız olarak algıladıkları sonucuna ulaşabiliriz.

3.2.3.2.4. Modifikasyon Endeks Analizi

Doğrulamayı faktör analizinin son adımı, modifikasyon endekslerinin incelenmesidir. Modifikasyon endekslerinin anlamı, modelde var olan bir bağlantının (parametrenin) koparılması halinde (silinmesi) modelin tahmin yeteneğinin artıp artmayacağını kontrol etmektir. 4'ün üzerindeki modifikasyon endeksleri incelenmelidir. Yazılım kritik değer üzerinde hiçbir modifikasyon önermemiştir. Kritik değer altında olmakla birlikte yazılımın önerdiği modifikasyonlar Tablo 3.47'de gösterilmiştir.

Tablo: 3.47 Yazılım Tarafından Önerilen Modifikasyonlar

<i>5 en büyük modifikasyon endeksi (A matrix : tek yönlü)</i>				
t8<-t3	t5<-t4	t4<-t5	t4<-F1	t4<-t2
9.206201	8.977105	8.977058	7.766643	6.851252
<i>5 en büyük modifikasyon endeksi (P matrix : çift yönlü)</i>				
t5<->t4	F1<->t4	t8<->t3	F4<->t9	F1<->t8
8.977136	6.848640	6.368091	5.644390	5.582950

Bu tablodan anlaşılacağı üzere, üçüncü soru sekizinci soru ile, dördüncü soru, beşinci soru ile , birinci faktör, dördüncü soru ile, ikinci soru, dördüncü soru ile ilişkilendirilmiş ancak modele eklediğimiz parametrelerde belirli bir iyileşme görülmemiştir, bunun sebebi modifikasyon katsayılarının düşük olmasıdır. Bu sebepten model bu parametrelerin ilişkilendirilmesini önermemektedir.

3.2.3. Faktörlerin Demografik Çözümlemesi

Tezde geliştirilen ve şu ana kadar yapısal özellikleri analiz edilen doğrulamayı faktör analizi modelindeki her faktör ile KOBİ'lerin anketin Genel Bilgiler kısmında sorulmuş sorulara verdikleri yanıtlar arasındaki ilişki, modelin daha detaylı incelenmesine olanak verir. Bu bölümde;

1. Faaliyet Gösterilen Sektör
2. Çalışan Sayısı
3. Kuruluş Yılı (Firmanın Yaşı)
4. Kamu Ortaklık Payı
5. Yabancı Ortaklık Payı
6. İhracat Payı
7. Özkaynak Payı
8. Finansman Sorunu

değişkenleri faktörler bazında ayrı ayrı incelenmiş ve tartışılmıştır. Bu analiz için her bir faktör yüklemesini hesaplamak gerekmektedir. R yazılımı kullanılarak geliştirilen doğrulayıcı faktör analizinde hesaplanan faktör yüklemeleri Tablo 3.48’de verilmiştir.

Tablo 3.48 Faktör Yüklemeleri Matrisi

	<i>Sermaye</i>	<i>Likidite ve Kredibilite</i>	<i>Tanınırlılık</i>	<i>Kurumsal</i>
<i>1.Sürekli Bir Kaynak</i>	0.176467	0.016001	-0.0112	0.021483
<i>2.Sermaye Piyasaları Yolu</i>	0.333903	0.030276	-0.0212	0.04065
<i>3.Halka Açılması Sayesinde</i>	0.357043	0.032374	-0.02267	0.043467
<i>4.Kobi Borsası Sayesinde</i>	0.026515	0.123815	0.0437	0.052569
<i>5.Kobi Borsalarında İşlem</i>	0.034643	0.161771	0.057097	0.068684
<i>6.Vergi Avantajları</i>	0.024429	0.114074	0.040262	0.048433
<i>7.Finansman Olanaklarım</i>	0.035627	0.166362	0.058717	0.070633
<i>8.Şirketin Kredibilitesi</i>	0.036607	0.170938	0.060332	0.072576
<i>9.Şirketin Likidite</i>	0.027808	0.129854	0.045832	0.055133
<i>10.Kurumsallaşma Süreci</i>	0.032745	0.048353	0.124307	0.155927
<i>11.Şirket Ömrü</i>	0.030035	0.044352	0.11402	0.143023
<i>12.Satışlarda Artış</i>	-0.01679	0.039518	0.259403	0.122211
<i>13.Uzun Vadeli Planlar</i>	0.041157	0.060774	0.156241	0.195984
<i>14.Tanınırlılık</i>	-0.01456	0.034259	0.224885	0.105948

Buna göre birinci faktör olan Sermaye'nin değerlerini elde etmek için,

$$Sermaye = 0.176467 * t_1 + 0.333903 * t_2 + \dots \pm 0.01456 * t_{14}$$

formülü kullanılmalıdır. Benzer işlemler tüm faktörler için hesaplandığında faktör değerlerine ulaşılmış olunur. Bu formüller SPSS programına girilerek faktör değerlerine ulaşılmıştır. Tablo 3.49'da faktör değerleri için özet istatistikler verilmiştir.

Tablo 3.49 Faktörlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	<i>Sayı</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>
<i>Sermaye</i>	187	1,11	5,69	4,1521	1,01781
<i>Likidite ve Kredibilite</i>	187	1,17	5,86	4,3775	,99231
<i>Tanırlılık</i>	187	1,13	5,79	4,1771	,91542
<i>Kurumsallık</i>	187	1,20	5,98	4,4491	,96583
<i>Geçerli Sayı</i>	187				

3.2.3.1 Faaliyet Alanı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Bu kısımda KOBİ'lerin KOBİ borsalarını değerlendirmede kullandıkları faktörler cinsinden faaliyet alanları bazında farklılık gösterip göstermedikleri incelenmiştir. Şu ana kadar, faktörlerin elde edilmesinde kullanılan model için öne sürülen hipotezlerde KOBİ'lerin KOBİ borsalarını faaliyet alanlarından bağımsız bir şekilde değerlendirdikleri varsayıldı. Bu varsayım ışığında faktör değerleri (F_1, F_2, F_3, F_4) ile KOBİ'lerin faaliyet alanları değişkeni üzerinde yapılacak ANOVA testi sonucunda faaliyet alanları içinde faktör ortalamalarında değişiklik beklenmemektedir. ANOVA testi sonucunda elde edilen p-değerlerinin 0,05'ten yüksek çıkması model tanımlanırken yapılan varsayımı desteklemekte aksi durum KOBİ'nin faaliyet alanının faktör değerlerini etkilediği sonucunu doğuracaktır. Bu durumda KOBİ'lerin faaliyet alanlarına göre ayrı ayrı doğrulayıcı faktör analizi modeli geliştirilmesi gerekmektedir. ANOVA tablosu Tablo 3.50'de gösterilmiştir.

Tablo 3.50 Faaliyet Alanı ve Faktörler için ANOVA Tablosu

ANOVA						
		<i>Kareler Toplamı</i>	<i>Serbestlik Derecesi</i>	<i>Kareler Ortalaması</i>	<i>F</i>	<i>Olasılık</i>
<i>Sermaye</i>	Guruplar Arası	13,980	7	1,997	1,981	,060
	Guruplar İçi	177,437	176	1,008		
	Toplam	191,417	183			
<i>Likidite ve Kredibilite</i>	Guruplar Arası	18,517	7	2,645	2,851	,008
	Guruplar İçi	163,284	176	,928		
	Toplam	181,801	183			
<i>Tanımlılık</i>	Guruplar Arası	13,993	7	1,999	2,489	,018
	Guruplar İçi	141,360	176	,803		
	Toplam	155,352	183			
<i>Kurumsallık</i>	Guruplar Arası	16,378	7	2,340	2,631	,013
	Guruplar İçi	156,507	176	,889		
	Toplam	172,885	183			

Faaliyet alanı ve Faktörler için hesaplanan ANOVA tablosuna göre Sermaye faktörü dışında diğer tüm faktörler için KOBİ'lerin faaliyet alanlarının faktör değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi bulunmaktadır. Diğer bir deyişle Likidite ve Kredibilite, Tanımlılık ve Kurumsallık faktörlerini değerlendirirken KOBİ'ler faaliyet alanlarına göre farklılık göstermektedirler. Bu durum Tablo 3.50'de son sütunda koyu değerler ile vurgulanmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında özellikle etken faaliyet alanlarını bulmak için ANOVA testine ek olarak Post-Hoc tablosu da verilmiştir. Bu tablo her faktör için faaliyet alanlarını ikili bazda karşılaştırdığından oldukça büyük bir tablodur. Bu nedenle tablonun bütünü EK 1'de verilmiş Tablo 3.51'de ise farklılığı yaratan ikili faaliyet alanlarını gösteren özet tablo hazırlanmıştır.

Tablo 3.51 Faaliyet Alanı ve Faktörler için Post-Hoc Tablosu

Dependent Variable			Ortalama Hata (I-J)	Standart Hata	P
<i>Likidite ve Kredibilite</i>	imalat	ticaret	,75571*	.22122	.018
		hizmetler	,92189*	.27902	.025
	ticaret	tarım	-1,09177*	.31230	.014
		infaat	-.95039	.31230	.054
<i>Tanınırlılık</i>	ticaret	hizmetler	-.77537	.25961	.063
		tarım	-.92733*	.29058	.035
		infaat	-.86763	.29058	.063
<i>Kurumsallık</i>	imalat	ticaret	,70784*	.21658	.028
		hizmetler	,88267*	.27317	.031
	ticaret	infaat	-.89848	.30575	.071
		hizmetler	-.88267*	.27317	.031
		tarım	-.99742*	.30575	.028

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Tablo 3.51, ANOVA testinde çıkan farklılığın nedenleri göstermektedir. Tabloda ilk sütunda görüldüğü gibi faaliyet alanlarındaki farklılıklar üç boyutta bulunmaktadır. İlk boyut Sermaye için faaliyet alanlarında istatistiki olarak anlamlı bir fark saptanamamıştır. Diğer faktörlerde ortaya çıkan farklılığın temel nedeni olarak Ticaret sektörü ön plana çıkmaktadır. Veri daha detaylı incelendiğinde Ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalardan belirgin bir şekilde KOBİ borsalarına açılma konusundaki olumsuz düşünceleri bir post-hoc hipotez olarak ortaya konulabilir. Tablo 3.52 bu hipotez için oluşturulan ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.52 Faaliyet Alanları ve KOBİ Borsasına Açılma Düşüncesi için ANOVA Tablosu.

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
kısa sürede	<i>Guruplar Arası</i>	19,365	7	2,766	2,224	,034
	<i>Guruplar İçi</i>	230,158	185	1,244		
	<i>Toplam</i>	249,523	192			
uzun vadede	<i>Guruplar Arası</i>	34,599	7	4,943	4,044	,000
	<i>Guruplar İçi</i>	224,880	184	1,222		
	<i>Toplam</i>	259,479	191			

Anketin 15. ve 16. soruları sırasıyla KOBİ borsalarına kısa ve uzun sürede açılma düşüncesini sormaktadır. Bu sorulara verdikleri yanıt için KOBİ’ler faaliyet alanlarına göre farklılık göstermektedirler. Söz konusu farklılık nedeniyle son sütunda hesaplanan p-değerleri 0,05’ten düşük çıkmıştır. ANOVA tablosunda bu sonucun ortaya çıkmasında Ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların 15 ve 16. sorulara verdikleri yanıtların ortalamalarının düşüklüğü neden olmuştur. Tablo 3.53’te firmaların faaliyet alanlarına göre KOBİ borsasına açılma düşüncesi ile ilgili bilgiler verilmiştir.

Tablo 3.53 Faaliyet alanı ve KOBİ Borsasına Açılma Düşüncesi Sorularına Verilen Yanıtlar Tablosu

<i>firmanın faaliyet gösterdiği sektör</i>	<i>kısa sürede</i>	<i>uzun vadede</i>	
<i>imalat</i>	Ortalama	2,7432	3,0685
	N	74	73
	Standart Sapma	1,12336	1,08434
<i>hizmetler</i>	Ortalama	2,6087	3,4545
	N	23	22
	Standart Sapma	1,30520	1,14340
<i>ticaret</i>	Ortalama	2,1786	2,3929
	N	28	28
	Standart Sapma	,94491	1,13331
<i>elektrik</i>	Ortalama	3,7500	4,2500
	N	4	4
	Standart Sapma	,95743	,95743
<i>madencilik</i>	Ortalama	2,5385	2,4615
	N	13	13
	Standart Sapma	1,33012	1,19829
<i>tarım</i>	Ortalama	3,0000	2,7333
	N	15	15
	Standart Sapma	1,19523	1,03280
<i>inşaat</i>	Ortalama	3,1765	3,4375
	N	17	16
	Standart Sapma	1,01460	,96393
<i>diğer</i>	Ortalama	3,0000	3,5238
	N	19	21
	Standart Sapma	,94281	1,20909
<i>Toplam</i>	Ortalama	2,7358	3,0521
	N	193	192
	Standart Sapma	1,14000	1,16556

Tablo 3.53’de gösterildiği gibi, kısa vadede KOBİ borsasına açılmaya istekli sektörler sırasıyla, elektrik, inşaat, tarım, imalat, hizmetler, madencilik ve son sırada ticarettir. Uzun vadede KOBİ borsasına açılmaya istekli sektörler ise sırasıyla, elektrik, hizmetler, inşaat, imalat, tarım, madencilik ve son olarak ticarettir. Ticaret sektöründe faaliyet

gösteren firmaların KOBİ borsasına açılma konusunda en az istekli gurup olduğu anlaşılmaktadır.

3.2.3.2 Çalışan Sayısı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Çalışan sayısı bir firmanın büyüklüğünü gösteren en temel parametrelerden biridir. Çalışan sayısı ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.54 faktörlerin çalışan sayısına göre dağılımını Tablo 3.55 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.54 Faktörlerin Çalışan Sayısına Göre Tanımlayıcı İstatistikleri

		<i>N</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Standart Sapma</i>	<i>Standart Hata</i>
<i>Sermaye</i>	1-9	40	4,1519	1,03304	,16334
	10-49	82	4,0023	1,05044	,11600
	50-250	51	4,3100	,96643	,13533
	250 ustu	14	4,4555	,90239	,24117
	Toplam	187	4,1521	1,01781	,07443
<i>Likidite ve Kredibilite</i>	1-9	40	4,4237	,97090	,15351
	10-49	82	4,2906	1,04645	,11556
	50-250	51	4,4365	,97255	,13618
	250 ustu	14	4,5390	,83891	,22421
	Toplam	187	4,3775	,99231	,07256
<i>Tanımlılık</i>	1-9	40	4,1584	,91799	,14515
	10-49	82	4,1419	,98442	,10871
	50-250	51	4,2375	,85976	,12039
	250 ustu	14	4,2164	,74533	,19920
	Toplam	187	4,1771	,91542	,06694
<i>Kurumsallık</i>	1-9	40	4,4312	,95093	,15035
	10-49	82	4,3626	1,03508	,11431
	50-250	51	4,5582	,91229	,12775
	250 ustu	14	4,6092	,79655	,21289
	Toplam	187	4,4491	,96583	,07063

Tablo 3.55 Çalışan Sayısı ve Faktörler için ANOVA Tablosu

ANOVA						
		<i>Kareler Toplamı</i>	<i>Serbestlik derecesi</i>	<i>Kareler Ortalaması</i>	<i>F</i>	<i>P</i>
<i>Sermaye</i>	Guruplar Arası	4,401	3	1,467	1,426	,237
	Guruplar İçi	188,282	183	1,029		
	Toplam	192,684	186			
<i>Likidite ve Kredibilite</i>	Guruplar Arası	1,248	3	,416	,418	,740
	Guruplar İçi	181,903	183	,994		
	Toplam	183,151	186			
<i>Tanırlılık</i>	Guruplar Arası	,323	3	,108	,127	,944
	Guruplar İçi	155,542	183	,850		
	Toplam	155,866	186			
<i>Kurumsallık</i>	Guruplar Arası	1,593	3	,531	,565	,639
	Guruplar İçi	171,911	183	,939		
	Toplam	173,504	186			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için çalışan sayısı ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.3 Firmanın Yaşı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Firmanın yaşı, firmanın sektörde ne ölçüde kararlı bir pazara ulaşabildiğini, kurum içi faaliyetlerini ne ölçüde organize edebildiğini gösteren ve hatta Organizasyonel Ekoloji yönetim organizasyon kuramlarına göre¹⁵⁹ firmanın en temel başarı kriteridir. Finansal perspektifte firma yaşı faaliyet gösterdiği sektörde yerini ve konumunu belirlemekte belirleyici bir rol üstlenir. Firmanın yaşı ve bu tezde analiz edilen doğrulayıcı faktör analizinde çalışılan faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA

¹⁵⁹ M. T. Hannan and J. Freeman, "Organizations and Social Structure" in Organizational Ecology, Cambridge, Harvard, U. Press, 1989, 3-27

kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.56 faktörlerin firmanın yaşına göre dağılımını, Tablo 3.57 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.56 Faktörlerin Firma Yaşına Göre Dağılımları

