

Soydemir, Selim

Working Paper

KOBİT Pazarları in Finansmanında Borsalar

Discussion Paper, No. 2012/88

Provided in Cooperation with:

Turkish Economic Association, Ankara

Suggested Citation: Soydemir, Selim (2012) : KOBİT Pazarları in Finansmanında Borsalar, Discussion Paper, No. 2012/88, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/81653>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU

TARTIŞMA METNİ 2012/88

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

KOBİLERİN FİNANSMANINDA BORSALAR

Selim Soydemir

Bu çalışma "GAZİANTEP SANAYİNDE İHRACAT, FİNANSMAN VE İSTİHDAM SORUNLARI", başlığı ile Prof. Dr. Arslan YİĞİDİM editörlüğünde hazırlanan ve 2009 yılında TEK yayını olarak basılan kitapta yer almaktadır.

Ekim, 2012

KOBİLERİN FİNANSMANINDA BORSALAR

*Dr. Selim SOYDEMİR**

ÖZET

Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar (KOBİ'ler) ülke ekonomisi açısından istihdam yenilikçilik, üretim ve ihracat açılarından oldukça önem taşımaktadır. Ancak bu önemlerine rağmen faaliyetlerinin ve yatırımlarının finansmanı açısından ciddi sorunlarla yüz yüze kalmışlardır.

Onların finansmanları açısından kullanabilecekleri bir yöntemde hisse senedi ve tahvil ihraç ederek finansman sağlayabilecekleri menkul kıymet piyasalarıdır. Ancak bu piyasalarda kamunun aydınlatılması olmazsa olmaz koşullardandır. Öte yandan olmazsa olmaz bir başka koşul da etkin çalışan likit bir ikinci el piyasanın varlığıdır.

İşte bu çalışmada bu konularla beraber şirketleşme olgusu, sosyal sermaye ve Basel II konuları incelenmekte ve bunların sonucunda KOBİ Borsalarının rolü ve önemi ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Menkul Kıymet Piyasaları, Sosyal Sermaye, Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar, Küçük ve Orta Ölçekli firmaların Finansmanı, Basel II ve KOBİ Borsaları

STOCK EXCHANGES IN FINANCING SMEs

ABSTRACT

Small-Medium Sized Companies(SMEs) are very important in the perspectives of employment, innovation, production and as well as exportation. But as opposed to their importance, they have faced a big problem to finance investments known as financing capabilities. Since it is not easy for them to penetrate in financial markets, it is especially needed to create new ways and instruments to them to finance themselves.

One way in this perspective is securities' markets. In those markets they finance themselves through issuing securities such as shares and bonds. To sell securities to the public they must supply sufficient and efficient information (public disclosure) to the existing and potential investors. On the other hand, those markets are very much in need of liquid secondary markets, stock exchanges and organized secondary markets such as over-the-counter markets.

In this article besides financing needs and problems of those SMEs, social capital and Basel II issues are also examined for the SMEs and as a result of those role and importance of Stock Exchanges for the SMEs are discussed in this perspectives.

Key Words: Securities Markets, Social Capital, Small and Medium Size Companies, Small and Medium Size Companies' Finance, Basel II and Stock Exchanges for SMEs.

* Bu çalışmada ileri sürülen fikirler yazarın kendisine ait olup çalıştığı kurumun görüşlerini yansıtmamaktadır.

GİRİŞ

Son yıllarda yaşanan serbestleşme, küreselleşme ve teknolojinin gelişmesiyle beraber finansal piyasalar giderek hem daha çok iç içe girmiş hem de giderek daha da karmaşıklaşmıştır. Söz konusu gelişmelerle birlikte finansal piyasaların kurumsal yapısı ve araç çeşitliliği bugüne kadar olmayan boyutlara ulaşmış, geleneksel finansman yapılarının yerini yeni finansal yapılar ve organizasyonlar almaya başlamıştır. Bu süreç ise özellikle KOBİ'lerin önüne yeni finansman fırsatları getirmiştir.

2007 yılı sonu itibarıyla Türk finansal piyasalarındaki finansal kurum sayısı 409'a, finansal kurumların (Merkez Bankası dahil) toplam aktif büyüklüğü ise 768,6 milyar YTL'ye ulaşmıştır (BDDK 2008). Bu ise GSYİH'nın yaklaşık %89,7'sini oluşturur bir konuma yükselmiştir. Bu rakamın parasallaşma (finansal piyasaların gelişmesi) ile birlikte daha üst düzeylere çıkması beklenmektedir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde finansal piyasalar, araçları ve şirketleşme olgusu ve halka açılma konusu karşısındaki durumları tartışılacak, üçüncü bölümde ise borsalar ve borsaların fonksiyonları incelendikten sonra son bölümde KOBİ'lerin sermaye piyasaları aracılığıyla finansmanı ve Basel II'nin getirdikleri ele alınarak KOBİ Borsaları konusu tartışılmaya çalışılacaktır.

1. Finansal Piyasalar

1.2. Genel Olarak

Finansal piyasalara yönelik çalışmalarda benzer tanımlardan hareket edilmektedir. Yatırım ve tasarruf kararlarının farklı iktisadi birimler tarafından verildiği iktisadi sistemlerde fon fazlası veren (geliri harcamalarını aşan) ekonomik birimler (kişi ve şirketlerin) tasarruflarının, fon açığı veren (gelir ve likidite olanakları üzerinde harcama yapmak isteyen) ekonomik birimler arasındaki akışı finansal sistem finansal araçların değişimi ile sağlamaktadır (Stiglitz J.E., J.Driffill, 2000:527, Akyüz Y.1984, Mishkin F.S. 1995:205, Getrler M.1993, Ghandhi J.1988, Jansen K.1989, Soydemir S.1998, Canbaş S.ve H.Doğukanlı, 1997:1–13). Özetle finansal sistem fon fazlası verenlerle fon açığı veren birimleri bir araya getiren piyasalardır.

1.2. Finansal Piyasaların Çeşitleri

Finansal piyasalar fon aktarım sürecindeki yapılanmaları ve aracı kurumların sorumluluklarına göre dolaylı ve doğrudan finansman piyasaları olmak iki alt piyasaya ayrılmaktadırlar (Mishkin F.S. 2007:23–24).

Dolaylı Finansman: Esas olarak bankacılık mekanizmasını tanımlamaktadır. Bankalar fon aktarım sürecinde tasarruf sahipleri ile fon talep eden (kredi kullanan) ekonomik birimleri karşı karşıya getirirken araya kendi yükümlülüğünü dâhil ederek girmektedir. Tasarruf (mevduat) sahibine karşı borçlu olarak yer alırken, kredi kullanan birimlere karşıda alacaklı olmaktadır. Bankacılığın bu şekildeki aktarım sürecinde mevduat sahipleri ile kredi kullanıcıları bir birlerini bilmek durumunda değildirler. Zaten sistem gereği mevduat sahibi bankaya karşı alacaklıdır ve bankanın zamanında (istediğinde) mevduatını geri ödeyip ödememesi konusuyula ilgilidir.

Mevduat sahibinin mevduatını geri almak isteği banka tarafından (bazı hallerde faiz kaybı ile) karşılanmaktadır. Bu karşılanma yani mevduat sahibinin yatırımının likidite edilmesi bankacılığa sürekli gelen yeni mevduat yatırılmasından ikinci olarak da bankanın hem düzenlemeler hem de banka yönetiminin gereği olarak tuttuğu zorunlu karşılıkların kullanımıyla karşılanmaktadır¹.

Doğrudan Finansman: Dolaylı finansman mekanizmasının tersi bir yapılanmayı işaret etmektedir. Fon arz eden ekonomik birimlerin fonları bu aktarım için verilen belgeler (örneğin menkul kıymetler) karşılığında fon talep edenlere doğrudan doğruya aktarılmaktadır. Aktarım neticesinde ilişki (alacaklılık veya ortaklık) tasarruf sahibi ile fon talep eden birim arasında oluşmaktadır. Bu işleme aracılık edenlerin bu anlamda bir sorumluluğu (garantör olarak sistemde yer almıyorsa)

¹ Krediler ile mevduatların vadelerinin bir birinden oldukça farklı olması fon aktarım sürecinin en önemli sorunudur. Kredi talep edenler görece uzun vadeli fon talep ederken bankaya mevduat yatırımlar paralarından uzun sürelerle ayrı kalmak istemeyebilmektedirler. Bu nedenle bankacılığın bu uyumsuzluğu karşılaması finansal sistemlerin bir başarısı olarak değerlendirilmelidir.

bulunmamaktadır. Bu araçların vadesinden önce likidite edilmeleri ise ancak ikinci el piyasalar kanalıyla mümkündür.

Aktarım neticesinde finansal sistem özetle (Levine R. 1997);

- Tasarrufların hareketliliğini artırmakta, tasarruf yapma imkânlarını kolaylaştırmakta,
- Fon talep edenlerle arz edenlerin büyüklük, vade ve getiri beklentileri açısından karşılaşmalarını sağlamakta,
- Ödemelerin güven içinde yapılmasını sağlamakta,
- Bilgi üretimi, portföy yönetimi ve ölçek ekonomisi gibi özellikleri sayesinde de hem çarpık bilgi sorunlarının çözümüne katkı sağlamakta hem de işlem maliyetlerinin daha düşük oluşmasına katkıda bulunmakta,
- Büyüme ve gelişme için gerekli olan sermaye birikiminin oluşmasına yardımcı olmaktadır ve
- Nihayetinde farklı fon taleplerini farklı perspektifler ve saiklerle karşılayarak ekonomide yatırım projelerinin seçimini ve finansmanını sağlamaktadır.

1.3. Finansal Araçlar

Finansal piyasalarda fon aktarımı, finansal araç olarak adlandırılan (Mishkin F.S. 2007: 23–24) ve fon arz edenlerin hak sahipliğini gösteren araçlar (mevduat cüzdanı, hisse senedi, tahvil, sigorta poliçesi vb.) kanalıyla sağlanmaktadır. Fon talep eden bu araçları ihraç etmekte, fon arz eden de fon aktarımının belgesi olarak bu araçları talep etmektedir. Piyasalara katılan tarafların fon arz eden ve talep eden ekonomik birimlerin çeşitliliği ve çokluğu göz önüne alındığında, finansal araç çeşitliliğinin de bu birimlerin birbirinden çok farklı beklentilerine² cevap vermesi gerekir. Bu nedenle finansal sistemlerde çok çeşitli finansal araç işlem görmekte, fonlar farklı beklentilerin gereklerini karşılayan finansal araçlar kanalıyla aktarılmaktadır. Hukuki sistemlerin niteliğine göre de yeni araçlar ekonomik birimlerin beklentileri çerçevesinde çeşitlendirilebilmektedir³.

Bir başka açıdan finansal araçların sahibine sağladığı haklar açısından finansal araç karşılığı fon toplayanların bu fonları gelecekte aracın niteliğine göre geri ödeme, ortaklık haklarından yararlandırma veya kara iştirak ettirme gibi yükümlülükler altına sokmaktadır. Bu da finansal araçlarla gündeme gelen hakların geleceğe yönelik işlemler olmasını ve bu araçlarından o işlemin belgesi (claim) olma niteliğini gündeme getirmektedir.

Finansal araçlar çeşitli özellikleri itibariyle temelde altı başlık altında ele alınabilir:

- Borçluluk doğuran kıymetler,
- Ortaklık hakkı doğuran araçlar
- İktisadi faaliyetten elde edilenin bakiyeye katılma hakkı,
- Koşula bağlı taahhütler –sigorta poliçe ve teminatları-
- Türev araçlar
- Diğer araçlar olarak sayılabilir.

Bu araçlardan ilki, hem doğrudan hem de dolaylı finansman sisteminin kullandığı araçları tanımlamaktadır. Dolaylı finansman sisteminin ürettiği ve kullandığı araçlar arasında mevduat ve krediler sayılmaktadır. Doğrudan finansman sisteminde ise tahvil, bono, varlığa dayalı menkul

² Beklentiler faiz, temettü, katılım vade, büyüklük, sektör, bir birine dönüştürülebilirlik ve/veya sosyal ve kültürel gibi çeşitlendirilebilir. Araç çeşitliliğine katkı yapan unsurlar arasında teknoloji, iletişim ve hesaplama tekniklerindeki gelişmeler yeni araçların üretilmesine önemli katkılarda bulunmaktadır.

³ Piyasalarda işlem gören araç çeşitliliği açısından 1980lerle 2000li yılların karşılaştırılmasında farklılık açıkça gözlenebilir. Sadece Türkiye açısından bakıldığında bile 1980lerin başında yer almayan ama 2000li yıllarda çoklukla kullanılan araçlar arasında tüketici kredileri, kredi kartları, döviz mevduatları, değişken faizli araçlar, finansman bonoları, katılım hesapları, kar zarar ortaklığı belgeleri, vadeli işlem borsası, yatırım fonları, ipoteğe dayalı senetler, bireysel emeklilik fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları sayılabilir.

kıymetler, banka bonoları, banka garantili bonolar ve finansman bonoları gibi araçlar bu amaçla kullanılmaktadır⁴.

Ortaklık hakkı doğuran araçlar ise doğrudan finansman sisteminin kullandığı hisse senetleridir. Oydan yoksun hisse senetleri de bu kapsamda değerlendirilebilir. Üçüncü sırada ele alınan “iktisadi faaliyetin bakiyesine katılma hakkı” veren araçlar olarak da katılma bankalarının (özel finans kurumlarının) kullandığı araçlar sayılmaktadır.

Dördüncü başlık altında ise sigortacılık araçları kapsamaktadır. Bunun esasını da sigortacılık sisteminin ürettiği poliçeler gündeme gelebilmektedir.

Beşinci olarak ele alınan araçlar ise vadeli işlemler ve opsiyonlar içermektedir. Bunlar spot piyasaların eksik kaldığı ekonomik birimlerin kendilerini gelecekte doğabilecek risklerden korunmak amacıyla oluşturulan araçlardır.

Diğer araçlar başlığı altında verilmek istenen ise menkul kıymet gibi tanımlanmasalar bile çeşitli varlıklardan (menkul kıymetler dâhil) oluşan portföylere (mal varlığına) dayanan ve sahiplerine o portföylerdeki haklarını gösteren katılma belgeleridir.

Finansal araçlar, fon akımında devreye giren finansal kurumlara göre fon arz edenlerin veya talep edenlerin beklentilerine göre çeşitlenmekte ve nitelik olarak da bir birinden farklılaşmaktadır.

1.4. Şirketleşme ve Sosyal Sermaye

Şirketleşme, birden fazla gerçek ve tüzel kişinin güçlerini/yeteneklerini (teknik, hukuki, mali ve organizasyon) bir araya getirmeleri olgusu ile ortaya çıkmaktadır. Şirketleşme ile birlikte kişilerin tek başlarına yapamayacakları işler ve oluşturamayacakları sermayeler oluşturulmakta ve ölçekler büyütülebilmekte öte yandan da işleri aynı organizasyon (içinde yapmanın da ekonomik yararlarından (işlem maliyetlerini azaltabilmekte) faydalanmaktadırlar. Bu yapılanmalara şirket adı verilmektedir (Coase R.H. 1937). Hukukun ve yasaların bütün vatandaşlar için eşit uygulamasının gelişmesiyle ve ekonomik ilişkilere taraf olanların haklarının korunacağı konusundaki beklentilerinin güçlenmesiyle birlikte insanların karşı tarafa olan güvenleri artmaktadır (La Porta ve diğerleri, 1997 ve 1998; Çelik, A., 2004 ve Shleifer A. ve R.Vishny, 1997). Artan güven sonucunda başkalarıyla daha rahat bir şekilde işbirliği içine girmekte, daha rahat bir şekilde borç vermekte, daha rahat bir şekilde birikim yapmakta ve bunu da miras⁵ olarak çocuklarına aktarmaktadır. İşbirliğinin gelişmesi ise şirketleşmeyi⁶, bir başka deyişle sermayesi olanlarla, teknolojik yeteneği olanların bir veya birkaç girişimcinin önderliğinde bir araya gelerek bir şeyler üretebilme imkânlarını getirmektedir.

⁴ Yabancı ülkelerde sermaye piyasaları bizden farklı olarak tanımlanmaktadır. Farklılığın temelini ise fon aktarımında kullanılan araçlar oluşturmaktadır. Bizde sermaye piyasası olarak geçen tanımlama yabancı ülkelerde menkul kıymetler piyasaları olarak kullanılmaktadır. Zaten bu nedenle de “securities markets” ismi kullanılmaktadır. İşte bu nedenden dolayı da Sermaye Piyasası Kurulları Birliği olarak adlandırılacak olan IOSCO (International Organization Of Securities Exchanges Commissions) kavramında “securities” kullanılmaktadır.