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Genç	14	4,1497	,75751	,20245
	Orta	32	4,3177	,89414	,15806
	Yaşlı	71	3,9777	1,11900	,13280
	Toplam	117	4,0912	1,02764	,09500
Likidite ve Kredibilite	Genç	14	4,3309	,69867	,18673
	Orta	32	4,4798	,86060	,15213
	Yaşlı	71	4,2107	1,09334	,12976
	Toplam	117	4,2987	,99393	,09189
Tanınırlılık	Genç	14	4,1058	,64817	,17323
	Orta	32	4,1853	,81321	,14376
	Yaşlı	71	4,0067	,98632	,11705
	Toplam	117	4,0674	,90395	,08357
Kurumsallık	Genç	14	4,3701	,66000	,17639
	Orta	32	4,5287	,83728	,14801
	Yaşlı	71	4,2725	1,05194	,12484
	Toplam	117	4,3542	,95731	,08850

Tablo 3.57 Firmaların Yaşı ve Faktörler İçin ANOVA Tablosu

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	2,604	2	1,302	1,238	,294
	Guruplar İçi	119,896	114	1,052		
	Toplam	122,500	116			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	1,614	2	,807	,814	,446
	Guruplar İçi	112,983	114	,991		
	Toplam	114,597	116			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	,727	2	,363	,441	,645
	Guruplar İçi	94,060	114	,825		
	Toplam	94,787	116			
Kurumsallık	Guruplar Arası	1,452	2	,726	,789	,457
	Guruplar İçi	104,855	114	,920		
	Toplam	106,307	116			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için firmanın yaşı ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.4 Kamu Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Şirketlerin yapısal özellikleri, şirketlerin faaliyetlerini etkilemektedir. Kamu ortaklı şirketler, faaliyet alanları ile ilgili verdikleri kararlarda diğer şirket tiplerine göre farklılık gösterebilirler. Şirketlerin kamu payları ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.58 faktörlerin şirketlerin kamu payına göre dağılımını, Tablo 3.59 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.58 Faktörlerin Kamu Payına Göre Dağılımı

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Evet	2	4,4176	,29534	,20883
	Hayır	171	4,1750	1,02994	,07876
	Toplam	173	4,1778	1,02451	,07789
Likidite ve Kredibilite	Evet	2	3,9361	1,60244	1,13310
	Hayır	171	4,4097	,98887	,07562
	Toplam	173	4,4042	,99196	,07542
Tanınırlılık	Evet	2	3,5489	1,85134	1,30909
	Hayır	171	4,1983	,92129	,07045
	Toplam	173	4,1908	,92935	,07066
Kurumsallık	Evet	2	3,9763	1,74056	1,23076
	Hayır	171	4,4731	,97304	,07441
	Toplam	173	4,4673	,97788	,07435

Tablo 3.59 Kamu Payı ve Faktörler İçin ANOVA Tablosu

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	,116	1	,116	,110	,740
	Guruplar İçi	180,419	171	1,055		
	Toplam	180,535	172			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	,443	1	,443	,449	,504
	Guruplar İçi	168,803	171	,987		
	Toplam	169,247	172			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	,834	1	,834	,965	,327
	Guruplar İçi	147,721	171	,864		
	Toplam	148,554	172			
Kurumsallık	Guruplar Arası	,488	1	,488	,509	,477
	Guruplar İçi	163,985	171	,959		
	Toplam	164,473	172			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için şirketlerin kamu payları ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.5 Yabancı Ortak Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Şirketlerin organizasyon yapıları ve ortaklık payları, şirket içinde verilen kararları ve faaliyet alanlarını etkileyebilir. Şirketlerin yabancı ortak payı ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.60 faktörlerin şirketlerin yabancı ortak payına göre dağılımını, Tablo 3.61 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.60 Faktörlerin Yabancı Ortak Payına Göre Dağılımı

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Evet	6	4,0290	,99026	,40427
	Hayır	168	4,1804	1,02405	,07901
	Toplam	174	4,1752	1,02050	,07736
Likidite ve Kredibilite	Evet	6	4,2021	1,00326	,40958
	Hayır	168	4,4168	,99569	,07682
	Toplam	174	4,4094	,99380	,07534
Tanınırlılık	Evet	6	3,7410	,73905	,30172
	Hayır	168	4,2092	,93700	,07229
	Toplam	174	4,1931	,93309	,07074
Kurumsallık	Evet	6	4,1623	,81598	,33312
	Hayır	168	4,4795	,98542	,07603
	Toplam	174	4,4685	,97978	,07428

Tablo 3.61 Yabancı Ortak Payı ve Faktörler için ANOVA Tablosu

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	,133	1	,133	,127	,722
	Guruplar İçi	180,033	172	1,047		
	Toplam	180,166	173			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	,267	1	,267	,269	,604
	Guruplar İçi	170,596	172	,992		
	Toplam	170,863	173			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	1,270	1	1,270	1,463	,228
	Guruplar İçi	149,353	172	,868		
	Toplam	150,623	173			
Kurumsallık	Guruplar Arası	,583	1	,583	,606	,437
	Guruplar İçi	165,493	172	,962		
	Toplam	166,076	173			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için şirketlerin yabancı ortak payı ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.6 İhracat Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki

İhracat Payı şirketlerin pazar paylarının büyüklüğünü göstermekle birlikte ihracat yapan şirketlerin sıkı denetlenmeleri nedeniyle şeffaflıklarının da arttığının göstergesidir. İhracat yapan şirketlerin organizasyonel şeması tanımlıdır ve profesyonel bir ekip tarafından faaliyetlerini sürdürmektedirler. Şirketlerin ihracat payı ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.62 faktörlerin şirketlerin ihracat payına göre dağılımını, Tablo 3.63 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.62 Faktörlerin Şirketlerin İhracat Payına Göre Dağılımı

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Evet	89	4,0779	,97367	,10321
	Hayır	92	4,2327	1,06828	,11138
	Toplam	181	4,1566	1,02296	,07604
Likidite ve Kredibilite	Evet	89	4,2788	,97005	,10282
	Hayır	92	4,5033	,99926	,10418
	Toplam	181	4,3929	,98870	,07349
Tanınırlılık	Evet	89	4,0667	,89330	,09469
	Hayır	92	4,3018	,94297	,09831
	Toplam	181	4,1862	,92388	,06867
Kurumsallık	Evet	89	4,3432	,94221	,09987
	Hayır	92	4,5692	,99081	,10330
	Toplam	181	4,4581	,97116	,07219

Tablo 3.63 İhracat payı ve Faktörler için ANOVA Tablosu

		ANOVA				
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	1,083	1	1,083	1,035	,310
	Guruplar İçi	187,279	179	1,046		
	Toplam	188,362	180			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	2,280	1	2,280	2,350	,127
	Guruplar İçi	173,673	179	,970		
	Toplam	175,953	180			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	2,500	1	2,500	2,961	,087
	Guruplar İçi	151,140	179	,844		
	Toplam	153,640	180			
Kurumsallık	Guruplar Arası	2,310	1	2,310	2,469	,118
	Guruplar İçi	167,458	179	,936		
	Toplam	169,768	180			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için şirketlerin ihracat payı ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.7 Öz kaynak Payı ve Faktörler Arasındaki İlişki

Şirketlerin kaynakları içinde öz kaynak payının şirketin yönetiminde, yatırımlarında ve vereceği finansman kararlarında önemli bir etkisi vardır. Şirketlerin kaynakları arasında öz kaynak payı ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA

kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.64 faktörlerin şirketlerin öz kaynak payına göre dağılımını, Tablo 3.65 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.64 Faktörlerin Şirketlerin Öz kaynak Payına Göre Dağılımı

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	25 den az	9	4,1991	1,51887	,50629
	25-50	26	4,0802	1,03709	,20339
	51-75	26	4,0182	,99600	,19533
	76-100	121	4,1830	1,00581	,09144
	5,00	1	4,6265	.	.
	Toplam	183	4,1482	1,02845	,07603
Likidite ve Kredibilite	25 den az	9	4,3064	1,45533	,48511
	25-50	26	4,2859	,98880	,19392
	51-75	26	4,2843	,93215	,18281
	76-100	121	4,4080	,98876	,08989
	5,00	1	5,0692	.	.
	Toplam	183	4,3717	,99863	,07382
Tanınırlılık	25 den az	9	4,1488	1,32645	,44215
	25-50	26	4,0833	,85980	,16862
	51-75	26	4,0460	,88864	,17428
	76-100	121	4,2128	,90796	,08254
	5,00	1	4,8580	.	.
	Toplam	183	4,1711	,91543	,06767
Kurumsallık	25 den az	9	4,3976	1,42171	,47390
	25-50	26	4,3760	,93981	,18431
	51-75	26	4,3378	,94464	,18526
	76-100	121	4,4742	,95565	,08688
	5,00	1	5,2071	.	.
	Toplam	183	4,4411	,97009	,07171

Tablo 3.65 Öz kaynak Payı ve Faktörler için ANOVA Tablosu

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	,958	4	,239	,223	,926
	Guruplar İçi	191,544	178	1,076		
	Toplam	192,502	182			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	1,074	4	,268	,265	,900
	Guruplar İçi	180,427	178	1,014		
	Toplam	181,501	182			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	1,294	4	,324	,381	,822
	Guruplar İçi	151,225	178	,850		
	Toplam	152,520	182			
Kurumsallık	Guruplar Arası	1,124	4	,281	,294	,882
	Guruplar İçi	170,151	178	,956		
	Toplam	171,275	182			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri 0,05'ten yüksek çıktığı için şirketlerin öz kaynak payı ile faktörler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Buna göre geliştirilen doğrulayıcı faktör analizi modeli varsayımları ile veri tutarlıdır.

3.2.3.8 Finansman Sorunu ve Faktörler Arasındaki İlişki

Finansman sorunu bir şirketin faaliyet gösterdiği alandaki başarısını etkilemekle beraber şirketin vereceği ileriye dönük kısa ve uzun vadeli yatırım kararlarında önemli bir rol oynar. Şirketlerin finansman sorunu yaşayıp yaşamaması ve faktörler arasında ilişki olup olmadığını test etmek için ANOVA kullanılmıştır. Buna göre Tablo 3.66 faktörlerin şirketlerin finansman sorununa göre dağılımını, Tablo 3.67 ise ANOVA tablosunu göstermektedir.

Tablo 3.66 Faktörlerin Şirketlerin Finansman Sorununa Göre Dağılımı

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Evet	54	4,3538	1,03165	,14039
	Hayır	41	4,0567	1,05784	,16521
	Bazı dönem	92	4,0763	,98570	,10277
	Toplam	187	4,1521	1,01781	,07443
Likidite ve Kredibilite	Evet	54	4,5476	1,03508	,14086
	Hayır	41	4,1662	,98222	,15340
	Bazı dönem	92	4,3718	,96295	,10039
	Toplam	187	4,3775	,99231	,07256
Tanınırlılık	Evet	54	4,3744	,98052	,13343
	Hayır	41	3,8691	,86767	,13551
	Bazı dönem	92	4,1986	,86927	,09063
	Toplam	187	4,1771	,91542	,06694
Kurumsallık	Evet	54	4,6592	1,02729	,13980
	Hayır	41	4,1944	,91731	,14326
	Bazı dönem	92	4,4392	,93092	,09706
	Toplam	187	4,4491	,96583	,07063

Tablo 3.67 Finansman Sorunu ve Faktörler için ANOVA Tablosu

ANOVA						
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	3,097	2	1,549	1,503	,225
	Guruplar İçi	189,586	184	1,030		
	Toplam	192,684	186			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	3,396	2	1,698	1,738	,179
	Guruplar İçi	179,755	184	,977		
	Toplam	183,151	186			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	6,034	2	3,017	3,705	,026
	Guruplar İçi	149,832	184	,814		
	Toplam	155,866	186			
Kurumsallık	Guruplar Arası	5,052	2	2,526	2,759	,066
	Guruplar İçi	168,452	184	,916		
	Toplam	173,504	186			

ANOVA tablosunda son sütun bulunan p-değerleri Tanınırlılık dışında 0,05'ten yüksek çıktığı için şirketlerin finansman sorunu ile diğer üç faktör arasında bir ilişki olmadığı varsayımı veri ile desteklenmiştir. Tablo 3.66'ya göre Tanınırlılık faktör değerlerinde finansal sorun yaşamayan firmaların, finansal sorun yaşayan firmalara göre ortalamada daha yüksek çıkması, doğal olarak firmaların öncelikli olarak KOBİ borsalarını finansal problemlerine bir çözüm olarak düşünmesi çerçevesinde yorumlanır. Ancak finansal problemlerini gideren firmalar KOBİ borsalarından Tanınırlılık perspektifinde bir fayda beklemektedirler.

3.2.4. Faktörler ve KOBİ Borsasına Açılma Eğilimi İlişkisi

Anket çalışmasında sorulan 15 ve 16. sorular sırasıyla şirketin KOBİ Borsasına kısa ve uzun vadede açılma eğilimini sorgulamaktadır. Bu kısımda Doğrulayıcı Faktör Analizi modelinde test edilen faktörler ile KOBİ Borsalarına yönelik eğilimi genel olarak sorgulayan bu sorular arasında bir ilişki olup olmadığı, diğer bir deyişle 15 ve 16. sorulara verilen yanıtlar bazında faktör skor ortalamalarının istatistiki anlamlılık düzeyinde (%95) birbirlerinden farklı olup olmadıkları analiz edilmiştir. Bu iki soruya verilen yanıtların tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3.68'de verilmiştir.

Tablo 3.68 Faktörler ve KOBİ Borsasına Açılma Eğilimi ile İlgili Tamamlayıcı İstatistikler

	N	Minimum	Maximum	Ortalama	Standart Sapma
Kısa sürede	196	1,00	5,00	2,7296	1,14280
uzun vadede	195	1,00	5,00	3,0359	1,17699
Valid N (listwise)	192				

Tablo 3.68'e göre anket çalışmasında sorulan 15 ve 16. Sorular sırasıyla şirketin KOBİ borsasına kısa ve uzun vadede açılma eğilimini sorgulamakta ve yapılmış 209 anket içerisinde 15. Soru olan kısa vadede borsaya açılma ile ilgili olana 196 kişi cevap vermiştir. Uzun vadede açılma eğilimi ile ilgili soruya verilen cevap sayısı ise 195'tir. Buna göre verilen cevaplar, kısa sürede KOBİ borsasına açılmada kararsızlık eğilimi olduğunu göstermektedir. Uzun vadede KOBİ borsasına açılmayı düşünenler ise, kısa vadede KOBİ borsasına açılmayı düşünenlere göre daha olumlu olmakla beraber, bu konuda kararsız oldukları söylenebilir.

3.2.4.1 Faktör Değerleri ve Kısa Vadede Borsaya Açılma Eğilimi

Şirketlerin kısa vadede KOBİ Borsasına açılma eğilimleri ve faktörler arasındaki ilişki ANOVA testi ile yapılmıştır. ANOVA testi için kurulan H_0 hipotezi her cevap için (Kesinlikle Katılmıyorum, Katılmıyorum, Ne katılıyorum Ne Katılmıyorum, Katılıyorum, Kesinlikle Katılıyorum) faktör değer ortalamalarının aynı olduğunu öne sürmektedir. Tablo 3.66'da gösterilen ANOVA tablosuna göre her faktör için hipotez reddedilmiştir. (p-değerleri < 0,05).

Tablo 3.69 Faktör değerleri ve Kısa Vadede Borsaya Açılma Eğilimi ile İlgili ANOVA Tablosu

		ANOVA				
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	31,235	4	7,809	9,036	,000
	Guruplar İçi	154,684	179	,864		
	Toplam	185,920	183			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	41,615	4	10,404	13,644	,000
	Guruplar İçi	136,486	179	,762		
	Toplam	178,100	183			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	42,281	4	10,570	17,188	,000
	Guruplar İçi	110,084	179	,615		
	Toplam	152,365	183			
Kurumsallık	Guruplar Arası	45,334	4	11,333	16,482	,000
	Guruplar İçi	123,088	179	,688		
	Toplam	168,422	183			

Bu aşamada farklılığın yönünün faktör değerleri açısından hangi yöne doğru değişiklik gösterdiğini incelemek gerekmektedir. Beklenen; kısa sürede borsaya açılmaya yönünde eğilim olumlu yöne doğru kaydıkça faktör değerlerinin de artmasıdır. Bunu görebilmek için tanımlayıcı istatistikler tablosunda faydalanılabilir. Faktör değerlerinin 15. soruya verilen yanıtlara göre tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3.70’de gösterilmiştir.

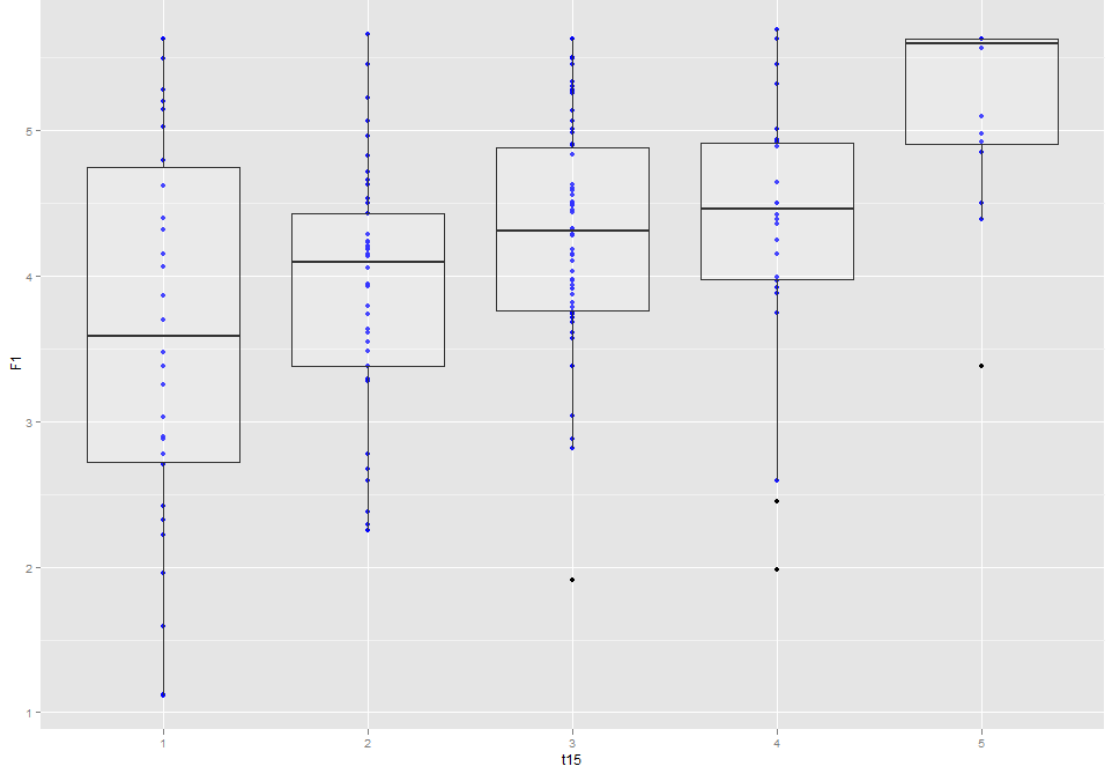
Tablo 3.70 Faktör Değerlerinin 15. Soruya Verilen Yanıtlara Göre Tanımlayıcı İstatistikleri

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Kesinlikle katılmıyorum	30	3,6157	1,34982	,24644
	Katılmıyorum	46	3,8649	,90274	,13310
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66	4,2978	,76769	,09450
	Katılıyorum	26	4,3319	,90710	,17790
	Kesinlikle katılıyorum	16	5,1699	,64783	,16196
	Toplam	184	4,1590	1,00795	,07431
Likidite ve Kredibilite	Kesinlikle katılmıyorum	30	3,6965	1,25051	,22831
	Katılmıyorum	46	4,0548	,90682	,13370
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66	4,5310	,68576	,08441
	Katılıyorum	26	4,7199	,80917	,15869
	Kesinlikle katılıyorum	16	5,4474	,69261	,17315
	Toplam	184	4,3823	,98652	,07273
Tanınırlılık	Kesinlikle katılmıyorum	30	3,5156	1,07743	,19671
	Katılmıyorum	46	3,8183	,85795	,12650
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66	4,3281	,61979	,07629
	Katılıyorum	26	4,5712	,68521	,13438
	Kesinlikle katılıyorum	16	5,2287	,66276	,16569
	Toplam	184	4,1808	,91247	,06727
Kurumsallık	Kesinlikle katılmıyorum	30	3,7633	1,18680	,21668
	katılmıyorum	46	4,0783	,88120	,12993
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66	4,6159	,66506	,08186
	Katılıyorum	26	4,8353	,70848	,13894
	Kesinlikle katılıyorum	16	5,5442	,63246	,15812
	Toplam	184	4,4542	,95934	,07072

Tablo 3.70'e göre her faktör için verilen yanıtlar ne kadar olumluysa faktör değerleri de benzer şekilde artmıştır.

Sermaye faktörü için, KOBİ borsasına açılmanın sermayelerini arttıracığını düşünenler kısa vadede borsaya açılma konusunda isteklerini bu faktörde alınan ortalama değerleri ile göstermişlerdir. Kısa vadede borsaya açılma düşüncesine kesinlikle *katılmayanlar* bu faktöre ortalama 3,6 değeri, *katılmayanlar* ortalama 3,8 değeri, kararsızlıklarını *ne katılıyorum ne katılmıyorum* diyerek ifade edenler ortalama 4,2 değeri, *katılıyorum* diyenler 4,3 değeri ve son olarak *kesinlikle katılıyorum* diyenler 5,2 değeri ile göstermişlerdir. Dolayısıyla Sermaye faktörü ile KOBİ borsalarına açılma eğilimi arasında pozitif yönde bir korelasyon olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, firmalar KOBİ borsalarını tanımlarken sermaye faktörüne atadıkları önem arttıkça kısa vadede

KOBİ borsasına katılma eğilimleri de artmaktadır. Şekil 3.2 bu durumu açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

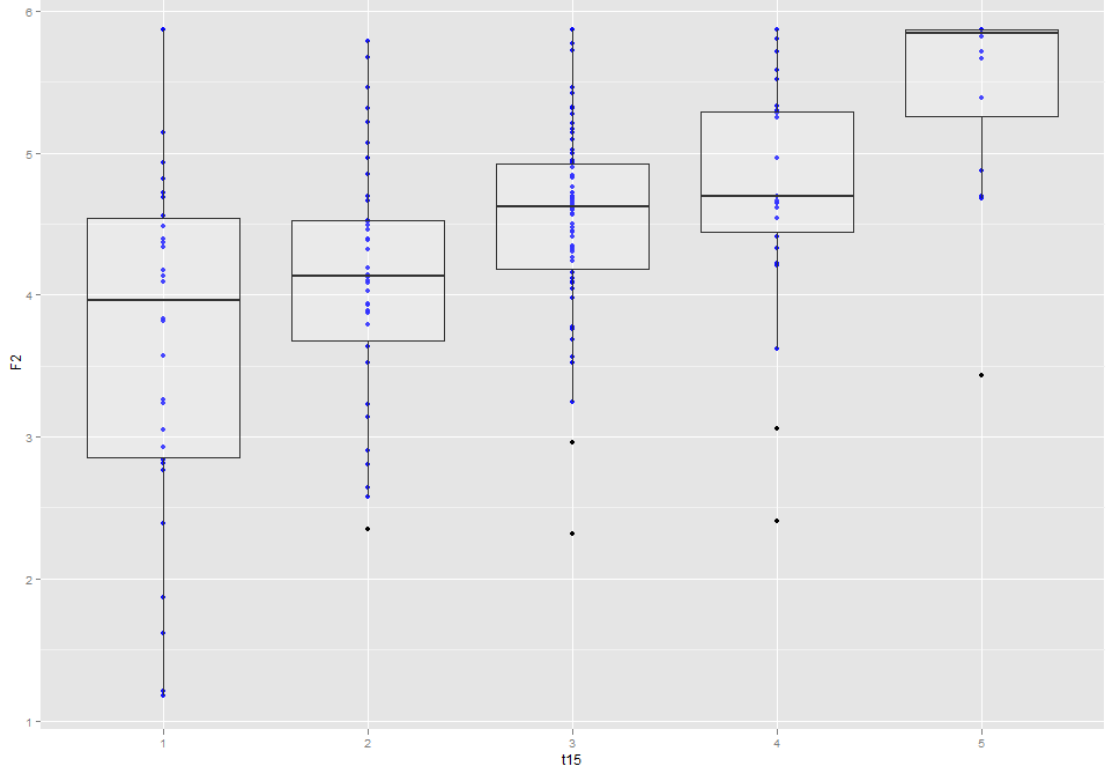


Şekil 3.2: KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Sermaye Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Likidite ve kredibilite faktörü için bu değerler, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,6, *katılmıyorum* için 4, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,5, *katılıyorum* için 4,7 ve *kesinlikle katılıyorum* için 5,4'tür. Bu durum firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken likidite ve kredibilite konusuna verdikleri önem arttıkça kısa vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını göstermektedir. Şekil 3.3'de KOBİ Borsalarına Kısa

Sürede Açılma Eğilimi ile Likidite ve Kredibilite Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki görülmektedir.

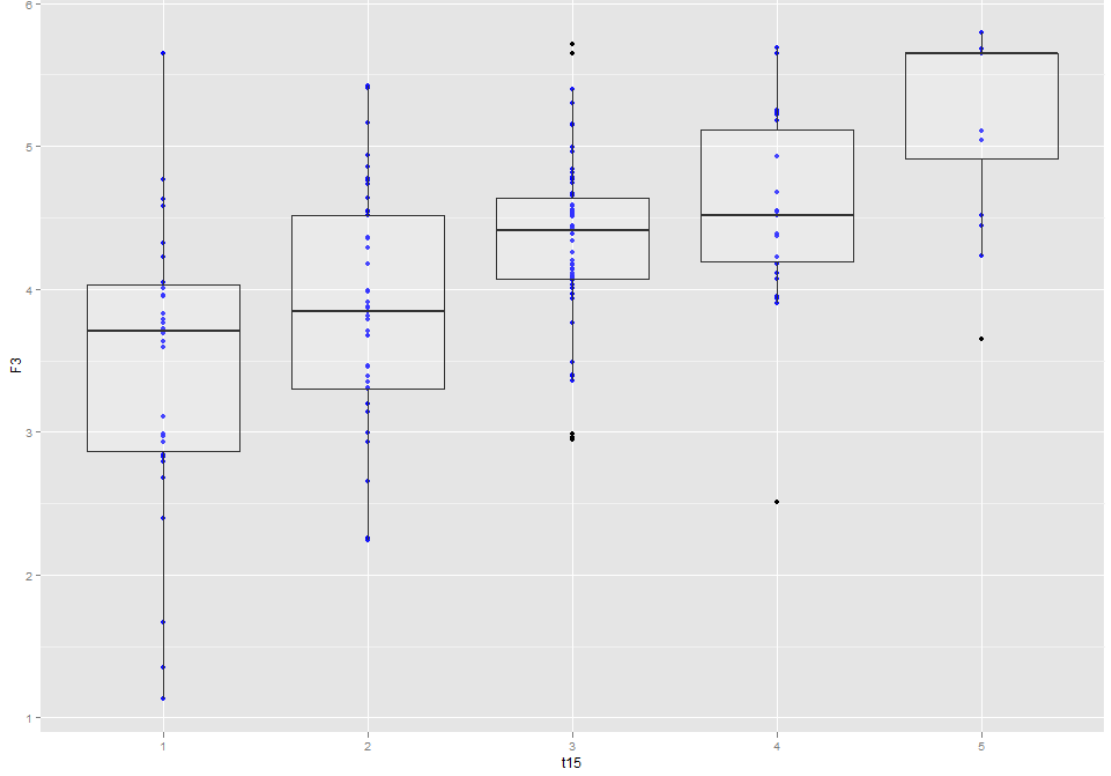


Şekil 3.3 KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Likidite ve Kredibilite Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.3'te her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağıldığı görülmektedir. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı görülmektedir.

Tanınırlılık faktörü için değerler, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,5, *katılmıyorum* için 3,8, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,3, *katılıyorum* için 4,5 ve *kesinlikle katılıyorum* için 5,2'dir. Bu durum firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken tanınırlılığa verdikleri önem arttıkça kısa vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını

göstermektedir. Şekil 3.4'te KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Tanınırlılık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki görülmektedir.

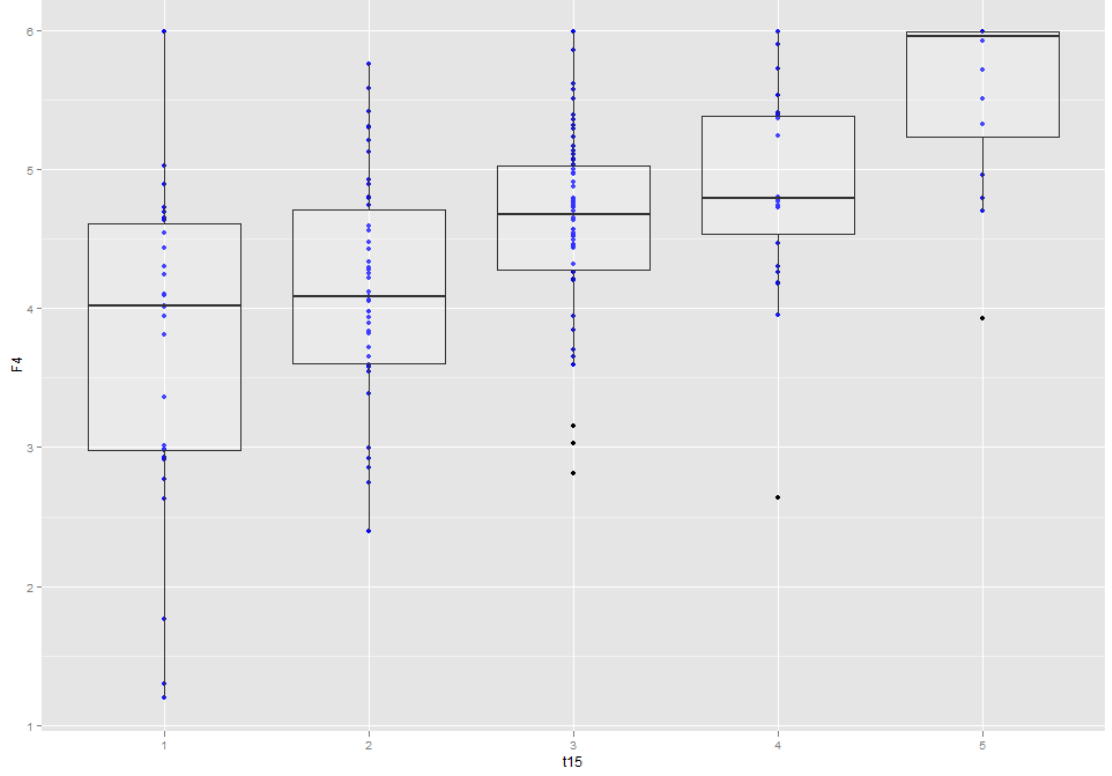


Şekil 3.4 KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Tanınırlılık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.4'te her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağıldığı görülmektedir. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı görülmektedir.

Kurumsallık faktörü için oranlar, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,7, *katılmıyorum* için 4, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,6, *katılıyorum* için 4,8 ve *kesinlikle katılıyorum* için 5,5'tir. Yanıtların bu şekilde dağılımı firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken

kurumsallığa verdikleri önem arttıkça kısa vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını göstermektedir. Şekil 3.5'te KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Kurumsallık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki görülmektedir.



Şekil 3.5 KOBİ Borsalarına Kısa Sürede Açılma Eğilimi ile Kurumsallık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Öte yandan sadece tanımlayıcı istatistikler tablosuna bakarak tüm faktörlerde yanıt grupları için hesaplanan ortalamaların hepsinin birden birbirinden farklı olduğu çıkarımı

yapmak mümkün değildir. Post-hoc analizi soruya verilen yanıtlar bazında faktör değerlerinin ne şekilde gruplandığını görmek açısından faydalıdır. Faktör değerlerinin ne şekilde gruplandığı Tablo 3.71’de gösterilmiştir.

Tablo 3.71 Sermaye Faktörü ve Kısa Sürede Borsaya Açılma için Post Hoc Tablosu

Sermaye				
Tukey B				
kısa sürede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	30	3,6157		
Katılmıyorum	46		3,8649	
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66		4,2978	
Katılıyorum	26		4,3319	
Kesinlikle katılıyorum	16			5,1699

Tablo 3.71’e göre Sermaye faktörü için hesaplanan değerler 15. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına kısa süre içinde açılma konusunda en olumsuz eğilimde olan şirketler, ikinci grup kararsızlar ve en yakın komşularıdır. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 16 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Sermaye faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına yakın zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Sermaye faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına yakın zamanda katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir. Ortada kalan grup için net bir yorumda bulunmak mümkün değildir.

Tablo 3.72 Likidite ve Kredibilite Faktörü ve Kısa Sürede Borsaya Açılma için Post Hoc Tablosu

Likidite ve Kredibilite					
Tukey B					
kısa sürede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme			
		1	2	3	4
Kesinlikle katılmıyorum	30	3,6965			
Katılmıyorum	46	4,0548			
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66		4,5310		
Katılıyorum	26			4,7199	
Kesinlikle katılıyorum	16				5,4474

Tablo 3.72'ye göre Likidite ve Kredibilite faktörü için hesaplanan değerler 15. soruya verilen yanıtlar bazında dört gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına kısa süre içinde açılma konusunda en olumsuz eğilimde olan şirketler, ikinci grup kararsızlardır. Üçüncü grup KOBİ borsalarına açılma konusunda olumlu eğilimde olan şirketler ve son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 16 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Likidite ve Kredibilite faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına yakın zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Likidite ve Kredibilite faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına yakın zamanda katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir.

Tablo 3.73 Tanınırlılık Faktörü ve Kısa Sürede Borsaya Açılma için Post Hoc Tablosu

Tanınırlılık				
Tukey B				
kısa sürede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	30	3,5156		
Katılmıyorum	46	3,8183		
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66		4,3281	
Katılıyorum	26		4,5712	
Kesinlikle katılıyorum	16			5,2287

Tablo 3.73'e göre Tanınırlılık faktörü için hesaplanan değerler 15. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına kısa süre içinde

açılma konusunda en olumsuz eğilimde olan şirketler, ikinci grup kararsızlardır. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 16 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Tanınırlılık faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına yakın zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Tanınırlılık faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına yakın zamanda katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir. Ortada kalan grup için net bir yorumda bulunmak mümkün değildir.