⁵ Miras sisteminin sermaye birikimi konusunda yaratabileceği sorunlar ile ortaklıkların (mudaraba) küçük kalması arasındaki ilişki konusunda Kuran (2004) ve Soydemir (2004)’e bakılabilir. Özellikle Ortadoğu toplumlarında herhangi bir ortaklıkta ortaklardan birisinin ölümü halinde ortaklığın sona erdirilmesi yoluna gidilmektedir. Yazar’a göre ölen ortağın mirasçılara ortaklarından bağımsız tüzel kişiliği olan şirketin ortaklığını gösteren belge (hisse senedi) verilmesi yerine ortaklığın likidite edilirdi. Mirasçılara paylarına düşenin verilmesi uygulaması nihayetinde hem sermaye birikimini hem de şirketlerin kurumsallaşarak süreklilik kazanmalarını engellemiştir (Kuran, 2004). Mirasın nakit olarak ödenmesi dolayısıyla girişimlerin ortakların herhangi birinin ölümü sonucunda parçalanma ihtimali yüzünden daha baştan küçük tutulması ise sermaye birikiminin önündeki en önemli engellerden biri olarak gündeme gelmektedir. Öte yandan bu konu kurumlar ve mülkiyet hakları ile gelişme arasında da bağlantı kurularak ele alınmaktadır (Bulutay, 2004 ve Aktan ve Vural, 2006).

⁶ Şirketleşme konusunda ele alınması gereken bir başka nokta da 1000li yıllardan beri Orta Doğu’da bu türden yapılaşmaya gidilememesi (veya geç gidilmesi), buna karşılık ise Batı’da şirketleşmenin ortaklarından bağımsız tüzel kişilik olarak oluşmasıdır (Kuran, 2004). Şirketleşme, büyümenin sonucunda menfaatlerin artması yüzünden menfaat sahipleri kuralların (yasanın) hâkimiyeti için gayret sarf etmemektedirler. Aksi halde bu gayrete yönelmemektedirler. (Kuran, 2004)

Bir Örnek: Denizcilikte Şirketleşme

13-15 yüzyıllarda daha çok Kuzey Avrupa ülkelerinde, köylülerin üretimleri sahillere getirilmekte, ve sahiller de kara ticaretine benzer şekilde küçük gemilerle (teknelerle) kıydan ayrılmadan diğer ülkelere veya şehirlere taşınmaktadır. Orta Çağ Avrupa'sında "oléron" kuralları gereğince teknenin çeşitli bölümleri çeşitli arkadaşlarca paylaşılmakta (per loca), böylece herkes kendi bölümünde kendi malını taşıyabilmekte, geminin tüm işlerine fiziksel olarak da katkıda bulunmakta, taşıma sonucunda oluşacak olan masraflarda kendi aralarında bölüşülmektedir. Gemiyi kullanacak 3 zabıt arkadaşlardan birisinin yönlendirmesine bırakılmakta o da kararlarını arkadaşlarına danışarak vermektedir.

Ancak, 15. yüzyıldan itibaren gemilerin hacmi giderek büyümüş, taşıma kapasiteleri ve hızları çok gelişmiştir. "Bunları inşa etmek, bakımlarını yapmak, yönetmek, eskinin arkadaş grupları için, teknik olarak imkânsız hale gelmiştir." Artık "per loca" yerine "per partes" yani hisseler halinde bölünmüştür." Bölünme çoğu zaman "24 carat" şeklinde olmaktadır. Sermayeler ve imkânlar bir araya getirilerek bir anlamda şirket oluşturulmakta, hisse sahibi de "parsonier" adını taşımakta ve "her yıl kardan payını almaktadır". Artık seferlere bizzat katılmasına da gereksinim kalmamaktadır, hissesinin (carat) ödenmesine yönelik herhangi bir sorun olduğunda ise "yargıcın yetkisine başvurmakta" dır. Böylece daha gelişmiş bir mülkiyet sistemi doğmaktadır. Sistem geliştikçe de kaptanların kendilerini haklı çıkarma amacıyla "hesap" verebilecek bir kayıt mekanizmasını geliştirilmiştir.

Artık, borç verenle tekne arasında, tekne ile sermaye tedarik edenler arasında bağlar oluşmakta, giderek bazı hissedarlar tarafından alınıp satılmaya başlanmaktadır (Braudel, 2004; 319-323). İşte bu şekilde bazı hissedarların söz konusu hakları kendi aralarında alıp satmaya başlamasıyla da tarihin ilk borsalarından biri sayılan Amsterdam Borsası'nın oluşumunun temelleri atılmıştır.

Şirketleşme ile birlikte girişimcilerin tek başlarına yerine gerçekleştiremeyecekleri üretim hacimlerine ulaşılması mümkün olabilecektir. Öte yandan Coase R.H. (1937) tarafından geliştirilen ve firma teorisi olarak da bilinen yaklaşıma göre ekonomideki en önemli işlem maliyeti her seferinde sözleşme yapılması ve bu sözleşmelerin uygulattırılmasıdır. İşte bu nedenle girişimciler de sözleşmelerin uygulattırılmasını kolaylaştırmak amacıyla işlemlerin firma kurumsal yapısı içinde yapılmasına yönelmektedirler, böylece bir yandan işlem maliyetlerini azaltmakta, bir yandan da ortaya çıkabilecek olan güven sorunlarını böylece çözümlenmektedirler.

Şirketleşme olgusu son zamanlarda tartışılan ve bir anlamda gelişme ile arasında yakın ilişki kurulan sosyal sermaye (social capital) kavramıyla alakalandırılmaktadır (Keseljevic A.2006, Carrol M.C. and J.R.Stanfield 2003, Castano M.S. 2007, Nootebom B 2007, Fukuyama F.1995: 10-11, 321, KOSGEB 2005 ve Jordan J.L. and A.B.A Munasib 2006). Nitekim çalışmamızın bu bölümünde ele alınan şirketleşme olgusu da bu yaklaşıma paralel bir şekilde sunulmaya çalışılmıştır. Sosyal sermaye kavramının bireyler ve gruplar arasındaki ilişkilerde iyilik (ahlak), dürüstlük ve sözleşmelerin uygulanması, görevlerin (verilen sözlerin ve sözleşme hükümlerinin) yerine getirilmesi ve ilişkilerde karşılıklılık esaslarını içeren ve işbirliğini geliştiren sosyal ilişki ağları, kolektif davranış normları olarak ele alınmaktadır⁷. Sosyal sermaye bir yandan toplumun unsurları arasında güven unsurunu artırırken, bir yandan da buna paralel olarak hem işbirliğini üst düzeylere çıkarmakta hem de işlem maliyetlerinin azaltılmasını getirmektedir (La Porta ve Diğerleri 1997). Bu süreç ise teknolojinin yayılmasını ve kullanımını genişletmek, fon aktarımını ve dolayısıyla sermaye birikimini kolaylaştırmakta ve nihayetinde ekonomik büyüme ve verimlilik artışlarına yol açmaktadır. Güven duygusunun azalması bir başka açıdan da yatırımcıların menkul kıymetler yerine nakit ve nakit benzeri araçlara yönelmesini getirmektedir ki bu da sermaye birikiminin önünde bir engel olarak değerlendirilebilir (Pirgaip B.2004)

⁷ Sosyal sermaye ve işbirliğinin önemi konusunda Ülgener S. (2006:47-83)'e bakılabilir.

Bu Şirketleşme ile birlikte ortaklara ortaklıklarını simgeleyen hisse senetleri (menkul kıymet) verilmekte ve ortaklarda zaman içinde çeşitli ihtiyaçlarını karşılamak veya yatırım politikaları çerçevesinde başka alanlara veya şirketlere yönelebilmek amacıyla ellerindeki bu hisse senetlerini nakde çevirmek istemektedirler⁸. Hisse senetlerinin niteliği gereği bunların bir başka yatırımcıya/tasarruf sahibine satılması gerekmektedir ki bu da ancak ikinci el piyasalar kanalıyla mümkün olabilecektir⁹.