Tablo 3.74 Kurumsallık Faktörü ve Kısa Sürede Borsaya Açılma için Post Hoc Tablosu

Kurumsallık				
Tukey B				
kısa sürede	N	Alfa 0.05 için Kümelene		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	30	3,7633		
Katılmıyorum	46	4,0783		
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	66		4,6159	
Katılıyorum	26		4,8353	
Kesinlikle katılıyorum	16			5,5442

Tablo 3.74'e göre Kurumsallık faktörü için hesaplanan değerler 15. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına kısa süre içinde açılma konusunda en olumsuz eğilimde olan şirketler, ikinci grup kararsızlardır. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 16 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Kurumsallık faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına yakın zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Kurumsallık faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına yakın zamanda katılma konusunda isteksiz oldukları söylenebilir. Ortada kalan grup için net bir yorumda bulunmak mümkün değildir.

3.2.4.2 Faktör Değerleri ve Uzun Vadede Borsaya Açılma Eğilimi

Bu kısımda anketin 16.sorusuna verilen yanıt bazında faktör değerlerinin ortalamalarının birbirinden istatistiki anlamda farklı olup olmadığı araştırılmıştır. Tablo 3.75'te gösterilen ANOVA tablosu bir önceki kısımda elde edilen sonuçlara benzemekte ve KOBİ'lerin borsaya açılma eğilimleri ve faktör değerleri arasında bir ilişki olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 3.75 16.Soru ve Faktör Değeri için ANOVA Tablosu

		ANOVA				
		Kareler Toplamı	Serbestlik derecesi	Kareler Ortalaması	F	P
Sermaye	Guruplar Arası	24,968	4	6,242	6,790	,000
	Guruplar İçi	163,626	178	,919		
	Toplam	188,595	182			
Likidite ve Kredibilite	Guruplar Arası	37,194	4	9,299	11,679	,000
	Guruplar İçi	141,722	178	,796		
	Toplam	178,916	182			
Tanınırlılık	Guruplar Arası	32,627	4	8,157	12,138	,000
	Guruplar İçi	119,614	178	,672		
	Toplam	152,241	182			
Kurumsallık	Guruplar Arası	37,221	4	9,305	12,534	,000
	Guruplar İçi	132,142	178	,742		
	Toplam	169,363	182			

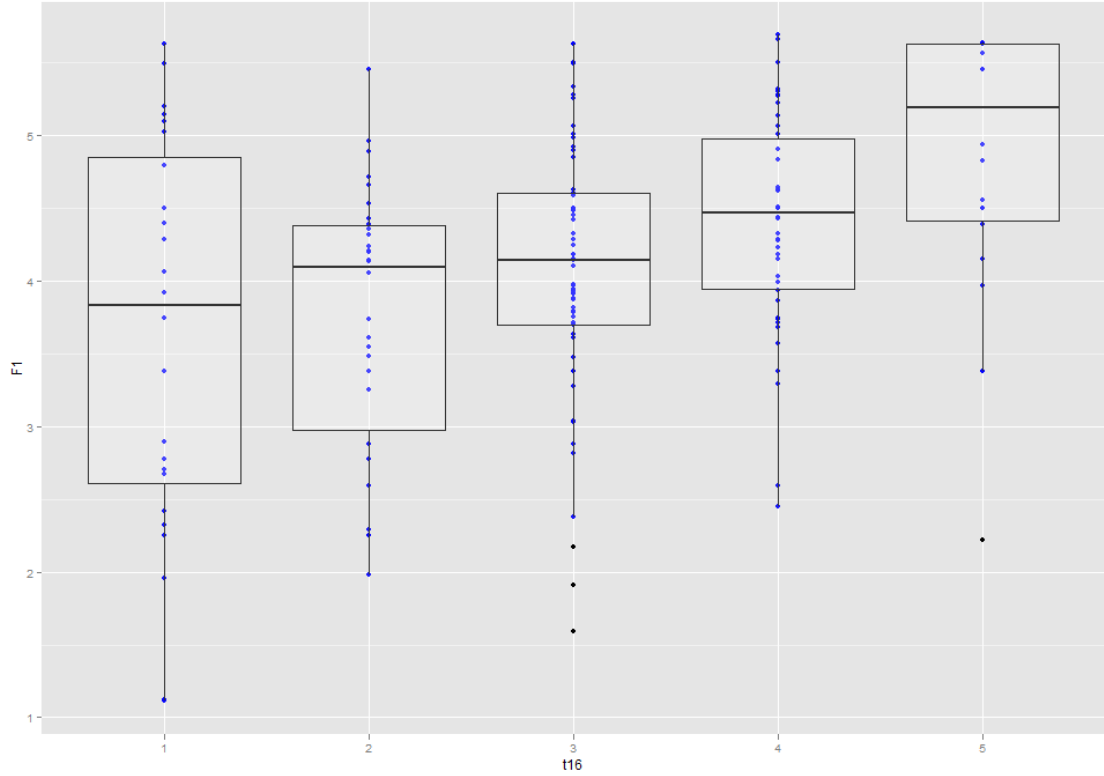
Bu aşamada farklılığın yönünün Faktör değerleri açısından hangi yöne doğru değişiklik gösterdiğini incelemek gerekmektedir. Beklenen; kısa sürede borsaya açılmaya yönünde eğilim olumlu yöne doğru kaydıçça faktör değerlerinin de artmasıdır. Bunu görebilmek için tanımlayıcı istatistikler tablosunda faydalanılabilir. Faktör değerlerinin 16. soruya verilen yanıtlara göre tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3.76'da gösterilmiştir.

Tablo 3.76 Faktör Değerlerinin 16. Soruya Verilen Yanıtlara Göre Tanımlayıcı İstatistikleri

		N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata
Sermaye	Kesinlikle katılmıyorum	24	3,6221	1,37317	,28030
	Katılmıyorum	30	3,7330	,95186	,17379
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65	4,1128	,89843	,11144
	Katılıyorum	42	4,4034	,75178	,11600
	Kesinlikle katılıyorum	22	4,8340	,95498	,20360
	Toplam	183	4,1396	1,01796	,07525
Likidite ve Kredibilite	Kesinlikle katılmıyorum	24	3,5898	1,28712	,26273
	Katılmıyorum	30	3,9363	,96090	,17544
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65	4,4001	,89081	,11049
	Katılıyorum	42	4,6484	,52131	,08044
	Kesinlikle katılıyorum	22	5,1571	,84270	,17966
	Toplam	183	4,3658	,99149	,07329
Tanınırlılık	Kesinlikle katılmıyorum	24	3,4777	1,11872	,22836
	Katılmıyorum	30	3,7159	,90510	,16525
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65	4,2255	,84450	,10475
	Katılıyorum	42	4,3953	,44422	,06854
	Kesinlikle katılıyorum	22	4,9270	,79693	,16991
	Toplam	183	4,1672	,91460	,06761
Kurumsallık	Kesinlikle katılmıyorum	24	3,7141	1,23616	,25233
	Katılmıyorum	30	3,9389	,93563	,17082
	Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65	4,4794	,86889	,10777
	Katılıyorum	42	4,7353	,46290	,07143
	Kesinlikle katılıyorum	22	5,2169	,83112	,17719
	Toplam	183	4,4378	,96466	,07131

Tablo 3.76'ya göre her faktör için verilen yanıtlar ne kadar olumluysa faktör değerleri de benzer şekilde artmıştır. Sermaye faktörü için, KOBİ borsasına açılmanın sermayelerini arttıracığını düşünenler uzun vadede borsaya açılma konusunda isteklerini bu faktörde alınan ortalama değerleri ile göstermişlerdir. Uzun vadede borsaya açılma düşüncesine kesinlikle *katılmayanlar* bu faktöre ortalamada 3,6 değeri, *katılmayanlar* ortalamada 3,7 değeri, kararsızlıklarını *ne katılıyorum ne katılmıyorum* diyerek ifade edenler ortalamada 4,1 değeri, *katılıyorum* diyenler 4,4 değeri ve son olarak *kesinlikle katılıyorum* diyenler 4,8 değeri ile göstermişlerdir. Dolayısıyla Sermaye faktörü ile KOBİ borsalarına açılma eğilimi arasında pozitif yönde bir korelasyon olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, firmalar KOBİ borsalarını tanımlarken sermaye faktörüne atadıkları önem arttıkça uzun vadede KOBİ borsasına katılma eğilimleri de artmaktadır.

Şekil 3.6 bu durumu ortaya koymaktadır.

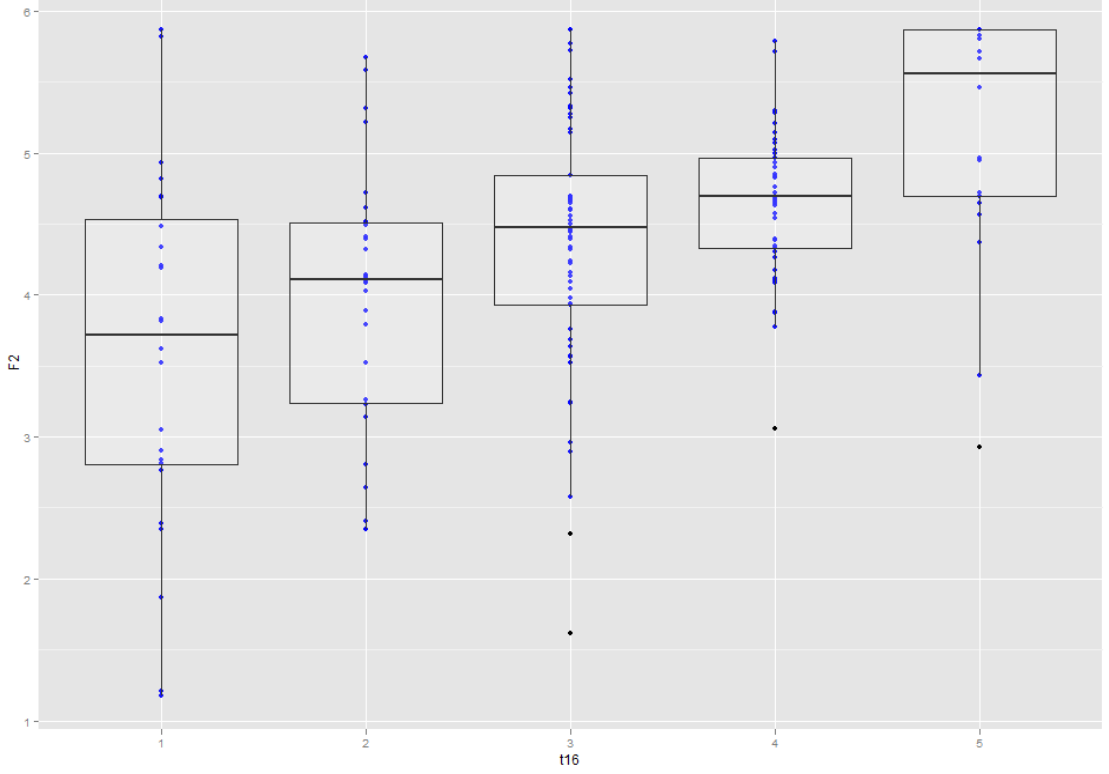


Şekil 3.6 KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Sermaye Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.6'da görüldüğü gibi, her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Likidite ve kredibilite faktörü için bu değerler, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,5, *katılmıyorum* için 3,9, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,4, *katılıyorum* için 4,6 ve *kesinlikle katılıyorum* için 5,1'dir. Bu durum firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken likidite ve kredibilite konusuna verdikleri önem arttıkça uzun vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını göstermektedir. KOBİ Borsalarına Uzun Sürede

Açılma Eğilimi ile Likidite ve Kredibilite Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki aşağıdaki Şekil 3.7’de gösterilmiştir.

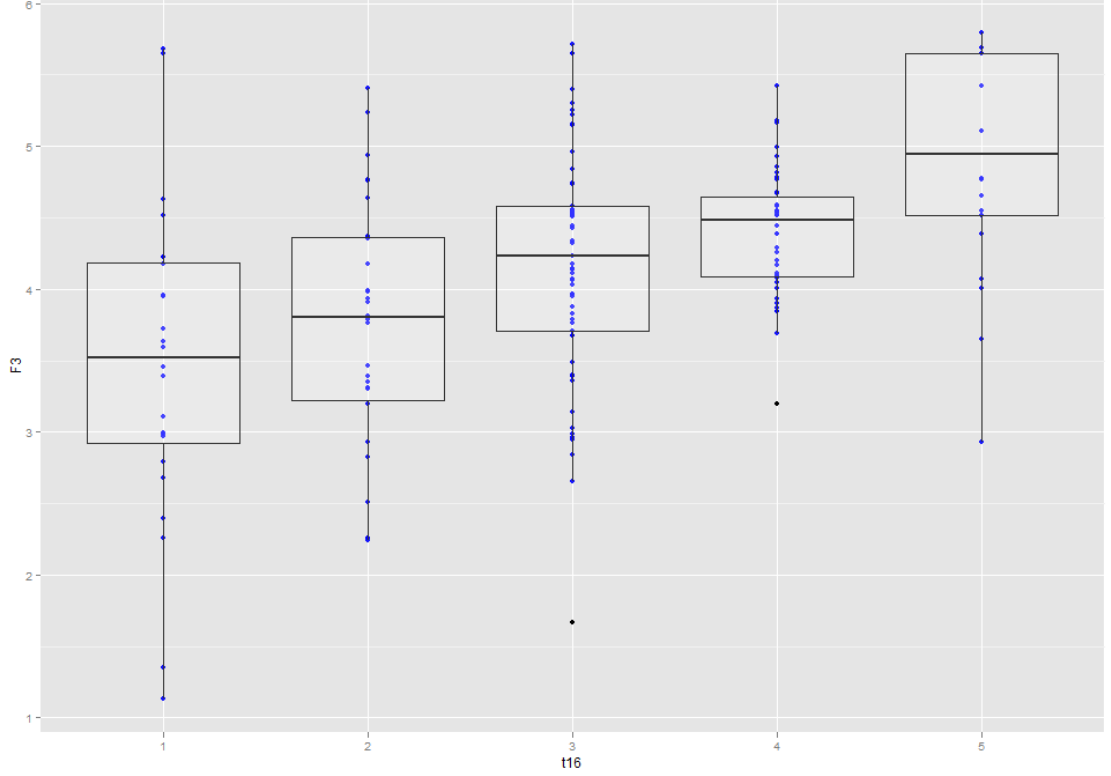


Şekil 3.7 KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Likidite ve Kredibilite Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.7’de görüldüğü gibi, her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistiki anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Tanınırlılık faktörü için değerler, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,4, *katılmıyorum* için 3,7, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,2, *katılıyorum* için 4,3 ve *kesinlikle katılıyorum* için 4,9’dur. Bu durum firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken tanınırlılığa verdikleri

önem arttıkça uzun vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını göstermektedir. Şekil 3.8’de KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Tanınırlılık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki gösterilmiştir.

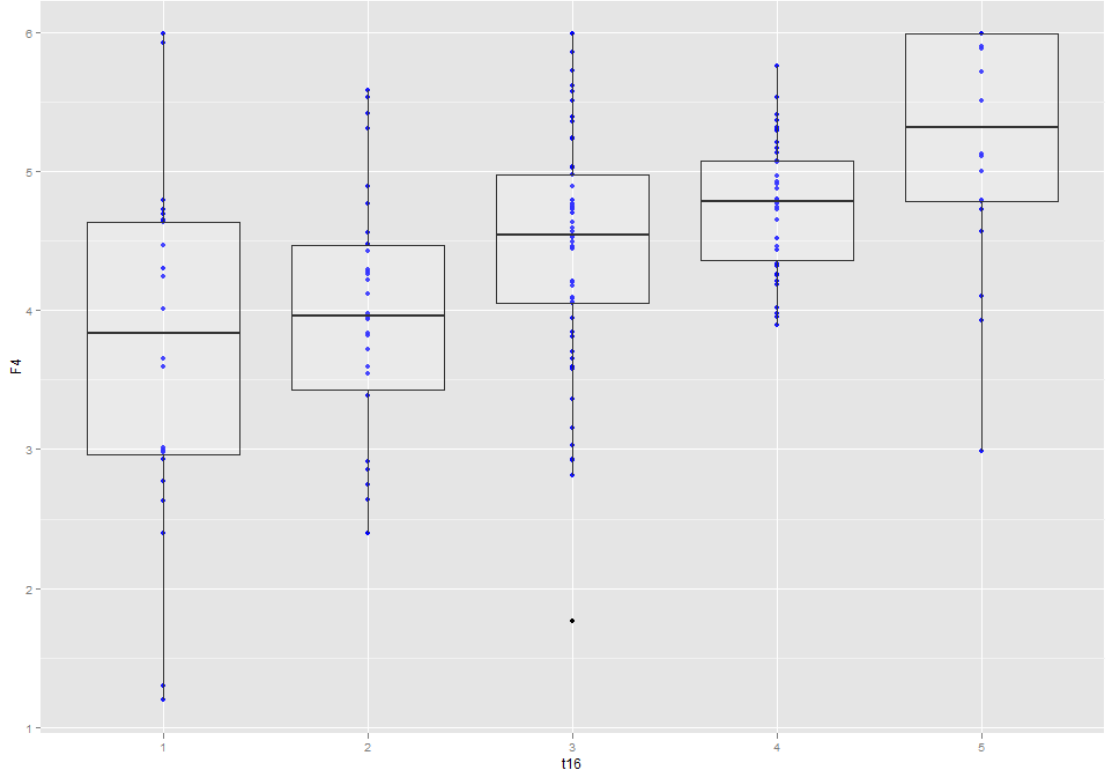


Şekil 3.8 KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Tanınırlılık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.8’de görüldüğü gibi, her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistikî anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Kurumsallık faktörü için oranlar, *kesinlikle katılmıyorum* için 3,7, *katılmıyorum* için 3,9, *ne katılıyorum ne katılmıyorum* için 4,4, *katılıyorum* için 4,7 ve *kesinlikle katılıyorum*

için 5,2'dir. Yanıtların bu şekilde dağılımı firmaların KOBİ borsalarını tanımlarken kurumsallığa verdikleri önem arttıkça uzun vadede KOBİ borsalarına katılma eğilimlerinin de arttığını göstermektedir. Şekil 3.9'da KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Kurumsallık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki gösterilmiştir.