Ülkemizde şirketleşme olgusu 1980 sonrasında giderek önem kazanmıştır. TÜİK (DİE) verilerinin gittiği 1963 yılından başlayarak 1980 yılına kadar ortalama 4535 şirket kurulurken, 1981–2007 döneminde kurulan (açılan) şirket sayısı ortalama 31847 olmuştur. 2007 yılı sonu itibariyle kurulan şirket sayısı ise 941516'ya ulaşmıştır. Şirketlerin türleri itibariyle geçmişe giden bir inceleme yapılamamışsa da son iki yılda (2006 ve 2007) yeni kurulan şirketlerin %5,5 ve %6,1i anonim, %91,1 ve %91,5 kadarı da limited şirket olarak kurulmuşlardır. Ancak bu noktada ilave edilmesi gereken nokta sayısal olarak limited şirketler büyük çoğunluğu oluştururken, sermaye olarak anonim şirketler daha büyük sermayeye sahiptirler. Halka açık anonim şirketler ise toplam şirket sayısının çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Ocak 2008 itibariyle toplam 592 halka açık şirketin 3342'ünün hisse senetleri borsada işlem görmektedir.

2. Şirketlerin Finansmanı

Büyüme için gerekli yatırımlarının finansmanı veya işletme sermayesinin finansmanı için şirketlerin (firmaların) kullanabilecekleri üç temel finansman kaynağı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ortakların kendilerinin getirdiği ve/veya firmanın kendi faaliyetleri çerçevesinde oluşturduğu oto finansman kaynakları, ikincisi bankalardan temin ettikleri krediler ve üçüncü olarak menkul kıymet ihracı¹⁰ yoluyla sermaye piyasalarından elde ettikleri kredilerdir. Aşağıdaki tabloda TCMB tarafından yayınlanan Sektör Bilançolarından hareketle hesaplanmış olan özel firmaların finansman kaynaklarına bakıldığında banka kredilerinin her halükarda en önemli finansman kaynağı olduğu, ama firmaların ödenmiş sermayelerinin ise banka finansman kaynağı olduğu, ama firmaların ödenmiş sermayelerinin ise banka kredileri boyutuna ulaşmadığı gözlenmektedir¹¹.

Öte yandan ödenmiş sermayenin karşılığında ortaklara hisse senedi çıkarıldığı (TTK gereğince şart değil) menkul kıymet piyasalarının finansman anlamında oldukça önemli boyutlarda kullanıldığı açıktır (Soydemir S.2007). 1990–2004 döneminde TCMB Sektör Bilançoları tablolarına dahil özel kesim firmalarının (anonim şirket, limited, komandit vs.) ödenmiş sermayelerini artırarak (nakit sermaye artırım, emisyon primlerinin sermayeye ilavesi ve YDDAF'nun sermayeye ilavesi) elde ettikleri kaynakların toplamı 45 930 642 Milyar TL'ye ulaşmıştır. Bunun yaklaşık 1/5'i (9.075.839 Milyar TL) ise aynı hisse senetlerinin halka arzı ile sağlanmıştır.

⁸ Hisse senetleri için söz konusu olan bu durum tahvil gibi finansal araçlar içinde söz konusudur. Tahvil gibi borçlanma araçlarının bir vadesi olması onların vade sonunda geri ödenebilmesini getirmektedir. Hâlbuki hisse senetlerinde geri ödeme Türk Ticaret Kanununun 329'uncu maddesinde sayılan özel hükümler dışında söz konusu değildir.

⁹ Bu süreç dolaylı finansman (bankacılık) kesiminde bankalara sürekli gelen yeni mevduatlar ve bankanın nakit yönetimi sayesinde sağlanmaktadır. Bir başka deyişle bankalar mevduat çıkışlarını bir yandan yeni giren mevduatlarla karşılarlarken, diğer yandan da gerek yasal zorunluluklar gerekse banka yönetim ilkeleri çerçevesinde tutmak durumunda oldukları likit varlıklarla karşılamaktadırlar. Böylece mevduat sahibi parasını istediği zaman kullanabilme imkânına sahiptir. Tek bir sorun bankanın mevduat sahibine parasını ödeyip ödeyememesidir. Dolayısıyla mevduat sahibi mevduatının geri ödenip ödenmemesi sorununu (bankacılık sistemine veya bankasına olan güven) çözümlenmesi halinde bankaya mevduat yatırması imkân dâhilindedir.

¹⁰ Menkul Kıymet yoluyla fon temini hisse senedi yoluyla yapılıyorsa temin edilen kaynaklar özkaynaklar içinde yer alacaktır.

¹¹ Ancak şirketlerin enflasyon muhasebesi uygulamasına kadar Yeniden Değerleme Değer Artışı Fonu (YDDAF)'nda biriken kaynakları sermayelerine ilave ettikleri düşünülürse ödenmiş sermaye rakamının (tümünün) nakit olarak ödenmediği ileri sürülebilir. Fakat söz konusu fon nedeniyle de şirketlerin daha düşük vergi verdikleri de dikkatlerden kaçırılmamalıdır.

Tablo 1. Özel Firmalar-Ortalama Pasifi (% Dağılımı)

	Dönem Ortalaması			
	(89-04)	(89-94)	(95-01)	(02-04)
Mali Borçlar	26,2	24,4	28,2	25,2
Banka Kredileri	24,9	22,8	27,6	22,9
Tahvil	0,3	0,6	0,1	0,3
Diğer	0,5	0,4	0,2	1,5
Diğer Borçlar	34,5	37,3	33,4	31,3
Özkaynaklar	33,4	33,2	31,0	39,4
Ödenmiş Sermaye	14,9	15,3	13,4	17,6
Diğer Özkaynaklar	18,5	17,9	17,6	21,8

Kaynak: Soydemir S.(2007)

Şirketlerin finansmanında bankaların rolü, finansal sistemimiz içinde çok önemli boyutlardadır. Bankacılığın çok önemli olmasının çeşitli gerekçeleri sayılabilir¹². Ancak bunlardan bilgi sorununa yönelik olan ile teminat meselesi konumuz açısından son derece önemli olduğundan kısaca üzerinde durulmasını gerektirmektedir. Bankacılığın şirketlerin finansmanında ön plana çıkması konusunda önem taşıyan ilk nokta bankaların kredi verme sürecinde firmadan aldıkları istihbarat, mali tablo ve firma özeline yönelik bilgileri banka dışına çıkarmayacağı beklentisidir. Nitekim bu durum zaten bankacılık mı sermaye piyasası mı tartışmalarının ana noktalarından birisini oluşturmaktadır (Levine R.2004). İkinci nokta ise bankacılığın kredi verirken esas olarak kredinin geri dönüşünü garantilemek istemesi nedeniyle daha çok teminat, kefalet, şahsi kefalet vs. gibi noktalara yoğunlaşmasıdır (Soydemir S.1994)¹³. Bahsetmeye çalıştığımız iki unsur firmanın kendisine mahsus bilgilerin kamuoyunca bilinmesi ihtimalini ortadan kaldırmakta, daha da öte de muhasebe standartları gibi uygulamaların ön plana çıkmasını desteklememektedir.

Hâlbuki sermaye piyasalarından fon temininin esasını ise kamunun aydınlatılması oluşturmaktadır¹⁴. Böylece potansiyel yatırımcılar ile şirket arasında var olan çarpık bilgi sorunlarını azaltmak amacıyla yatırımcılara yatırım kararlarını vermelerine yardımcı olacak bilginin tam ve doğru olarak şirkete ilişkin gerekli bilgilerin potansiyel yatırımcılara izahname, sirküler ve özel hallerin halka duyurulması yöntemleriyle sunulması amaçlanmaktadır¹⁵. Halka satılacak olan menkul kıymetlerin düzenleyici otoriteler (Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu-SPK) tarafından kayda alınması zorunluluğunun temelinde de kamunun aydınlatılmasının sağlanması yatmaktadır.

Halka açılma ve bu süreç içinde kamunun aydınlatılması iktisat, finans ve hukuk yazınında konunun ilk düzenlemelerde yer aldığı 1930lardan beri sürekli tartışma konusu olagelmıştır (Guttentag M.D.2004). Şirketler halka açılma ile sermaye maliyetlerini düşürme, özsermaye yapılarını

¹² Kredi alma kolaylığı, bankalarla olan ortaklık ilişkileri, başka ödeme ilişkileri, açık hesaplar, kredi alımında verilen bilgilerin banka içinde kalması bunlardan bazılarıdır.

¹³ Bankaların web sayfalarından kredi koşullarına bakıldığında genel olarak ortak noktalardan birisini teminat, ipotek, kefalet, rehin ve “bankamız genel kredi uygulamalarında geçerli teminatlar” gibi kredinin geri dönüşünü garantileyecek tedbirler oluşturmaktadır. Bankaların web sayfalarında özellikle KOBİlere yönelik krediler konusu araştırıldığında sıkça karşılaşılan cümle “bankamız genel kredi uygulamalarında geçerli olarak kabul edilen teminatlar”dır (www.yapikredi.com.tr).

¹⁴ Anonim ortaklıkların halka açılması, açılma süreçleri ve halka açılarak toplanan kaynaklar ile ilgili olarak Akbulak S. 2007 ve Sancak i.E.1999’a bakılabilir.

¹⁵ Halka açılan anonim ortaklıkların uymakla yükümlü oldukları çeşitli kurallar Sermaye Piyasası Kanununda ve Sermaye Piyasası Kurulu tebliğlerinde belirlenmiştir. Özellikle hisse senetleri borsalarda işlem gören anonim ortaklıkların edenlerin yerine getirmek zorunda oldukları yükümlülükleri

- Temettü Dağıtım zorunluluğu
- Özel Durumların halka duyurulması
- Mali Tablo ve Yıllık Raporların (UFRS’ye uyum) Hazırlanması, halka açıklanması ve Bağımsız Denetim
- Çağrıda Bulunma
- Kurumsal Yönetişim
- Örtülü Kazanç Aktarım Yasağı
- Esas sözleşme değişikliklerinde SPK’dan uygun görüş alma şeklinde özetlenebilir.

güçlendirme, eski ve büyük ortakların (veya kurucuların) paylarını satarak şirketten ayrılmalarını¹⁶, şirketin ortaklık yapısının genişletilmesi, özellikle yükselen piyasalarda artan hisse senedi fiyatlarından yararlanılması imkânlarını sağlamaktadır (Braun J.C. and S.E.Fawcett 2006, Ang J.S. and J.C.Braun 2002 ve Marra T. And J.Suijs 2004).

Kamunun aydınlatılması¹⁷ konusu şirketlere, ekonomiye sağladığı avantajlar ve dezavantajlar (maliyetler) nedeniyle çeşitli tartışmalara konu olmuştur. Bu tartışmalarda ele alınan konular şu başlıklar altında ele alınabilir (Guttentag M.D.2004 ve Marra T. And J.Suijs 2004).

1. Kamunun Aydınlatılmasının firmaya getirdiği avantajlar arasında;

a. Yönetim ile sahipliğin ayrılmasının yarattığı temsilcilik maliyetlerini sahiplere (potansiyel ortaklara ve yönetimde söz sahibi olmayan ortaklara) yöneticileri denetleyecek ve gözetilecek bilgileri sunarak azaltması

b. Şirketin başka yatırımcılar tarafından ele geçirilmesi için gerekli olan bilgilerin piyasaya arz edilmesi nedeniyle şirket kontrol piyasasının pozitif etkisini getirmesi¹⁸

c. Hisse senedi fiyatlarının sağlanan bilginin doğruluğu ile daha doğru yapılabiliyor olması ve aynı şekilde şirket hakkındaki bilgilerin yeterliği kapsamında borç verecek olanların risk değerlendirmelerini azaltmaları neticesinde borçlanma (ve daha da geniş olarak sermayenin) maliyetlerinin aşağı çekilmesi sayılabilmektedir.

2. Kamunun aydınlatılması süreci, firmadan çok diğer ekonomik birimlere de çeşitli faydalar sağlamaktadır. Bunlar arasında;

a. Firmanın açıkladığı bilgiler neticesinde o firma ile rekabet eden firmaların başka türlü ulaşamayacakları bilgilere ulaşabilmesi¹⁹ ve böylece açıklamada bulunan firmanın rekabet avantajlarını yitirmesi,

b. Yatırımcılara sağlanan bilginin neticesinde tüm ekonomide kaynak dağılımının daha olumlu yönde etkilenmesi,

c. Uyulan kurallar ve açıklanan bilgilerden vergi otoritelerinin de yararlanması ve

d. Çeşitli şekillerde başka firma ve girişimcilere ve tüketicilerin refahını artırıcı dışsallıkların yaratılması sayılmaktadır.

3. Açıklamada bulunan firmanın taşıdığı maliyetler olarak da;

a. Bilgi üretilmesi, denetimi ve yayılması,

b. Üretilen bilginin yayınlanması ve rekabet kapasitesinin zayıflaması

c. Özellikle piyasanın yapısına göre oligopolcü firmaların oligopolistik güçlerini yitirmeleri tartışmaların yoğunlaştığı konular arasında yer almaktadır.

Yukarıda ele aldığımız avantaj ve dezavantajlar halka açılmak isteyen firmaların değerlendirdikleri unsurlar olarak gündeme gelmektedir. Söz konusu etmenler pek çok halde firmaların halka açılmasını olumsuz yönde etkilemekte hatta finansmanlarında daha çok bankacılığa yönelmelerini getirmektedir.

¹⁶ Eski ortakların piyasalardaki yükselişlerden yararlanarak şirketten ayrılmaları ve paylarını risk (girişim) sermayesi uygulamaları çerçevesinde de ele alınabilir.

¹⁷ Kamunun aydınlatılması süreci kurumsal yönetişimin (corporate governance) ana noktalarındandır. 2000li yıllara doğru dünya ticaret hacminin ve uluslar arası fon akımlarının artması, söz konusu işlemlerde güven ortamının geliştirilmesine yönelik düzenlemelerin yapılmasını ve yerel düzenlemelerin uluslararası düzenlemelerle uyumlaştırılmasını gündeme gelmiştir (OECD 1996). Bu süreç içinde ortakların hak ve yararlarının iyileştirilmesi, ortakların eşit işleme tabi tutulmaları diğer menfaat sahiplerinin rolünün ortaya konması, kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması ve nihayetinde şirketlerin yönetiminden sorumlu yönetim kurumlarının sorumluluklarının net olarak belirlenmesi (Shleifer A. Ve R.Vishny 1997 ve Aslantaş Ş. ve R.Eser 2006) hususları arasında uluslar arası paralellikler oluşturmak amacıyla "Kurumsal Yönetişim" (corporate governance) ilkeleri SPK tarafından belirlenmiştir.

¹⁸ Ancak bu nokta şirket sermayesindeki kontrolün büyük paylarla değil küçük paylarla yapılabildiği yapıları içerdiğine işaret edilmesi gereklidir. Aksi halde şirketin oy haklarının %60-70'inin bir aile tarafından kontrol edildiği ortamlarda bu mekanizmanın çalışması oldukça güç olacaktır.

¹⁹ Bu noktada ticari sır niteliğini taşıyan konularda çeşitli istisnalar tanınmaktadır.

Bu genel yaklaşım, SPK'nın 1996 yılında yaptığı Şirketler Kesimi Finansal Eğilimler Anketi kapsamında da gündeme gelmiştir (Erkan N. Ve B.Temir 1998). Ankette yer alan tablolardan halka açık olmayan şirketlerin halka açılmama nedeni olarak ilk üç sırada gösteren şirketlerin sayısı ve toplam içindeki ortalamaları hesaplanarak aşağıda (Tablo:2) verilmiştir. Bu kapsamda bakıldığında ihtiyaç duyulmaması yanında karar alma güçlüğü, kanuna tabi olma ve kar dağıtım zorunluluğu önem taşımaktadır.

Kanuna tabi olma sorusunun daha açık halde sorulması halinde cevapları daha sağlıklı bir şekilde analiz edilebileceği açıktır. Ancak yukarıdaki nedenlerin yanında kayıt dışılık veya rakiplerin kayıt dışı kalmasının getirdiği dezavantajlardan kurtulma da sayılmalıdır²⁰.

Sonuç olarak halka açılma ve aydınlatma yukarıda ele aldığımız etmenler nedeniyle hala beklendiği kadar önemli bir düzeye ulaşamamıştır. 1990 yılından 2007 yılı sonuna kadar 313 şirket halka açılma yoluyla finansman temini yoluna gitmiş ve bu kapsamda toplam 10,7 milyar YTL (12,2 milyar ABD Doları) fon temin etmiştir (Akbulak S.2007 ve www.imkb.gov.tr'den hesaplama). Ancak vurgulanması gereken bir nokta halka açılma başına toplanan fonun 1990-2000 dönemi ile 2001-2007 döneminde ciddi boyutlarda artarak 12,9 milyon dolardan 107,2 milyona çıkmıştır.