Şekil 3.9 KOBİ Borsalarına Uzun Sürede Açılma Eğilimi ile Kurumsallık Faktörü Değerleri Arasındaki İlişki

Şekil 3.9'da görüldüğü gibi, her yanıt grubu faktör değerleri bazında yaklaşık olarak simetrik dağılmıştır. Bu dağılım hem verinin istatistiksel anlamda doğru örnekleme yöntemleriyle toplandığını hem de ankette kullanılan ölçeğin geçerli bir şekilde tanımlandığına dair bir göstergedir. Ankette verilen yanıtlara ait oranlar olumlu yöne doğru gittikçe faktörlere verilen yanıtların ortalamasının arttığı bu grafikte daha açık bir şekilde görülebilmektedir.

Öte yandan sadece tanımlayıcı istatistikler tablosuna bakarak tüm faktörlerde yanıt grupları için hesaplanan ortalamaların hepsinin birden birbirinden farklı olduğu çıkarımı yapmak mümkün değildir. Post-hoc analizi soruya verilen yanıtlar bazında faktör değerlerinin ne şekilde gruplandığını görmek açısından faydalıdır. Tablo 3.77’de gösterilmiştir.

Tablo 3.77 Sermaye Faktörü ve Uzun Vadede Borsaya Açılma İçin Post-Hoc Tablosu

Sermaye				
Tukey B				
uzun vadede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	24	3,6221		
Katılmıyorum	30	3,7330		
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65	4,1128		
Katılıyorum	42		4,4034	
Kesinlikle katılıyorum	22			4,8340

Tablo 3.77’e göre Sermaye faktörü için hesaplanan değerler 16. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına uzun vade içinde açılma konusunda en olumlu eğilimde olmayan şirketlerdir. Bu 119 şirket 16. soruya ya olumsuz ya da çekimser yanıt vermişlerdir. İkinci grup KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda olumlu düşünen ancak bu düşüncelerinde kararsızlık payı da olan 42 şirkettir. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 22 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Sermaye faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına uzun zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Sermaye faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına uzun vadede katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir. Ortada kalan grup için net bir yorumda bulunmak mümkün değildir.

Tablo 3.78 Likidite ve Kredibilite Faktörü ve Uzun Vadede Borsaya Açılma İçin Post-Hoc Tablosu

Likidite ve Kredibilite					
Tukey B					
uzun vadede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme			
		1	2	3	4
Kesinlikle katılmıyorum	24	3,5898			
Katılmıyorum	30	3,9363			
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65		4,4001		
Katılıyorum	42			4,6484	
Kesinlikle katılıyorum	22				5,1571

Tablo 3.78'e göre Likidite ve Kredibilite faktörü için hesaplanan değerler 16. soruya verilen yanıtlar bazında dört gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda olumlu eğilimde olmayan şirketlerdir. Bu 54 şirket 16. soruya ya olumsuz yanıt vermişlerdir. İkinci grup olan 65 şirket KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda çekimser yanıt vermişlerdir. Üçüncü grup KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda olumlu düşünen ancak bu düşüncelerinde kararsızlık payı da olan 42 şirkettir. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 22 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Likidite ve Kredibilite faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına uzun zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Likidite ve Kredibilite faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına uzun vadede katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir. Ortada kalan grup için net bir yorumda bulunmak mümkün değildir.

Tablo 3.79 Tanınırlılık Faktörü ve Uzun Vadede Borsaya Açılma İçin Post-Hoc Tablosu

Tanınırlılık				
Tukey B				
uzun vadede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	24	3,4777		
Katılıyorum	30	3,7159		
Ne katılıyorum ne katılmıyorum	65		4,2255	
Katılıyorum	42		4,3953	
Kesinlikle katılıyorum	22			4,9270

Tablo 3.79'ya göre Tanınırlılık faktörü için hesaplanan değerler 16. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına uzun vade içinde açılma konusunda olumlu eğilimde olmayan şirketlerdir. Bu 54 şirket 16. soruya olumsuz yanıt vermişlerdir. İkinci grup KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda kararsız olan 65 şirket ve olumlu düşünen ancak bu düşüncelerinde kararsızlık payı da olan 42 şirkettir. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 22 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Tanınırlılık faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına uzun zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Tanınırlılık faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına uzun vadede katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir.

Tablo 3.80 Kurumsallık Faktörü ve Uzun Vadede Borsaya Açılma İçin Post-Hoc Tablosu

Kurumsallık				
Tukey B				
uzun vadede	N	Alfa 0.05 için Kümelenme		
		1	2	3
Kesinlikle katılmıyorum	24	3,7141		
Katılmıyorum	30	3,9389		
Ne katılıyorum ne Katılmıyorum	65		4,4794	
Katılıyorum	42		4,7353	
Kesinlikle katılıyorum	22			5,2169

Tablo 3.80'e göre Kurumsallık faktörü için hesaplanan değerler 16. soruya verilen yanıtlar bazında üç gruba ayrılmaktadır. İlk grup KOBİ borsalarına uzun vade içinde açılma konusunda olumlu eğilimde olmayan şirketlerdir. Bu 54 şirket 16. soruya olumsuz yanıt vermişlerdir. İkinci grup KOBİ borsalarına uzun vadede açılma konusunda kararsız olan 65 şirket ve olumlu düşünen ancak bu düşüncelerinde kararsızlık payı da olan 42 şirkettir. Son grup ise en olumlu yaklaşımda olan 22 şirkettir ve daha önce de belirtildiği gibi bu şirketler için faktör değerlerinin ortalaması en yüksektir. Buna göre Kurumsallık faktörünü en önemli bulan şirketler aynı zamanda KOBİ borsasına uzun zaman içinde katılma eğiliminde olan şirketlerdir. Diğer taraftan Kurumsallık faktörünü KOBİ borsalarını değerlendirirken önemsiz bulan şirketler ise KOBİ Borsalarına uzun vadede katılma konusunda isteksizliklerini bu soruda göstermiştir.

3.2.5. Analizin Sonuçları ve Değerlendirme

Bu çalışmada Türkiye’de küçük ve orta boyutlu işletme borsalarının yeri ve KOBİ’lere sağlayacağı katkılar belirlenmeye çalışılmıştır. Yazında yapılan taramada, Türkiye’de KOBİ borsalarının işletmelere sağlayacağı katkıların analizi üzerine yapılan bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu özelliği bakımından araştırma orijinal bir çalışma niteliğine sahiptir.

Araştırmada kullanılan modelde doğrulayıcı faktör analizi ile dört faktör oluşturulmuş ve bu faktörlerin birbirleriyle uyumları test edildikten sonra çalışmaya uyarlanmıştır.

Doğrulayıcı faktör analizi ile elde edilen faktörler sırasıyla;

- Birinci faktör: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere sermayeye ulaşmada kolaylık sağlaması’’,
- İkinci faktör: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere likidite ve kredibilite sağlaması’’,
- Üçüncü faktör: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lere tanınırlılık sağlaması’’ , ve
- Dördüncü faktör: ‘‘KOBİ’lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ’lerin kurumsallaşmasını sağlaması’’ dır.

Literatüre paralel olarak oluşturulmuş olan bu dört faktöre yönelik KOBİ’lere yöneltilen sorularda sermayeye ulaşmada kolaylık faktörü ankette birinci, ikinci, üçüncü sorulara verilen yanıtlarla ilişkilendirilmektedir. İkinci faktör olan likidite ve kredibilite faktörü; dördüncü, beşinci, altıncı, yedinci, sekizinci ve dokuzuncu sorularla, üçüncü faktör olan tanınırlılık ; onikinci ve ondördüncü, dördüncü faktör olan kurumsallık faktörü; onuncu, onbirinci ve onüçüncü sorularla ilişkilendirilmiştir.

Buna göre yapılmış olan doğrulayıcı faktör analizinde KOBİ’ler verdikleri cevaplarla tanınırlık ile likidite ve kredibiliteyi, kurumsallaşma ile likidite ve kredibiliteyi ve kurumsallaşma ile tanınırlılığı aynı algılamaktadırlar. Verilen cevapların analiz

sonuçlarına göre bu faktörlerin firma sahipleri için benzer anlamı taşıdıkları sonucu çıkmıştır.

Bununla birlikte KOBİ'lerin sermayeye ulaşmada kolaylık ile likidite ve kredibilite, sermayeye ulaşmada kolaylık ile tanınırlılık ve sermayeye ulaşmada kolaylık ile kurumsallaşma faktörlerini birbirinden ayrı değerlendirdikleri ve bağımsız olarak algıladıkları sonucuna ulaşılmaktadır.

Yapılan analizlerde görüldüğü gibi KOBİ borsalarına açılmak, şirketlere güvenilir bir piyasada işlem yapma olanağı yaratırken aynı zamanda organize, şeffaf, düzenli çalışan, bir piyasa üzerinden sermaye elde etme imkânı sunduğunu ortaya koymuştur.

Halka açık şirketlerin daha değerli olması Kobi borsalarında işlem görmeyen şirketlere sağlayacağı güven ortamı ve bu sayede kazanacakları pazar payı ve likidite unsuru şirketin kredibilitesini yükselteceği ve bu sayede pazar paylarının artarak finansman olanaklarının genişleyeceği sonucunu doğurmaktadır.

Şirketler halka arz yolu ile KOBİ borsasında işlem görmeye başladıktan sonra satışlarında artış olması ve bu sayede yurt içi ve yurt dışında tanınırlılığının artması KOBİ borsalarının şirketlere sağlayacağı avantajlardan sayılmaktadır.

Şirketler için kurumsallaşma aşaması, sermaye piyasalarında işlem görmeye başlamalarıyla sermaye piyasası kanunları ve disiplininin gerektirdiği düzenli ve zamanında raporlamalar yapmanın sağladığı şeffaflığın oluşturulmasını ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum sayesinde kurumsallaşma sürecinin hız kazanması olgusunu ortaya çıkartmaktadır. Sermaye piyasalarında işlem görmeyen şirket ömrünü uzatacağı ve şirketin devamlılığına katkı sağlayacağı, uzun vadeli planların ve iyi hazırlanmış stratejilerin gelişme göstereceği ve bunun devamında şirket yapısının kurumsallaşacağı, şirketin organizasyonunun güçleneceği, başarı ve sürekliliğin artacağı gerçeği ön plana çıkmaktadır.

Yapılan bu çalışmanın analizlerinde öncelikle faktör değerleri hesaplanmış ve demografik değişkenlerle faktör değerleri arasındaki ilişki incelenmiş, bu şekilde faktör değerlerinde farklılaşma olup olmadığına bakılmıştır.

Demografik değişkenler içinde faaliyet alanı ve faktör değerleri arasında yapılan ANOVA testine göre, KOBİ'lerin faaliyet alanlarına göre KOBİ borsalarına yaklaşımlarında farklılık gösterdikleri görülmüştür. Bu farklılıklar tüm boyutlar için geçerlidir. Sadece Sermaye faktöründe p değeri 0,06 çıkmıştır.

Özellikle hangi faaliyet alanının bu sonucun çıkmasında etkili olduğunu araştırmak için yapılan Post-hoc analizi ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalara göre düşük faktör değerlerine sahip olduğu, dolayısıyla KOBİ borsalarının anket sorularında bahsedilen problemlere çözüm getirmekte faydalı olacağı düşüncesinde olmadıkları görülmüştür.

Bu bağlamda ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların KOBİ borsalarının literatürde öne sürülen operasyonel faydalarına katılmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Ankete katılanlar ticaret sektöründeki firmaların faktör değerlerinin az çıkması ankette sorulan ancak faktör hesaplamasında kullanılmayan, KOBİ borsasına kısa ve uzun vadede katılma eğilimleri sorusuna diğer sektörlerle oranla belirgin bir şekilde olumsuz yanıt vermişlerdir. Yapılan ANOVA testi bu sorunu ortaya koymuştur.

Firmaların boyutunun KOBİ borsalarına yönelik bakış açısında bir farklılık etkeni olup olmadığına yönelik yapılan analizde çalışan sayısının firma boyutunu gösteren temel göstergelerden biri olduğu varsayılmış ve bu değişken ile faktör değerleri arasında ANOVA testi yapılmıştır. Sonuçta firma boyutunun KOBİ borsalarına yönelik algılamada bir farklılık yaratmadığına yönelik bulgu elde edilmiştir.

Benzer şekilde firmaların yaşı, kamu payı, yabancı ortak payı, ihracat payı ve özkaynak payına göre faktör değerlerinde bir değişiklik görülmemiştir.

Diğer taraftan finansal sorun yaşayan firmalar Tanınırlık faktöründe finansal sorun yaşamayan firmalara oranla ortalamada daha düşük değerler vermişlerdir. Firmalar doğal olarak önce finansal sorunlarını giderme eğiliminde, ikincil olarak KOBİ borsalarından Tanınırlılık konusunda bir fayda beklemektedirler.

Sonuç olarak demografik değişkenlerinin faktör değerleri üzerindeki etkisi incelendiğinde Ticaret sektöründe faaliyet gösteren ve finansal sorun yaşayan firmalar dışında KOBİ borsalarına yönelik algıda belirgin bir fark bulunmamıştır. Diğer taraftan Ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmaların diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmalara oranla daha yüksek bir yüzdede finansal sorun yaşadığı Tablo 3.81’de gösterilmiştir. Dolayısıyla bu iki değişken, faktör değerleri üzerinde birbirleriyle etkileşimli bir sonucun ortaya çıkmasına neden olmuşlardır.

Tablo 3.81 Ticaret Sektörünün Yaşadığı Finansman Sorununun Diğer Sektörlerle Karşılaştırılması

Ticaret ve Diğer Sektörler * finansman sorunu Crosstabulation					
Count		finansman sorunu			Toplam
		evet	hayir	bazi donem	
Ticaret ve Diğer Sektörler	Diğer Sektörler	53	44	82	179
	Ticaret Sektörü	11	3	16	30
Toplam		64	47	98	209

Tablo 3.81’de görüldüğü gibi ticaret sektöründe finansman sıkıntısı yaşayan firmaların oranları diğer sektörlerde finansman sorunu yaşayan firmalara oranla daha büyüktür.

Analizin son aşamasında faktör değerlerinin KOBİ’lerin borsaya açılma eğilimi ile ilişkisi incelenmiştir. Ankette bu eğilim kısa ve uzun vadeli borsaya açılma düşüncesi iki ayrı soru ile sorulmuştur.

Kısa vadede borsaya açılma eğiliminin faktör değerleri üzerindeki etkisini incelemek için yapılan ANOVA tablosunda kısa vadede borsaya açılma eğilimi arttıkça faktör değerlerinin belirgin bir artış eğiliminde olduğu saptanmıştır. Her faktör için geçerli

olan bu analiz çıktısı ayrı ayrı post-hoc tablolarıyla incelendiğinde kısa vadede borsaya açılma eğilimi olumsuzdan olumluya doğru değişiklik gösterdikçe faktör değerleri gittikçe artan ortalamalarda üç ve dört guruba ayrılmaktadır. Dolayısıyla KOBİ borsalarını algılarken borsaların faydalarına yönelik olumlu görüşte bulunan firmalar kısa vadede borsaya katılma konusunda istatistiki anlamda belirgin bir seviyede artan oranlarda olumlu görüş bildirmişlerdir.

Uzun vadede borsaya açılma eğiliminin faktör değerleri üzerindeki etkisi incelendiğinde ise kısa vadede borsaya açılma eğilimi ve faktör değerleri arasında yapılan analiz sonuçlarının çok benzerine ulaşılmış, KOBİ borsalarını algılarken borsaların faydalarına yönelik olumlu görüşte bulunan firmalar uzun vadede borsaya katılma konusunda istatistiki anlamda belirgin bir şekilde artan oranlarda olumlu görüş bildirmişlerdir.

Sonuç olarak, bu tezde kurulan doğrulayıcı faktör analizi modeli sadece ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmalar için bir ayrıştırıcı özelliğe sahip, bununla birlikte KOBİ'lerin kısa ve uzun vadede borsaya açılma eğilimlerinin neden, hangi faktörlerin etkisiyle ve ne oranlarda çözümlenebileceğini gösterme becerisine sahiptir. Diğer bir deyişle bir firmanın KOBİ borsasına kısa veya uzun vadede katılma eğilimini faktör değerleri vasıtasıyla geçerli ve güvenilir bir şekilde ölçebilen bir model geliştirilmiş ve doğrulanmıştır.

Bu çalışmada, KOBİ'lerin halka arz yolu ile sermaye piyasalarından faydalanmalarının şirketlere sağlayacağı katkılardan söz edilmiş, sermaye piyasaları yolu ile halka açılmanın kaynak temin etme yolu olmasının yanı sıra büyüme ve değer yaratma olgusunu da taşıdığı belirtilmiştir. Gelişmiş ülkelerde özel büyük firmalar için uzun süreli finansman kaynağı önemli ölçüde sermaye piyasasıdır. Dünyada örnekleri bulunan KOBİ borsalarının yanı sıra ülkemizde de bu konuda çalışmalar yapılmakta ve konu her geçen gün önem kazanmaktadır. Sermayenin tabana yayılması, ekonomik büyümenin hızlanması, istihdamın artması, şirketlerin ucuz finansman imkanlarına kavuşması, yatırımın artması amaçlı sermaye piyasalarının desteklenmesi ve gelişmesi olgusu ekonominin vazgeçilmez temel taşlarından biridir. KOBİ borsaları yeni, hızlı

gelişen, başlangıç aşamasında olan şirketlere ve aile şirketlerine hitap etmektedir. Dolayısıyla KOBİ borsalarında işlem göreceğ olan şirketler piyasa koşulları, işleyiş tarzları ve kayıt aşamasındaki ön koşular gibi konularda ana borsaya kayıtlı şirketlere nazaran farklı kriterlere sahiptir ve bu nedenle KOBİ borsaları kendilerini ana borsadan farklı şekilde konumlandırmaktadırlar. KOBİ Borsaları ana borsadan farklı hizmetler sunmakla beraber, KOBİ borsalarının kotasyon şartları, işlem sistemleri, yatırımcı tipleri ve halka arza yardımcı olan özel yapıları ile kendilerine özgü sistemleri mevcuttur.

KOBİ'ler için ayrı bir borsa kurma fikri bir ülkenin kalkınma çabalarının bir göstergesidir. KOBİ'lerin ekonomideki önemi nedeniyle birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de bu konuda çaba sarfedilmekte ve çalışmalar yapılmaktadır. Ülkemizde sermaye piyasalarının KOBİ'ler için uygun hale getirilmesi KOBİ Borsası ile ilgili çalışmaların sayesinde. Türkiye'de işletmelerin büyüme ve bunları finanse etme ihtiyacı devam ettiği sürece KOBİ Borsasına olan ilgide artmaya devam edecektir.

3.3. SONUÇ ve ÖNERİLER

KOBİ'ler (Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler) değişen pazar koşullarına uyum sağlama yetenekleri, istihdam ettikleri iş gücü, gerçekleştirdikleri yatırımlar, ile dünyada dikkatleri üzerlerine toplamış kurumlardır. Ülkelerin dengeli ve sürdürülebilir şekilde büyümelerine sağladıkları katkılar günümüzde gelişmiş ülkeler dahil özellikle gelişmekte olan ülkelerin KOBİ'lerine olan ilgilerinin artmasını sağlamıştır. Ülke ekonomisinde önemli bir yere sahip olan KOBİ'lerin yönetim eksikliği, nitelikli personel azlığı, teknoloji, bilgi eksikliğinin getirdiği mevzuata uyum sorunları, üretim, yatırım, tedarik ve pazarlama zorlukları, bulunmakla birlikte, bunların altında yatan sorunların başında finansman sorununun geldiği görülmektedir.

KOBİ'ler, sermaye ve ciro miktarlarının ve ölçek büyüklüklerinin düşük olması, kurumsal yapılanmalarının yetersizliği, düşük verimlilik ve kapasite kullanım oranlarıyla çalışmaları ve dolayısıyla sistemin gerektirdiği güvence gibi yükümlülükleri karşılamakta çektikleri güçlükler nedeniyle banka ve kredi sisteminden yeterince yararlanamamaktadır. Kredi faizlerinin yüksekliği ve teminat verme güçlüğü ise düşük verimlilikle çalışan KOBİ'ler açısından finansman olanaklarına ulaşmada büyük engeller oluşturmaktadır. Yüksek öz sermaye oranı ile çalışan KOBİ'ler finansal krizlere daha duyarlı hale gelmiş, bunun sonucunda ekonomiye büyük katkılar sağlayan KOBİ'lerin gelişen sermaye piyasalarından yararlanması gerekliliği doğmuştur.

Dünyadaki işletmelerin yüzde 95'ine yakın bir bölümünün KOBİ olduğu düşünülürse, pek çok ülke KOBİ'lerin geliştirilmesi ve sorunlarının azaltılması için KOBİ'leri desteklemektedir. Bu ülkelerin her birinde KOBİ tanımı farklılıklar oluşturmuş olmasına rağmen, her ülkedeki KOBİ'lerin sanayinin önemli bir parçasını oluşturduğu gerçeği ülkemizde ve dünyada KOBİ'lere yönelik yeni teşvik kararları ve destek programları oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Taşındıkları önem dolayısıyla başta gelişmiş ülkeler olmak üzere hemen hemen bütün ülkeler KOBİ'lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunması için uygun ortamı hazırlayacak politikalar geliştirmekte ve uygulamaktadır.

KOBİ'lerin karşı karşıya geldikleri zorlukları ve sıkıntıları aşabilmesinde finansman kaynaklarına ulaşmayı kolaylaştırmak için KOBİ borsaları uzun vadeli sermayeye erişmeyi amaçlayan, küçük ve orta ölçekli firmalar için yatırımlarını finanse etmekte ve geliştirmekte tercih edebilecekleri alternatif bir araç olarak gündeme gelmiştir.

Gelişmiş ülkelerde özel büyük firmalar için uzun süreli finansman kaynağı önemli ölçüde sermaye piyasasıdır. Sermaye piyasalarından kaynak temin etmenin sağladığı avantajların arasında, sermayeye ulaşmada kolaylık, likidite ve kredibilite sağlama, bu sayede sektördeki imajının güçlenmesi ve tanınırlığının artması, satış hacmindeki artış, kurumsal yapının güçlenmesi ve kurumsallaşmanın getirdiği unsur olan şirket ömrünün uzaması ve şirketin devamlılığında etken oluşturması sayılmaktadır.

Yapılan bu çalışmanın birinci bölümünde Türkiye'de ve dünyada KOBİ'lerin yeri, tanımı, gereklilikleri, ülkelerin ekonomilerine sağladıkları katkılar ve bu işletmelerin mevcut önemine karşın gelişen ekonomilerdeki karşılaştıkları sorunlar, ele alınmıştır. Literatür incelemesi sonucu karşılaşılan zorlukların başlıca nedeni finansman olanaklarına erişmedeki güçlükler olduğu gözlemlenmiş ve KOBİ'lerin mevcut finansman kaynakları incelenmiştir. KOBİ'lerin güçsüz alt yapı, bilgi eksikliğinin getirdiği mevzuata uyum sorunları ve kurumsallaşamamalarının getirdiği dezavantajları aşabilmesi için sermaye piyasalarına açılmalarının gerekliliklerinden söz edilmiş ve sermaye piyasası yolu ile finans bulmaya olan ihtiyaçlarının arttığına değinilmiştir. KOBİ borsaları teknolojik ve finansal açıdan gelişmiş olan günümüz şartlarında gereklilik arz etmektedir.

KOBİ'ler için ayrı bir borsa olması aynı zamanda KOBİ'lerin sorunlarından anlayan, KOBİ'lerin gelişmesine ve ilerlemesine destek olan ve KOBİ'lerin geleceğine ışık tutan bir destekçi olması anlamına gelmektedir. Dünyada örnekleri bulunan KOBİ borsalarının yanı sıra ülkemizde de bu konuda çalışmalar yapılmakta ve konu her geçen gün önem kazanmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın ikinci bölümünde dünyadaki KOBİ borsası örneklerine değinilmiş, KOBİ'lerin sermaye piyasalarına açabilmeleri için

kotasyon koşullarında KOBİ'lerin ihtiyaçlarına uygun bir takım farklılaştırmalara gidildiğine değinilmiştir. Kotasyon koşullarında esneklik sağlanmış küçük ve gelişmeye açık şirketlerin işlem gördüğü borsalara örnek olarak İngiltere'de Londra Menkul Kıymetler Borsası altında yer alan AIM (Alternative Investment Market), Amerika Birleşik Devletlerinde NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), Kore'de KOBİ Borsası, KOSDAQ (Korean Securities Dealers Automated Quotation) ve Japonya'da KOBİ Borsası, JASDAQ (Japan Association of Securities Dealers Automated Quotation) verilmiştir. Türkiye'de ise 2005 yılından beri yapılan çalışmalar neticesinde kuruluş aşamaları tamamlanmış ve işlem görmeye başlamış Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) ile şirketlere kaynak sağlamanın yolu açılmıştır.

Üçüncü bölümde, Türkiye'de küçük ve orta boyutlu işletme borsalarının yeri ve KOBİ'lere sağlayacağı katkılar analiz edilmiştir. KOBİ borsalarının Türk şirketlerine sağlayacağı katkıları analiz etmek amacıyla yapılan araştırma sonuçlarında ,KOBİ'lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ'lere sermayeye ulaşmada kolaylık sağlayacağı, sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ'lere likidite ve kredibilite sağlayacağı, bu sayede tanınırlıklarının artacağı ve kurumsallaşmaya katkısı olacağı sonuçları elde edilmiştir.

Günümüzde, aile şirketlerinin kurumsallaşması ve şirket ömürlerinin sürekliliği için finansal destek sağlamak, gelişme potansiyeline sahip şirketlere destek sağlamak, büyümek isteyen şirketlere ucuz ve sürekli kaynaklara erişimi kolaylaştırmak amaçlı Türk sermaye piyasalarına KOBİ borsalarını kazandırmaya yönelik çalışmalara devam edilmektedir. 1 Temmuz 2013 tarihinde yürürlüğe girecek Yeni Türk Ticaret Kanunu bu çalışmalara destek olacak ve şirketlerin muhasebe standartlarına uygunluğu sağlanarak KOBİ'lerin sermaye piyasalarından faydalanmalarının önü açılacaktır. Yeni kanunun KOBİ'lere getireceği bağımsız denetim şartı ile kayıt dışılık ortadan kalkacak ve borsaya açılacak şirketler belirli oranlarla kendi hisse senetlerini alıp satma hakkını elde ederek doğal piyasa yapıcı rolünü üstlenecek, bu sayede KOBİ borsasının derinliğinin ve işlevselliğinin artmasına katkıda bulunabileceklerdir.

Kobi'lerin sermaye piyasalarından faydalanmalarına olanak verecek önerilerin başında, bu şirketlere vergi avantajı sağlamak ve bürokratik engelleri azaltmak gelmektedir. Sermaye piyasalarına açılmayı planlayan KOBİ'lere geri ödemesiz finansal danışmanlık hizmetinin sunulması yeni çıkan kanunları ve mevzuatları şirketlerin daha kolay takip etmesini sağlayacak ve bu sayede KOBİ'ler sermaye piyasalarına açılmaya teşvik edileceklerdir. Sermaye piyasaları yolu ile kurumsallaşmanın sağlanması kayıt dışı ekonomiyi azaltacak ve ekonomik istikrar sağlanacaktır. Özellikle KOBİ'lerin Anadolu'da yaygın olduğu düşünülürse, Anadolu'daki KOBİ'lere ulaşmak ve onları KOBİ borsalarına açılma konusunda teşvik etmek gereklidir. Bu teşviklerin en önemli kısmını KOBİ borsalarının tanıtımı, KOBİ borsalarının faydalarını anlatan ve KOBİ borsalarına açılmada devletin vermiş olduğu teşviklerden bahseden bilgilendirme toplantıları kapsar. KOBİ'lerin farkındalığının artırılması ve sermaye piyasalarına yönlendirilmesi, KOBİ'lerin kurumsallaşmasında büyük bir adım olacaktır. Özellikle yeni TTK'nın Temmuz 2012'de yürürlüğe girmesi ile KOBİ'ler daha şeffaf bir yapıya kavuşacak ve KOBİ borsasının ayrıcalıklarından yararlanma imkanı bulabileceklerdir. Bu bağlamda Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun yönetim, kontrol ve şeffaflık mekanizmalarına getirdiği yeni uygulamalar KOBİ'lerin halka arza hazırlanmaları açısından önemlidir.

Bu bağlamda KOBİ'lere halka arz yolu ile fon sağlama olanaklarının daha iyi tanıtılması, girişimciliğin desteklenmesi, yatırımcıların güven ortamının sağlanarak, kurumsal yatırımcılara bu şirketlerin hisse senetlerini alma avantajları sunulması Türk sermaye piyasaları ve KOBİ'ler açısından faydalı olacaktır.

KAYNAKLAR

Adnan Çelik, Tahir Akgemci, **Girişimcilik Kültürü ve KOBİ'ler: Girişimcilik Kültürü, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, Yeni Stratejiler Karşısında KOBİ'ler**, Ankara, Nobel Yayını, No: 45, 1998, s. 94-95.

Ahmet Aydın Alper, **The Venture Capital Concept and Venture Capital Applications for Banks (The example of İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.)**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2005

Alan Shapiro, **Capital Budgeting and Investment Analysis**, Pearson, 2005 p. 152

Ali Ceylan, **Finansal Teknikler**, Bursa:2002, Ekin Kitabevi, s.200

Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ankara: 2006, Ekin Kitabevi 3. Baskı s.45

Allen N. Berger, Gregory F. Udell, **Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance**, The Journal of Business, Vol. 68, No. 3 (Jul., 1995), The University of Chicago Press Stable, p:351-381

Ankara Ticaret Odası, **Basel II 'KOBİ'lerin Kredi Riski ve Değerlendirilmesi'**, Yorum Basın Yayın Sanayi Ltd. Şti., Ankara, 15 Ocak 2007, s. 40

Arif Uğur, **Kobiler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri**, Ankara, Sinemis Yayınları, Haziran 2006, s.97-98

Aykaç Mustafa, Parlak Zeki ve Özdemir Süleyman, **Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye'de KOBİ'ler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, 2008, s. 82-83

Ayşe Berfu Aydın, **Piyasa Yapıcılığı Sistemi Seçilmiş Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB,Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005, s.38-40

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, Ayhan Yüksel, Araştırma Raporları, 2005/4 s.10

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

Berna Kırkulak, Colin Davis; **Underwriter Reputation and Underpricing:Evidence From the Japanese IPO Market**, Pasific-Basin Finance Journal, Volume 13, Issue 4, September 2005,p.451-470

Berna Taner, Cenk Akkaya, **Sermaye Piyasası Faliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Ankara:2009, Detay Yayıncılık, s.65

Board John, Vila Anne, Wells Stephen, **Liquidity in Second Tier Equity Markets:Evidence From London's Alternative Investment Market (AIM)**, Financial Markets Group an ESRC Research Centre London School of Economics August 1998, Discussion Paper 301

Brian Finch, Graham Woolfman, **Guide to the Alternative Investment Market**, Butterworths,GB1995,s:xix

Chris Mallin, Kean Ow-Yong; **Corporate Governance in Alternative Investment Markets (AIM) Companies**;The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, 2008,p.1

Chris Mallin, Kean Ow-Yong; **Corporate Governance:An International Review**, Volume 6,Issue 4,p.224-232

Cogerian Samuel, **The Stock Market as a Source of Finance: A Comparison of U.S. and Indian Firms**, The World Bank Policy Research Working Paper,p.1592

David Blake, **Financial Market Analysis**,2nd Edition,John Wilwy&Sons, 2002,p.35

David Hillier, Mark Grinblatt, Sheridan Titman,**Financial Markets and Corporate Strategy**, European Edition, Mc Graw Hill, Berkshire,p.79-81

David Massey,**The Investors's Guide to New Issues:Profit From Flotations and Initial Public Offerings**,Pitman Publishing, London,1995,p.213

David S. Kidwell, **Financial Institutions, Markets and Money, USA**:John Wiley and Sons, 2008, p.591

Deloitte Yayın ve Raporları, **Basel II Sürecinde KOBİ'ler İçin Yol Haritası**, 07 Mayıs 2008, İstanbul

DTP 9. Kalkınma Planı, **2007-2013 KOBİ Özel İhtisas Komisyonu Raporu**

Durman Mustafa, Önder Hüseyin, **Ekonominin Minik Devi KOBİ'ler ve KOSGEB Teşvikleri**, İstanbul: Alfa Akademi, 2006, s.4

Ephraim Clark, **International Finance**, Thomson, London, 2nd Edition,2002,s.539-540

Frank Fabozzi, Franco Modigliani, **Foundations of Financial Markets and Institutions**, Prentice Hall, New Jersey, 3rd Edition, 2002, s.332-333

Frank J. Fabozzi, **Institutional Investment Management Equity and Bond Portfolio Strategies and Application**, 2009, John Wiley and Sons,Inc.,New Jersey,s.121-124