Tablo 2. Şirketlerin Halka Açılmama Nedenleri

	Verilen Öneme Göre			
	1	2	3	İlk üç (%)
İhtiyaç Duyulmaması	1110	64	27	40,9
Kar Dağıtım Zorunluluğu	31	187	84	10,3
Karar Alma Güçlüğü	41	281	188	17,4
Kanuna Tabi Olma	18	68	106	6,5
Maliyetli Olması	10	62	116	6,4
Şirketin Kontrolünün Kaybı	79	130	135	11,7
Borsada Hisse Fiyatının Gerçeği Yansıtılmaması	29	64	108	6,8

3. Borsalar ve Fonksiyonları

Yatırımcılar doğrudan finansman yönteminde kullanılan finansal araçları birinci el piyasalarda (Fon ihtiyacı içinde şirketlerin tasarruf sahibine arz ederek fon topladıkları) aldıktan sonra herhangi bir nedenden dolayı satmak istediklerinde bu aracı almak isteyen bir başka tasarruf sahibini (yatırımcıyı) bulmaları gerekmektedir. Satın alınmış bir menkul kıymetin elden çıkarılması ancak ikinci el piyasalar kanalıyla yapılabilmektedir.

Şirket finansman ihtiyaçlarını (tümünü veya bir kısmını) borçlanma aracı (tahvil, finansman bonusu vb menkul kıymet) çıkararak temin ettiği kaynakları belli bir süre kullanarak (işletme veya yatırım sermayesi olarak) bir gelir elde etmeyi ve nihayetinde de elde ettiği gelirden borçlarını ödemeyi planlayacaktır. Ancak menkul kıymetin vadesi içinde şirketin ihraç ettiği menkul kıymetleri satın alanların gelerek geri ödeme talep etmeleri halinde şirketlerin planlama ve üretim yapmaları mümkün olmayacaktır. Bu nedenle borçlanma araçlarına sahip olanların söz konusu kıymetleri vadesinden önce nakde çevirebilmeleri için bir başka alıcıyı bulmaları gerekmektedir. Benzeri şekilde söz konusu araçların hisse senedi olması halinde de aynı yaklaşım söz konusu olmaktadır. Hisse senetlerinin esas özelliği sahibine şirkete karşı ortaklık hakkı vermesi ve hisse senetlerinin belli koşullar dışında şirket

²⁰ Bu konuda yazılı veya ankete dayalı bir sonuca ulaşamamıştır. Fakat yazarın ilgililerle çeşitli şehirlerde yaptığı sermaye piyasalarını toplantılarında söz konusu neden çeşitli kereler açıkça ifade edilmiştir.

tarafından geri alımının mümkün olmaması nedeniyle ortağın bunu elden çıkarması, nakde çevirebilmesi ancak ve ancak bir başka alıcı bulması halinde mümkün olabilmektedir. İşte bu piyasalar ikinci el piyasalardır²¹.

Bu şekilde araçların alınıp satıldığı organize yerler olarak ise akla ilk olarak borsalar gelmektedir. Borsalar özellikle hisse senedi piyasaları, bu nitelikleri nedeniyle finansal araçların en basit türünü oluşturmaktadır. Bankalar fon fazlalarını tasarruf sahiplerinden fon açığı olanlara kredi gibi mekanizmalarla aktarırken borsaların bu kapsamdaki fonksiyonları ise işleme konu olan kıymetin mülkiyetinin el değiştirmesine olanak tanımak olmaktadır (Stoll H.R.2006, Anderson A.M. and E.A.Dyl 2007). Nitekim tarihsel olarak da bakıldığında borsalar (New York ve Osmanlı İmparatorluğu'nda²²) halka satılmış olan tahvillerin tasarruf sahipleri arasında alınıp satılması (el değiştirme) sürecinde birilerinin bu işlemlere aracılık etmeleriyle para kazanmaya başlaması ve ardından da bu işlemlerin belli bir düzene kavuşturulmasıyla gündeme gelmiştir²³. Ama bu arada son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmelerin yarattığı yeni alım satım mekanizmalarının da bu kapsama girip girmeyeceği tartışmalara konu olmaktadır (Güngör A.İ. 2004).

Borsaların tanımı aslında zaman içinde hem değişmekte hem de giderek zorlaşmaktadır. Bunun açık bir örneği ise Amerika'dan verilmektedir. 1934 tarihli Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunu'na göre "... bir pazar yeri, menkul kıymet alıcı ve satıcılarını bir araya getiren araçları oluşturan, idare eden ya da sağlayan... organizasyon veya birlik..." olarak tanımlanırken, Securities Exchange Commission (SEC-Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu) borsa kapsamını biraz daha genişletmiştir. SEC'ye göre "çok sayıda alıcı ve satıcının emirlerini bir araya getiren ve bu emirlerin birbirini etkilediği, emirleri veren alıcı ve satıcıların alım satım şartlarında anlaşığı, yerleşmiş, tekdüze yöntemler kullanan organizasyon, birlik ya da kişilerden oluşmuş grup borsa" olarak tanımlanmaktadır (Güngör 2004). Bu tanım çerçevesinde borsa;

- Çok sayıda alıcı ve satıcının emirlerinin bir araya geldiği,
- Emirlerin birbirini etkilediği,
- Alıcı ve satıcıların yaptıkları işlemlerde koşullarda anlaşmış oldukları,
- Alım satım sürecinde önceden belirlenmiş tekdüze yöntemler kullandıkları geniş anlamda bir organizasyondur.

Bilgi işleme ve haberleşme teknolojilerindeki gelişmeler ise alım satım işlemlerinin bir mekâna bağlı borsalar dışında da yapılabilmesini getirmiştir.

Türkiye sermaye piyasalarında borsa tanımlaması Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki KHK'de ve SPKn'un 40ıncı maddesinde yer almaktadır. Kanuna göre sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, " özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının (SPA) güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır. Yasadaki tanıma bakıldığında mekânı çağrıştıran herhangi bir unsur yoktur. Tanımlama daha çok fonksiyonlarına ve kurumsal yapılarına yönelik yapılmıştır.

Tanımda fonksiyonlara yönelik olarak iki temel nokta öne çıkmaktadır:

1. SPA'nın "güven ve istikrar" içinde rekabet şartları altında alınıp satılması

²¹ Bu noktada vurgulanması gereken bir önemli husus birinci el piyasalar ile ikinci el piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşimidir. Her iki piyasa da bir birinden etkilenmektedir. Gelişen ve talebin sürekli olarak arttığı ikinci el piyasalar birinci el piyasalarda halka arzları tetiklemektedir. Şirketler hisse senetlerini kolayca halka arz edebileceklerini düşünerek halka açılmak istemektedirler. Tasarruf sahipleri de satın alacakları senetleri ihtiyaç duymaları halinde kolayca elden çıkarabileceklerine olan güvenleri çerçevesinde halka arzlarda daha kolaylıkla satın alabilmektedirler. Doğal olarak yatırımcılar, gerektiği zaman satamayacakları kıymetlere yatırım yapmak istemeyeceklerdir.

²² Osmanlı borçlanma senetlerinin tasarruf sahipleri (bankerler, yerli ve yabancı yatırımcılar) arasında alınıp satılması ve bunun bir mekânda (Konsolid Han) yapılmaya başlamasıyla birlikte bir borsa teşekkül etmiş ve 1871 yılında da Dersaadet tahvilat Borsası Nizamnamesi ile borsa yarı resmi bir örgüt haline getirilmiştir (Kazgan H. ve Diğerleri 1999:364-370).

²³ Hollanda'da ise gemiciliğe yönelik olarak başlamış olan şirketleşmenin sonucunda oluşmuştur.

2. “Oluşan fiyatların” tespit ve ilan edilmesi

Tanımın kurumsal yönüne ilişkin olarak da “kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlardır”. Bu durumda borsalar birer kamu kuruluşu niteliğinde olacaktır, bu kavram onlara şirket olarak da örgütlenebilme imkânı tanımaktadır.

Borsalara yönelik tanımlamalar içinde yukarıda Türkiye’deki yasal tanımlama çerçevesinde ele aldığımız fonksiyonel tanımlamaya göre borsaların üç temel işlevleri vardır (Güngör A.İ.2004):

1. Menkul Kıymet işlemlerinin gerçekleşmesini sağlayacak bir sistemin oluşturulması,
2. Tüm katılımcılara (alıcı, satıcı, aracı) yönelik düzenlemelerin yapılması,
3. İşleme konu olacak menkul kıymetlerin tek tek seçilmesi açısından kote edilmesi sayılmalıdır.

Yukarıdaki tanımlamalar içinde borsalar, kurumsal yapılarıyla değil fonksiyonlarıyla tanımlanmaktadır. Tanımlanan fonksiyonları ifa eden yapılar organizasyonlar veya gruplar borsa tanımı içine sokulabilir bir hale gelmektedir.