Frank K. Reilly, Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8th Edition, Thomson South-Western, Ohio, 2006, s.120

Franklin Allen, Douglas Gale, **Comparing Financial Systems**, Massachusetts Institute of Technology, 2000, s.434-435

Güler Aras, **Şirketlerin Finansmanı ve Halka Açılmada Girişim Sermayesi ve Özel Sermaye Fonları**, Gelişen Pazarlarda Girişim Sermayesi Konferansı, 9-10 Haziran 2008, İstanbul

Gülten Eren Gümüştekin, **KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Kütahya Seramik Sanayi Örneği**, Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi, 2005, Cilt 6, Sayı 1, s.73

Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, İstanbul: 2001, Güzem yayın, s. 313

Herbert B. Mayo, **Basic Finance; An Introduction to Financial Investments & Management**, 9th Edition, Thomson, 2007, s.35-36

Inseok Shin, **Evolution of the Kosdaq Stock Market: Evaluation and Policy Issues**, Korea Development research Institute, 2005, Tokyo Club Foundation for Global Studies

İbrahim Halil Ekşi, **Finansal Krizlerin KOBİ'ler Üzerinde Etkileri ve Başarılı Başarısız KOBİ'lerin Kriz Dönemi Stratejileri**, Doktora tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, 2007 s.60-64

İdil Özlem Koç, **Dünyada Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasaların ve Türkiye'de Gelişen İşletmeler Piyasasının (GİP) Karşılaştırılması**, Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar, 2008, Cilt:45, sayı:515, s.91

İdil Özlem Koç, **Türk KOBİ'leri Bugünü ve Geleceği**, İstanbul: Arıkan Basım , Şubat 2008, s. 5

İsmet Mucuk, **Modern İşletmecilik**, 8. Basım, Turkmen Kitabevi, İstanbul, 1998,s.104
James Bates and Desmond L. Hally, **The Financing of Small Business**, Sweet&Maxwell Ltd.,1982,3rd Edition,p.147-148

James Lattin, J. Douglas Carroll, Paul E. Green, **Analyzing Multivariate Data**,Duxbury Applied Series,Thomson Learning,2003,p.171-184

James Lattin, J. Douglas Carroll, Paul E. Green, **Analyzing Multivariate Data**,Duxbury Applied Series,Thomson Learning,2003,s:171-184

Jerry W. Markham, **A Financial History of the United States**, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, New York, 2002, p.185

Jonathan Berk,Peter DeMarzo,**Corporate Finance**, Pearson Education, Boston, 2007,s.13

Judith Cherry, **Republic of Korea**,Cassell Business Brieings, 1993,p.261

Jun Uno,Mai Shibata ve diğerleri; **Listing Change and Stock Price:Impact of Shareholder Diversification and Changes in Liquidity**, Bank of Japan Working Paper Series, No.04-E-15, November 2004

K.Thomas Liaw,**Capital Markets**, Thomson South Western,2004, p.484

K.Thomas Liaw,**Capital Markets**,Thomson South Western, 2004, p.440-441

Kemalettin Çonkar, Şuayip Özdemir, **KOBİ Girişimcileri için Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi**, İstanbul, ITO Yayınları, No: 2009-27, 2009, s.24

KOBİ Rehberi, **TOBB Genel Yayın No: 359, Yorum Matbacılık, Nisan 2002**, s.20

KOSGEB, **Basel II ve KOBİ Finansmanı**, Mayıs 2007, Ankara

KOSGEB, **Saha Araştırması Çalışması Ön Değerlendirme Raporu**, Ankara, 2004

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı, **Ekonomik ve Finansal Göstergeler**, Haziran 2008, Ankara, s.6

Kühle P. Martin, **Global Stock Markets: Microstructure Trading Mechanisms and Bid Ask Spreads**, Libri, Norderstedt, Germany, p.33

Kürşat Tuncel, **Girişim Sermayesi Finansman Modeli**, SPK Yayını, Ankara, 2000, s.58

Lawrence J. Gitman, **Principles of Managerial Finance**, USA: 2009, Pearson, p.27

Lindsay Fell, **An Introduction to Financial Products and Markets**, Continuum, 2000, s.82

London Stock Exchange, **A Practical Guide to Listing**, September 2002, p.23

Mark Grinblatt, Sheridan Titman, **Financial Markets and Corporate Strategy**, McGrawHill, New York, 2nd Edition, p.79-80

Mehmet Cansız, **Türkiye’de KOBİ’ler ve KOSGEB**, DTP Uzmanlık Tezi, Ankara, s. 45

Mike Buckle, John Thompson, **The UK Financial System Theory and Practice**, Manchester University Press, 4th Edition, 2004, p.161-162

Mike Buckle, John Thompson; **The UK Financial System, Theory and Practice**, 3rd Edition, Manchester University Press,1998,p.165-166

Mitsuru Mizuno, **The Development of Initial Public Offering Markets for Emerging Companies in Japan**, Pasific Economic Review, 11:4 (2006) p.503

Mustafa Aykaç, Zeki Parlak ve Süleyman Özdemir, **Küreselleşme Sürecinde Rekabet Gücünün Artırılması ve Türkiye’de KOBİ’ler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, 2008-24 s.154

Mustafa Türkoğlu, **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Bölgesel Kalkınmada KOBİ Temelli Stratejiler** , Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt 7 sayı 1, 2002, s.279

Müge İşeri, **Girişim Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, Türkmen Kitabevi,İstanbul,2001,s.45

Nalan Gürel, **İstihdam Açısından KOBİ’ler**, Finans Politik&Ekonomik Yorumlar, Sayı493, Nisan 2005, s.80

Nevin Yörük, Ünsal Ban, **KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Finansman Sorunlarının Belirlenmesine Yönelik Uygulama**, Ankara: Nisan 2003, Gazi Kitabevi, s.31

Nomura Research Institute Ltd.: **OSE/Jasdaqmerger’s significance and the Future of Japan’s Venture Markets**, Vol.78 (10 May 2010) s:2

OECD, 2005 Raporu

OECD, **Türkiye’de Dinamik, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Geliştirilmesine ve Finansmanına Yönelik Çerçeve**, Özel Sektörü Geliştirme Merkezi,2005, İstanbul

Oreg Bonderanko, **Competing Market Makers, Liquidity Provision, and Bid-Ask Spreads**, Journal of Financial Markets, 4, 2001, p.269-308

Özdemir Akmut, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası: 2007-07, s.20

Özdemir Akmut, **KOBİ Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası: 2007-07, s.25

Özdemir Akmut, **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı 2007-2009**, KOBİ Borsaları, İstanbul Ticaret Odası: 2007-07, s.25

Öztiñ Akgüç, Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1998, 7. Baskı, s.753

Öztiñ Akgüç, Finansal Yönetim, İstanbul: 1998, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65 s.801

Paul Burns, **Entrepreneurship and Small Business**, Palgrave Macmillan, 2nd Edition, 2007, p.365

Ranald Michie, **The London Stock Exchange; a History**, Oxford University Press, 1999, p.618

Recep Ali Küçükçolak, **KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü**, İMKB, Mayıs 1998, s. 77

Resmi Gazete Sayı: 27323, 18 Ağustos 2009

Richar Pike, Bill Neale, **Corporate Finance & Investment, UK**, Prentice Hall Europe, 1996, p.469

Sevinç Güler, Berna Taner, **Dünyada KOBİ Borsaları ve Türkiye’de KOBİ Borsasının Oluşumuna Yönelik Uygulamalar**, Ege Akademik Bakış, Cilt 8, Sayı 2, Temmuz 2008, s.519-540

SPK, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İstanbul:2008 s.188-189

Stephan Valdez, Julian Wood, **An Introduction to Global Financial Markets**, Palgrave Macmillan, New York, 4th Edition, 2003, s.172

Stephan Valdez, Philip Molyneu, **An Introduction to Global Financial Markets**, 6th Edition, Palgrave Macmillan, Hampshire England, 2010, s.27

Stephane Rousseau, **London Calling?: The Experience of The Alternative Investment Market and The Competitiveness of Canadian Stock Exchanges**, Banking&Finance Law Review; Oct 2007; 23,1; CBCA Business, s.72

Susanne Espenlaub, Arif Khurshed, Abdul Mohammed; **Is AIM a Casino? A Study of the Survival of New Listing On the UK Alternative Investment Market (AIM)**, Manchester Accounting&Finance Group, Manchester Business School, 2008, s:8-9

Şaban Erdikler, **Reel sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü**, TSPAKB:2002-2 s.139

Tahir Akgemci, **KOBİ’lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, KOSGEB, Ankara, 2001 s.27

Tahir Akgemci, **Kobi’lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, KOSGEB, Ankara, 2001 s.11

Tamer Müftüoğlu, **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Sorunlar Öneriler**, Ankara: Desen Ofset, Aralık 1993, s.45

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

The KOSDAQ Stock Market Inc., **KOSDAQ 2003 Annual Report**, Thomas,W. A. British Library Cataloguing in Publication Data, Billing and Sons Ltd, Worcester, 1989 p.143

TSPAKB, **KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor**, KOBİ’lerin Finansmanı Çalışma Platformu, Temmuz 2003,s.6

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, **Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları**, Nisan 2004

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, Ocak 2006

United Nations Conference on Trade and Development, **Improving the Competitiveness of SME’s Through Enchancing Productive Capacity**, Proceedings of Four Expert Meetings, New York and Geneva,2005,p.9

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Essentials of Investment**, New York: 2004 5th Edition, McGraw Hill Companies, p.41

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Investment**, 8th Edition, Mc Graw Hill, New York, International Edition, 2009,p.61-62

İnternet Kaynakları

<http://www.abigem.org/TR/Ana/Default.aspx?F6E10F8892433CFFAAAF6AA849816B2EF4376734BED947CDE> (11 Kasım 2009)

http://www.musiad.org.tr/abbulteni/musiad_turkiye_ab_bulteni_19.pdf (11 Kasım 2009)

http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=67&Itemid=95 (30 Temmuz 2009)

<http://www.bvca.co.uk/About-BVCA/What-the-BVCA-does> (30 Temmuz 2009)

www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3077/2007.pdf (12 Mart 2009)

<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (11 Kasım 2009)

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020204/103 (31 Temmuz 2009)

<http://www.kobinet.org.tr/haber.php?id=110> (20 Kasım 2009)

http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/aylikbulten/2009/aylik_istatistik_bulteni_2009_9.html (20 Kasım 2009)

KOBİStratejisi ve Eylem Planı 2007-2009,

<http://ekutup.dtp.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (22 Kasım 2009)

http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Duyurular_genel_mektuplar/sonucbildirgesi.sflb.ashx (30 Haziran 2010)

<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/ihtmanual/IHTM18338.htm> (21 Haziran 2010)

http://ase.gr/content/gr/announcements/Files/ENAINFORMATIONALLEAFLET%20v1-4a_Final.pdf (23 Haziran 2010)

http://www.nasdaq.com/newsroom/news/pr2005/ne_section05_098.stm (22 Haziran 2010)

http://www.nasdaq.com/newsroom/news/pr2005/ne_section05_098.stm (22 Haziran 2010)

<http://www.moneyweek.com/investments/stock-markets/should-you-invest-in-aim.aspx> (23 Haziran 2010)

KOBİ Efor Dergisi; ‘‘KOBİ’ler Londra Yolcusu’’ http://www.kobi-efor.com.tr/haber_detay.asp?id=1590 (20 Haziran 2010)

<http://www.aimlisting.co.uk/index.php/aim/post/1626/the-return-of-aim-in-2010> (23 Haziran 2010)

<http://www.selp2.com/documentation/publicationsdocuments/030909091454.pdf> (12 Kasım 2009)

<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (26 Nisan 2009)

<http://www.kgf.com.tr/4yillarkefalet.htm> (29 temmuz 2009)

<http://www.kgf.com.tr/3kimleryararlnblr.htm> (29 Temmuz 2009)

<http://www.jasdaq.co.jp/stockprice.jsp?snd=http://quote-jasdaq.qhit.net/jasdaq/qsearch.exe?F=screening%2Fscreen> (25 Haziran 2010)

<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118633681/PDFSTART> (27

Haziran 2010)

http://www.jasdaq.co.jp/data/english/guide_e1-11.pdf (27 Haziran 2010)

http://www.jasdaq.co.jp/guide/guide_15_en.jsp (25 Haziran 2010)

<http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/Listing/ListingStocks/ListingatSecondNationalMarket.aspx> (2 Temmuz 2010)

http://www.jasdaq.co.jp/guide/guide_15_en.jsp (27 Haziran 2010)

http://www.imkb.gov.tr/Markets/StockMarket/market_maker.aspx (26 Kasım 2010)

http://www.imkb.gov.tr/Markets/StockMarket/market_maker.aspx (26 Kasım 2010)

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=12&pid=2&subid=2>
(26 Kasım 2010)

<http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2010/pdf/lkr201078.pdf> (27 Haziran 2010)

http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/Listing/ListingStocks/IPO_EmergingCompaniesMarket_x.aspx (02 Temmuz 2010)

<http://www.istikobi.com.tr/kobi-bilgi-merkezi/haberler/kobi-ler-gelsin-diye-gip-te-ucretler-onda-bir-e-dustu-h7138.aspx> (26 Kasım 2010)

http://www.halkaarzseferberligi.com/Download/Sonu%C3%A7_bildirgesi.pdf (26 Kasım 2010)

<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3123> (23 Temmuz 2009)

<http://www.kobipostasi.net/2010/01/23/imkb-baskani-erkandan-kobilere-%E2%80%98halka-acilin-sirket-omru-uzasin%E2%80%99-cagrisi/> (15 Nisan 2010)

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm> (31 Temmuz 2009)

http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5CBildiri_33.PDF (25 Haziran 2010)

http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm (11 Şubat 2009)

<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> DPT, 2007, (23 Mart 2009)

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm> (31 Temmuz 2009)

<http://ekutup.dtp.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (11 Şubat 2009)

<http://www.kgf.com.tr/3kimleryararlnbl.htm> (29 Temmuz 2009)

<http://www.kgf.com.tr/4yillarkefalet.htm> (29 Temmuz 2009)

http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/aylikbulten/2009/aylik_istatistik_bulteni_2009_9.html (20 Kasım 2009)

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020204/103 (31 Temmuz 2009)

http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=67&Itemid=95 (30 Temmuz 2009)

<http://www.bvca.co.uk/About-BVCA/What-the-BVCA-does> (30 Temmuz 2009)

<http://www.kobinet.org.tr/haber.php?id=110> (20 Kasım 2009)

<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (11.11.2009)

www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3077/2007.pdf (12 Mart 2009)

<http://www.abigem.org/TR/Ana/Default.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF4376734BED947CDE> (11.11.2009)

http://www.musiad.org.tr/abbulteni/musiad_turkiye_ab_bulteni_19.pdf (11.11.2009)

“Financial Services: Turning the Corner – Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration”, 2.6.2004. (28 Temmuz 2009)

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

“Financial Services: Turning the Corner – Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration”, 2.6.2004 (20 Temmuz 2009)

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm

“Communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a New Legal Framework for Payments in the Internal Market (Consultative Document)”, COM(2003) 718 final, 2.12.2003. (28 Temmuz 2009)

http://europa.eu.int/comm/internal_market/payments/framework/index_en.htm

Commission of the European Communities, *The Activities of the European Union for Small and Medium Sized Enterprises (SME's) SME Envoy Report*, Brussels, 8.2.2005, s.22-24 (28 Temmuz 2009)

http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/sme_envoy/archive/pdf/sec_2005_170_en.pdf

“Communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a New Legal Framework for Payments in the Internal Market (Consultative Document)”, COM(2003) 718 final, 2.12.2003. (20 Temmuz 2009)
http://europa.eu.int/comm/internal_market/payments/framework/index_en.htm

Commission of the European Communities, *The Activities of the European Union for Small and Medium Sized Enterprises (SME's) SME Envoy Report*, Brussels, 8.2.2005, s.22-24 (23 Temmuz 2009)

http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/sme_envoy/archive/pdf/sec_2005_170_en.pdf

<http://ekutup.dpt.gov.tr/esnaf/kobi/strateji/2007.pdf> (26 Nisan 2009)

<http://www.selp2.com/documentation/publicationsdocuments/030909091454.pdf>
(12.11.2009)

Ercan, Metin Kamil; Kobi Borsaları, Bandırma, Kobi Zirvesi,

<http://w3.gazi.edu.tr/web/mkercan/kobiborsaları.pdf,22.05.2005,Bandırma> (11.02.2009)

<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3123> (23 Temmuz 2009)

http://www.imkb.gov.tr/Libraries/gelisen_isletmeler_piyasasi/Geli%C5%9Fen_%C4%B0%C5%9Fletmeler_Piyasas%C4%B1_K%C4%B1lavuzu_2010_pdf.sflb.ashx (26 Kasım 2010)

http://www.imkb.gov.tr/initialpublicoffering/IPOs/IPO_ECM/RewardsofBeingECMTraded.aspx (26 Kasım 2010)

http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/tamim09/Dosyalar/tamim925_ek1.ppt#843,4, Halka Açılma(Halka Arz)Nedir? (26 Kasım 2010)

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad :Damla Nurcan ÖZKILINÇ
Doğum Yeri ve Tarihi :İzmir, 28.02.1972
Telefon :532 728 0757
Email : damla.ozkilinc@yasar.edu.tr

Eğitim

2005-2012 **Doktora Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Doktora Programı, İzmir**

1997-1999 **Yüksek Lisans Uluslararası Ticaret ve Stratejik Pazarlama United States International University, ABD**

1993-1997 **Bilkent Üniversitesi Banka ve Finans , Ankara**

1983-1989 **İzmir Özel Türk Koleji, İzmir**

İş Deneyimi

09/2003-..... **Yaşar Üniversitesi, İzmir**

Öğretim Görevlisi; Uluslararası Finans Piyasaları ve Uluslararası Muhasebe

05/2002-01/2003 **Delta Menkul Kıymetler A.S Genel Müdürlük, İstanbul**
Yatırım Uzmanı ve Dealer

- Sermaye Piyasası araçlarının alınıp satılmasında uzmanlık ve danışmanlık.
- Hisse Senedi işlemlerinde dealer görevi
- Müşteri portföyü oluşturarak her türlü yatırım kararında uzman danışmanlık

07/2000-05/2002 **Eti Menkul Kıymetler A.Ş Genel Müdürlük İstanbul**
Yatırım Uzmanı ve Dealer

- Hisse senedi piyasasında işlem gören şirketlerin verimlilik araştırması.
- Kısa ve orta vadede finansal analizler
- Hisse Senedi piyasasında yatırım danışmanlığı ve Hisse Senetlerinin alınıp satılması

01/1999-08/1999 **Salomon Smith Barney, San Diego, Amerika**
Amerikan finans piyasaları satış pazarlama uzman yardımcısı

- Amerikan Borsasında kote edilmiş türev araçların tanıtımı

- Müşteri portföyü oluşturmak, günlük finansal verilerin incelenerek yatırımcıları bilgilendirmek

Yurtdışı Akademik Sunular

2012 Mayıs Szent Istvan Üniversitesi, Gödöllő, Macaristan
Uluslararası Finans
2008 Mayıs Katholique Leuven, Leuven Belçika
Vadeli İşlemler ve Opsiyon Pazarları
2006 University of Rome, Roma, İtalya
Hisse Senedi Piyasaları

Eğitim Seminerleri

2001 Hisse Senedi Piyasası Eğitimi IMKB, İstanbul
1999 *Cokuluslu sirketlerin Uluslarası İş Anlımaları* United States Int.
University, ABD
1999 *Uluslararası Pazar Arastırmaları* United States Int. University
ABD
1998 *Asya Pazarları ve İdaresi* United States Int. University
ABD
1997 *Çok Uluslu Firmalarda İnsan Kaynakları Yönetimi* United States Int. Uni., ABD
1998 *Uluslararası Pazarlarda Satis ve Pazarlama*

Lisan Eğitimleri ve Stajlar

Mayıs 2001 IMKB Hisse Senetleri Piyasası Uygulama Eğitimi. IMKB
06/1994-09/1994 Fransızca Dil Sertifikası, Centre des Langues, Fransa
1989-1991 İngilizce Dil Sertifikası, Carleton University, Kanada
06/1996-09/1996 Yapı Kredi Bankası Ege Bölğ. Müd. Pazarlama departmanı
06/1995-09/1995 Kocbank, Pazarlama departmanı , İzmir

Bilgisayar Bilgisi

Tüm Ofis Programlar (Word, Win, Powerpoint, Excell...)

Yabancı Dil

Fransızca (çok iyi)
İngilizce (çok iyi)

ÖZET

İstihdam, ihracat, yatırım ve yaratılan katma değer bakımından Türkiye ve dünya ekonomisine büyük katkıları olan KOBİ'ler, hem dünyada hem de Türkiye'de toplam işletmelerin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır.

KOBİ'lerin faaliyetlerini genişletebilmesi ve yatırımlarını gerçekleştirebilmesi, güçlü sermaye yapısı ile mümkün olabilmektedir. KOBİ'lerin finansmana erişim imkanlarının iyileştirilmesi; girişimciliğin geliştirilmesi, rekabet gücünün ve yenilikçiliğin artması ve ekonomik gelişmenin sağlanması için gereklidir. KOBİ'ler büyümek, faaliyetlerini geliştirmek ve genişletmek için öz kaynaklarının yanı sıra ek finansmana ihtiyaç duymaktadır.

Bu kapsamda tezin amacı, Türkiye'deki KOBİ'lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının sağlayacağı faydaları analiz etmektir. Türkiye'de KOBİ'ler kendilerine has özellikleri ve yapıları ile sermayeye ulaşma konusunda sıkıntı yaşamaktadırlar. Yönetim ve örgüt yapılarındaki eksiklikler, ölçek büyüklüklerinin düşük olması, kurumsal yapılanmalarının yetersizliği, finansal yönetim bozuklukları, muhasebe normlarına uygunsuzluk gibi faktörler Türkiye'de olduğu gibi birçok ülkedeki KOBİ'lerin sorunları haline gelmiştir. Bu olumsuzluklar bankaların KOBİ'lere kredi verme konusunda ve KOBİ'lerin kredileri geri ödemeleri konusunda zorluk yaşamalarına sebep olmaktadır, bunun sonucunda KOBİ'ler banka ve kredi sisteminden yeterince yararlanamamaktadırlar. KOBİ'ler sermaye piyasası ve mali piyasalarla düzenli çalışan bir ortamda modern finansman araçları ve kurumları ile desteklenmelidir. İşte bu bağlamda Sermaye piyasaları yolu ile halka açılma kaynak temin etme yoludur ve bununla birlikte büyüme ve değer yaratma olgusunu da taşır.

Sonuç olarak bu tezde Türkiye'de küçük ve orta boyutlu işletme borsalarının yeri ve KOBİ'lere sağlayacağı katkılar analiz edilmiştir. KOBİ borsalarının Türk şirketlerine sağlayacağı katkıları analiz etmek amacıyla yapılan araştırma sonuçlarında ,KOBİ'lerin sermaye piyasaları yolu ile halka açılmalarının KOBİ'lere sermayeye ulaşmada

kolaylık sağlayacağı, likidite ve kredibilitelerini yükselteceği, bu sayede tanınırlıklarının artacağı ve kurumsallaşmaya katkısı olacağı sonuçları elde edilmiştir.

ABSTRACT

Small and Medium sized enterprises are the most important key determinants to achieve the high sustainable economic growth and employment and a rising standard of living for the global and Turkish economy while maintaining financial stability and thus to contribute to the development of the world economy.

One of the major problems which creates the poor business environment for SME's is an acces to financing. Chronic budget deficits have trigged excessive growth in the money demand, and leaving the small medium sized enterprises with very limited funds for investment. Many of the banks in Turkey do not make loans to small firms, which are estimated to obtain a very small proportion of aggregate loans to business. Small businesses are therefore forced to seek funds elsewhere in the economy, where there is no development of information is available on the use of different financial instrument, such as venture capital and business angels. Therefore there is one possible alternative way to improve the flow of finance to SME's which is capital markets.

As a conclusion, this thesis is thought to make contribution to literature by analyzing the benefits of capital markets for SME's in Turkey. Capital markets for SME's market structure specially designed to meet the needs of small and medium sized companies, will continue to create a compelling offering for companies seeking to raise funds on a public market.

Anket Formu

Lütfen formu doldurup, kaydettikten sonra **damla.ozkilinc@yasar.edu.tr**

adresine geri yollayınız.

İlginiz için teşekkür ederim...

GENEL BİLGİLER

1. Firmadaki göreviniz :

2. Ne kadar zamandır... a. çalışma hayatındasınız? : Yıl / Ay

b. bu firmada çalışıyorsunuz? : Yıl / Ay

c. yönetici olarak çalışıyorsunuz? : Yıl / Ay

3. Firmanızın faaliyet gösterdiği sektör :

- İmalat (Belirtiniz:) Hizmetler (Belirtiniz:) Ticaret
(Belirtiniz:) Elektrik, gaz, su dağıtım Madencilik
 Tarım, hayvancılık vb. İnşaat
 Diğer (Belirtiniz:)

4. Firmanızın çalışan sayısı : 1-9 10-49 50-250

250'den fazla

5. Firmanızın kuruluş yılı :

6. Firmanız kamu ortaklı mı? : E (Kamuya ait payın, toplam hisse içindeki
yüzdesi:%) H

7. Firmanız yabancı ortaklı mı? : E (Yabancı ortağa ait payın, toplam hisse içinde
yüzdesi:%) H

8. Firmanız ihracat yapıyor mu? : E (İhracatın, toplam satışlarınız içindeki yüzdesi:
%) H

9. Kapasite kullanım oranınız nedir? %30'dan aşağı %30-%50 arası %51-%70 arası
 %70'den yukarı

10. Kaynaklarınız içinde özkaynak payı ne kadardır? %25'den az %25-%50 arası

%51-%75 arası %76-%100

11. Finansman sorunu (sermaye sıkıntısı) yaşıyor musunuz? E H Bazı dönemler

I. KISIM

Lütfen firmanızın faaliyet gösterdiği sektörü aşağıda verilen konular çerçevesinde değerlendiriniz.

1. Bu sektörde, bir firma için kârlı olmak ne ölçüde zordur?

Çok Kolay Kolay Kararsızım Zor
 Çok Zor

2. Bu sektörde, ürün ve teknoloji gibi konulara ilişkin yeni gelişmeleri takip etmek ne ölçüde zordur?

Çok Kolay Kolay Kararsızım Zor
 Çok Zor

3. Sektörünüz ne ölçüde istikrarlıdır?

Çok istikrarlı İstikrarlı Kararsızım İstikrarsız
 Çok istikrarsız

4. Sektörünüzde yasal düzenlemeler ne ölçüde serttir?

Çok rahat Rahat Kararsızım Sert
 Çok sert

II. KISIM

Lütfen aşağıda verilen ifadeleri okuyarak, firmanıza en uygun seçeneği işaretleyiniz:

(1 = Kesinlikle katılmıyorum / 2 = Katılmıyorum / 3 = Ne katılıyorum ne katılmıyorum /
4 = Katılıyorum / 5 = Kesinlikle katılıyorum)

	1	2	3	4	5
Şirketimin halka açılması sayesinde sürekli bir kaynak yaratabileceğimi düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sermaye piyasaları yolu ile finans elde etmenin banka kredisi gibi diğer borçlanma araçlarına karşılık rekabetçi maliyet sağlayacağını bilincindeyim.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Şirketimin halka açılması sayesinde borç senedi ihraç edebilme ve finansman sağlama olanağının olacağını bilincindeyim.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsası sayesinde şirketimin tanınırlılığının artacağını düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Kobi borsalarında işlem görmenin şirketime sağlayacağı güven ortamı ve bu sayede kazanacağım pazar payının farkındayım	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsalarında işlem görmeye başladıktan sonra çeşitli vergi avantajlarından faydalanabileceğimi biliyorum	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsası sayesinde finansman olanaklarımın genişleyeceğinin bilincindeyim.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsası sayesinde şirketimin kredibilitesinin yükseleceğini biliyorum	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsasının şirketime likidite sağlayacağını düşünüyorum	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsası sayesinde kurumsallaşma sürecinin hız kazanacağını biliyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sermaye piyasalarında işlem görmenin şirket ömrünü uzatacağını ve şirketin devamlılığına katkı sağlayacağını farkındayım	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsasında işlem görmeye başladıktan sonra satışlarımda artış olacağı inancındayım.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kobi borsasında işlem görmeye başladıktan sonra şirketim için uzun vadeli planların ve iyi hazırlanmış stratejilerin gelişme göstereceğini düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Şirketimin yurt içi ve yurt dışında tanınırlılığının artacağını düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
KOBİ borsasına kısa sürede açılmayı düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
KOBİ borsasına uzun vadede açılmayı düşünüyorum.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

1. Yaş :

2. Cinsiyet : K E

3. Eğitim Durumunuz :

Bu çalışmanın sonuçları hakkında bilgilendirilmek istiyor musunuz? E H

Zaman ayırıp bu ankete katıldığınız için çok teşekkür ederim. Anket veya genel olarak bu konuyla ilgili eklemek istediğiniz görüş ve önerileriniz varsa, lütfen belirtiniz:

Teşekkür ederim.

APPENDİKS

APPENDİKS

Parameter Estimates

	Estimate	Std Error	z value	Pr(> z)		
lam[t1:F1]	0.72296	0.091122	7.9340	2.1220e-15	t1	<--- F1
lam[t3:F1]	0.85006	0.085211	9.9760	1.9406e-23	t3	<--- F1
lam[t2:F1]	0.84064	0.085651	9.8147	9.7310e-23	t2	<--- F1
lam[t7:F2]	0.86267	0.080733	10.6855	1.1900e-26	t7	<--- F2
lam[t9:F2]	0.82793	0.082701	10.0111	1.3619e-23	t9	<--- F2
lam[t6:F2]	0.80689	0.083837	9.6245	6.3017e-22	t6	<--- F2
lam[t8:F2]	0.86606	0.080534	10.7540	5.6732e-27	t8	<--- F2
lam[t4:F2]	0.82044	0.083111	9.8716	5.5254e-23	t4	<--- F2
lam[t5:F2]	0.85909	0.080941	10.6137	2.5731e-26	t5	<--- F2
lam[t12:F3]	0.80368	0.088708	9.0598	1.3068e-19	t12	<--- F3
lam[t14:F3]	0.77767	0.089506	8.6885	3.6732e-18	t14	<--- F3
lam[t10:F4]	0.80660	0.084792	9.5127	1.8581e-21	t10	<--- F4
lam[t11:F4]	0.79138	0.085563	9.2490	2.2656e-20	t11	<--- F4
lam[t13:F4]	0.84242	0.082945	10.1564	3.1047e-24	t13	<--- F4
C[F1,F2]	0.78026	0.052178	14.9540	1.4665e-50	F2	<--> F1
C[F1,F3]	0.64435	0.084531	7.6227	2.4839e-14	F3	<--> F1
C[F1,F4]	0.77122	0.059579	12.9446	2.5206e-38	F4	<--> F1
C[F2,F3]	0.87892	0.047857	18.3656	2.4776e-75	F3	<--> F2
C[F2,F4]	0.93625	0.027818	33.6562	2.5301e-248	F4	<--> F2
C[F3,F4]	0.94527	0.046089	20.5095	1.7703e-93	F4	<--> F3
V[t1]	0.47732	0.079770	5.9838	2.1802e-09	t1	<--> t1
V[t3]	0.27739	0.062401	4.4453	8.7777e-06	t3	<--> t3
V[t2]	0.29333	0.063334	4.6314	3.6319e-06	t2	<--> t2
V[t7]	0.25580	0.042939	5.9573	2.5640e-09	t7	<--> t7
V[t9]	0.31453	0.050480	6.2307	4.6427e-10	t9	<--> t9
V[t6]	0.34893	0.054970	6.3477	2.1862e-10	t6	<--> t6
V[t8]	0.24994	0.042198	5.9229	3.1639e-09	t8	<--> t8
V[t4]	0.32688	0.052088	6.2756	3.4831e-10	t4	<--> t4
V[t5]	0.26197	0.043721	5.9919	2.0744e-09	t5	<--> t5
V[t12]	0.35410	0.072076	4.9128	8.9779e-07	t12	<--> t12
V[t14]	0.39523	0.074090	5.3344	9.5853e-08	t14	<--> t14
V[t10]	0.34939	0.058661	5.9561	2.5837e-09	t10	<--> t10
V[t11]	0.37372	0.061492	6.0775	1.2204e-09	t11	<--> t11
V[t13]	0.29032	0.052285	5.5528	2.8120e-08	t13	<--> t13

Iterations = 28

```
library(Hmisc)
```

```
library(sem)
```

```
R.D=readMoments(diag=FALSE,names=c('t1','t2','t3','t4','t5','t6','t7','t8','t9','t10','t11','t12',  
, 't13','t14'))
```

```
0.588
```

```
0.602 0.731
```

```
0.576 0.63 0.612
```

```
0.568 0.574 0.612 0.779
```

```
0.454 0.479 0.489 0.654 0.664
```

```
0.53 0.543 0.566 0.702 0.717 0.732
```

```
0.483 0.518 0.464 0.681 0.721 0.749 0.774
```

```
0.495 0.51 0.551 0.624 0.688 0.636 0.739 0.721
```

```
0.521 0.485 0.497 0.658 0.66 0.638 0.616 0.679 0.696
```

```
0.53 0.543 0.506 0.592 0.655 0.549 0.647 0.622 0.638 0.604
```

```
0.482 0.359 0.366 0.491 0.618 0.542 0.531 0.631 0.621 0.58 0.645
```

```
0.49 0.518 0.551 0.609 0.674 0.604 0.629 0.673 0.714 0.696 0.676 0.66
```

```
0.426 0.432 0.491 0.56 0.602 0.616 0.604 0.632 0.575 0.59 0.554 0.625
```

```
0.612
```

```
mod.D <- cfa()
```

```
F1: t1,t3,t2
```

```
F2: t7,t9,t6,t8,t4,t5
```

```
F3: t12,t14
```

```
F4: t10,t11,t13
```

```
fit.D <- sem(mod.D,R.D,100)
```

```
summary(fit.D)
```

```
modIndices(fit.D)
```