İkinci bir tanımlama ise borsa kavramına daha esnek olarak yaklaşmaktadır. Bu yaklaşıma göre kesin ve belirleyici bir tanımlama yerine daha esnek, düzenleyici otoritelerin farklı durumlara cevap verebilmeleri imkânı tanımaktadır. Ancak bu yaklaşım (fuzzy logic) bazı hallerde borsalar arasındaki rekabeti engelleyebilecektir (Güngör A.İ. 2004).

Teknolojik gelişmeler borsa yapılanmalarını, organizasyonlarını veya daha geniş anlamda işlem mekanizmalarını hızlı ve derinden değiştirmiştir²⁴. Üstelik bu değişim esnasında da işlem maliyetlerinin oldukça aşağılara çekilmesine neden olmuştur. Alternative Trading Systems (ATS- Alternatif İşlem Sistemleri) olarak tanımlanan bu yapılanmalarla geleneksel borsaların piyasa oluşturma fonksiyonları ile ciddi boyutlarda rekabet eden yeni sistemler gündeme gelmiştir. Daha çok ABD faaliyet gösteren bu sistemler emir toplamakta, emirleri karşılaştırmakta ve gerekirse borsalara yönlendirmektedir. ATS’lere borsa veya broker-dealer olarak kayıt yaptıırma hakkı belirlenmiş ve işlem ve faaliyetleri için kurallar SEC tarafından (Regulation ATS) belirlenmiştir.

Yukarıdaki tartışmalardan hareketle borsaların fonksiyonları şu başlıklar altında özetlenebilir.

1. Likidite fonksiyonu: Likidite fonksiyonu içine bir biriyle ilişkili emirlerin merkezileşmesi ve fiyat oluşumun sağlanması fonksiyonlarını da eklemek gerekmektedir. Likiditeyi satılmak istenen malın değerinden çok kaybetmeden nakde çevirebilme imkânı olarak tanımladığımızda, kavramın gerçek anlamına ulaşabilmesi için mekanizmanın fiyat oluşturma fonksiyonunun da olmasını zorunlu kılmaktadır. Çünkü değerinden çok fazla kaybetmeden satılabilmesi için alıcı ve satıcının üzerinde anlaşacakları bir fiyatın olması gerekmektedir. Bu da ancak ve ancak fiyat oluşum mekanizmasının çalışması ile mümkündür.

Fiyat oluşum mekanizmasının düzgün/sağlıklı işleyebilmesi için ise öncelikle o maldan alıcı ve satıcıların tümünün bir araya gelmesi gerekmektedir. Çünkü bir mal üzerinde ne kadar çok alıcı ve satıcı bir araya gelirse (piyasanın derinliği) oluşan fiyat o kadar çok beklentinin yansımaları içerecektir. Aksi halde sadece birkaç alıcı ve satıcının bir araya gelmesiyle oluşan fiyatlar ise sadece o birkaç kişinin beklentilerini yansıtabilir. Bir kaç kişinin alıcı veya satıcı olduğu menkul kıymetlerin fiyatlarının kaynakları görece karşısındakinden fazla olanların fiyatı belirleyecekleri açıktır²⁵.

²⁴ Bu değişikliklerin ana unsurunu artık herhangi bir coğrafik mekâna ihtiyaç duyulmaması oluşturmaktadır. Özellikle batılı ülkelerde gelişen elektronik iletişim networkleri (ECN) sayesinde emirlerin iletimi, yönlendirilmesi, gerçekleştirilmesi, takası ve işlemin gerçekleştirildiğine dair geri bildirim herhangi bir insanın yardımına ihtiyaç duymadan elektronik ortamlarda yapılabilmektedir. Bu gelişme nihayetinde borsa üyelerine olan ihtiyacı azaltmakta, onların en azından bir kısım rollerinin elektronik networkler tarafından yerine getirilmesine yol açmaktadır. Örneğin Archipelago ve Instinet bu tür yapılanmaların (şirket) en önemlilerindendir (Stoll H.R.2006). New York Borsası NASDAQ ile olan rekabetinde şirketleşerek Archipelago ile birleşmeyi planlarken, NASDAQ da Instinet ile birleşme çalışmalarını sürdürmektedir (Kasım 2006).

²⁵ Manipülasyon gibi piyasaların adil işleminin önüne geçen uygulamaların daha çok alıcı ve satıcının az olduğu senetler üzerinde yoğunlaştığı da hatırlanmalıdır. Bir başka açıdan da tam rekabetçi piyasa tanımlaması çerçevesinde konuya yaklaşıldığında çok sayıda alıcı ve satıcı vardır ki bunlardan biri fiyatları etkileyememektedir.

Dolayısıyla likidite fonksiyonu bir yandan fiyat oluşumunu bir yandan da emirlerin bir araya getirilmesi/merkezleştirilmesi²⁶ fonksiyonlarını içermektedir.

Öte yandan tasarruf sahibinin yatırımını gerektiği anda likidite ederek nakde geçebilmesi de ancak bu fonksiyonun sağlıklı çalışması ile mümkün olabilmektedir. Aksi halde tasarruf sahibinin istediği anda nakde geçme imkânlarının kısıtlı olması durumunda fonlarının kullanımını (borç olarak veya ortaklık hakkı olarak) bir başkasına bırakmasını beklememek gerekmektedir. Nitekim Tablo 3'den İMKB'ye ilişkin Ulusal Pazar işlem hacmi ve Ulusal 100 endeksi değerleriyle halka açılan şirketlerin halka açılarak topladıkları fonlar arasında bir paralellik izlenebilecektir.

Tablo 3. İMKB'ye İlişkin Bazı Veriler

	U. Pazar	Endeks	H.Açılma	Borsada HS İşlem Gören Şirket Sayıları (Adet)				
	Milyon YTL	U=100*	Milyon Ytl.	Kotta Bulunan ²⁷	U.Paz	2.U.Paz.	Y.Eko	Göz Altı
1990	15	40,2	2,6	916	110			
1991	35	37,5	0,9	1092	134			
1992	56	39,9	0,6	1238	145			
1993	255	112,3	1,8	1284	160			
1994	651	210,8	7,7	1204	176			
1995	2.372	417,2	10,7	922	193	12		
1996	2.941	704,3	14,7	788	213	11	1	3
1997	8.907	2.117,6	63,6	743	244	7	2	5
1998	17.851	3.224,7	94,3	686	262	7	1	7
1999	36.390	6.125,5	46,5	319	256	10	1	18
2000	110.056	14.044,6	1720,6	287	287	13	-	15
2001	92.542	10.386,3	0,4	278	279	13	-	18
2002	105.149	10.814,2	76,6	262	262	14	-	12
2003	145.489	12.507,8	18,4	265	264	16	-	5
2004	206.658	20.110,1	713,9	275	274	17	1	5
2005	263.656	30.063,1	2362,1	282	282	16	2	4
2006	314.894	40.010,9	1239,7	291	290	15	3	8
2007	375.624	49.155,8	4364,1	292	292	14	3	10

(*) Ay sonları kapanış değerlerinin yıllık ortalamaları

Kaynak: www.imkb.gov.tr

2. Kotasyon İmkânı: Her borsa kendine göre kotasyon kuralları getirmektedir. Kotasyon kuralları ile hangi şirketlerin hangi kıymetlerinin o borsada alım satıma konu edileceğinin koşulları belirlenmektedir.

Her borsanın kendisinin pazarlarında işlem görecektir senetlere ilişkin sayısal ve niteliksel bazı koşulları vardır (Güngör A.İ.2004).

Sayısal koşullar;

- En az sermaye,
- Halka açıklık oranı,
- Çalışan sayısı,
- Ortak sayısı,
- En az kar miktarı,
- Son birkaç yıldaki kar edilmiş olması,
- Faaliyette bulunulan yıl sayısı olarak özetlenebilir.

²⁶ Merkezileşme kavramını hem coğrafik olarak hem de zamansal boyutlarda ele almak gerekir. Bilgisayarlı sistemler coğrafik boyutun giderek genişlemesine yol açmıştır. Artık emirlerin fiziksel olarak tek bir noktaya gelmesine gerek yoktur. Ona ilişkin bilgilerin gelmesi yeterlidir. Zaman boyutu ise emirlerin aynı anda buluşmalarını tanımlamaktadır. Zaten borsaların emir karşılaştırma mekanizmaları içinde zaman öncelikleri de bu hususu içermektedir. Öte yandan işlem saatleri diye ilan edilen mekanizma da bu kapsamdadır.

²⁷ Kotta bulunan şirket sayılarının bir dönemler 1000'lerin üzerinde iken daha sonra gerçek rakamlara inmesinin temelinde vergi kanunları gereğince kote edilmiş şirketlerin zaman içinde borsadan çıkmaları nedeniyle azalma söz konusu olmuştur.

Niteliksel koşullar ise

- Şirketin muhasebe standartlarına uyumu,
- Alım satıma konu olacak hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici hükümlerin olmaması,
- Her hissenin oy hakkı olması şeklindedir.

Bunlar dışında şirketlerin hisse senetlerini borsalarda kote ettikten sonra uymaları gereken bir anlamda sürdürme koşulları vardır ki bunların başında kamunun sürekli aydınlatılması gelmektedir. Kamunun aydınlatılması (mali tabloların yayınlanması dâhil) hem genel olarak ve belli aralıklarla yapılmak hem de özel durumların ortaya çıkması halinde o durumun ortaya çıkmasında yapılmak durumundadır. Kamunun aydınlatılması ilkesi ile hisse senetlerine yatırım yapan (veya yapacak olan) tasarruf sahiplerinin o hisse senedine yatırım yapıp yapmamasına karar vermesi için gerekli olan bilginin “tam, doğru ve zamanında” üretilmesi ve halka sunulmasını içermektedir²⁸.

Bir şirketin menkul kıymetlerinin herhangi bir borsada kote edilerek işlemlere konu edilmesi o şirketin kıymetlerinin alım satıma konu edilebilecek belli standartları sağladığını işaret etmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar bu şirketlerin hisse senetlerini alım satıma konu edebilmek amacıyla yeterli bilgiye sahiptirler veya sahip olabileceklerdir. Ancak son zamanlarda ATS’lerden gelen rekabet koşulları kotasyon koşullarında kimi yumuşamalara yol açmıştır.

3. İşlem Kuralları: Borsalarda alım satım işlemlerinin nasıl yapılacağı, fiyatların oluşturulma ve açıklanması süreçleri, kotasyon kuralları, üyeliğe girişi ve sürdürme yöntemleri ve üyelerin sahip olmakla yükümlü oldukları imkânlar gibi bir borsanın düzenli işlemesi için gerekli kurallar önceden belirlenip ilan edilmektedir. Bu şekilde belirlenen oyunun kurları tüm katılımcıların nasıl çalışacaklarını açıklığa kavuşturmuştur. Dolayısıyla borsada işlemlerin belli bir süreçten geçmiş üyeler kanalıyla belli kurallar çerçevesinde yapıyor olması sisteme belli bir düzen ve şeffaflık sağlamaktadır. Borsaların yönetmelikleri bu amaçlara cevap veren bir niteliktedir. Örneğin New York borsasının 24 broker’ın 1792 yılında büyük bir çınar ağacının (buttonwood) altında buluşarak işlemlere başlamaları ve ardından da bu süreci belli kurallara bağlamak amacıyla kendi aralarında bir anlaşma imzalamaları²⁹ bu kapsamda değerlendirilebilir (Stoll H.R.2006). Aynı şekilde 19 Kasım 1871 tarihinde yayınlanan Dersaadet Tahvilat Borsası Nizamnamesi ile borsa bir yandan yarı resmi hale gelmiş bir yandan da işlem kurallarına kavuşmuştur (Kazgan H. ve Diğerleri 1999:364–370).

4. Gözetim ve Denetim: Borsalarda gerçekleştirilen işlemlerin düzenli, kurallara uygun ve şeffaf bir şekilde yapılmasının temini açısından hem işlemlerin hem de işlemleri gerçekleştiren üyelerin çalışmalarının gözetimi ve denetlenmesi gerekmektedir. Borsa tipi organizasyonlarda (diğerlerinde de) bu türden denetim ve gözetimler yapılmaktadır. Bu uygulamalar ile borsaların güvenilirliğinin sağlanması amaçlanmaktadır. Düzen ve güvenilirlik sağlanmadığı takdirde yatırımcılar ya uzak kalmakta ya da bu belirsizlikleri iskonto etmektedirler. Sonuç ise işlem maliyetlerinin giderek artması ve fiyatların olduğundan veya olması gerektiğinden sapmalı olarak belirlenmesidir ki, bu da ikinci el piyasaların etkinliğini olumsuz yönde etkileyecek bir etmendir.

5. Takas İşlemleri: Her gün milyonlarca hissenin el değiştirdiği borsaların düzgün işlemesinin ortada görünmeyen ama en önemli unsurlarından birisi de takas işlemleridir. Takas işlemleri ise alım satıma konu olan kıymetler ile karşılığında ödenen paraların karışıklığa ve anlaşmazlığa meydan vermeden yapılmasıdır. Böylece alan taraf ile satan taraf herhangi bir karışıklığa düşmeden işlemlerini

²⁸ Kamunun aydınlatılması ilkesi aslında birinci el piyasalarda şirketler tarafından şirketlerine sermaye temin etmek amacıyla hisse senetlerini halka arz ederken kullanılmaktadır. Şirket bir kere halka açılırken, halka açıldıktan sonra veya halka açık anonim ortaklık niteliğini kazandıktan sonra kamunun aydınlatılması ilkesine sıkı sıkıya bağlı kalmak zorundadır. Aksi halde yatırımcılara (hisse senedine yatırım yaparak o şirkete kaynak aktarmış olan hissedarlara (veya tahvil sahiplerine) eksik, yanlış veya tam olmayan bilgi aktararak onların yanıltılmasına yol açacaktır. Bu durum yasal olarak suçtur.

²⁹ Çınarın altında toplanan komisyoncuların (broker) daha sonra bir kahveye geçmeleriyle de bir mekânda işlemlerine devam etmeye başlamışlardır. New York Borsasının kurulması bu şekilde baştan itibaren üyelerin oluşturduğu ve sadece üyelerin işlem yapabildiği bir organizasyon olarak düzenlenmiştir. Her üye borsada işlem yapabilmesi için bir sandalye alması gerekmektedir. İşlemler belirlenmiş bölüme emirlerin elle taşınması sayesinde gerçekleştirilmektedir. Yukarıda “denizcilik ve şirketleşme” başlığı altında verilen örnekte yaşanan gelişmeler Amsterdam Borsasının kuruluşunu getirmiştir.

tamamlayabileceklerdir. İşlemlerin bu şekilde sonuçlandırılmaması sistemin güvenilirliğini ve işlevselliğini yok edecektir.

Sadece sözleşme sayılarına bakıldığında konunun önemi daha iyi tartışılabilir. Ortalama sözleşme sayısı sürekli artarak 2007 yılında günlük ortalama olarak 192 bin âdete ulaşmıştır (www.imkb.gov.tr). Sözleşmelerin çift taraflı olduğu düşünülürse bu sayıların iki katı kadar emir eşleştirmesi yapılmaktadır. Bu kadar emrin karmaşaya imkân vermeden yapılması ise sistemlerin düzgün işleyen bir takas sistemine sahip olmalarına bağlıdır. Bazı borsalar bu fonksiyonu kendi bünyelerinde oluşturdukları mekanizma ile çözümlerken bazıları ise borsalar dışında yapılanmalar ile çözümlenmektedirler. Teknolojik gelişmeler hayatın başka alanlarında olduğu gibi menkul kıymetler alanında da takasın sağlıklı yapılmasına imkân verecek şekilde yeni süreçlerin ve yapıların oluşturulmasına imkân tanımıştır.

Nitekim İMKB'nin faaliyete başladığı ilk yıllarda 1985–1988 döneminde hisse senedi alım-satım işlemlerine ilişkin teslim yükümlülükleri, piyasa katılımcıları tarafından Borsa dışında gerçekleştirilmekte iken 1988 yılında İMKB bünyesinde kurulan Takas ve Saklama Müdürlüğü kanalıyla Borsa bünyesinde yapılmaya başlanmıştır. 1992 yılı başından itibaren ise takas ve saklama görevi İMKB ve üyelerinin ortaklığı ile kurulan İ.M.K.B. Takas ve Saklama A.Ş.'ye verilmiştir. Söz konusu şirket 1995 yılında yatırım bankasına dönüştürülmüş ve Takasbank olarak 1996 yılı başından itibaren faaliyetlerine devam etmiştir (www.takasbank.com.tr)

4. KOBİ'ler ve Basel II

4.1. Genel Olarak

KOBİ tanımlaması ülkeden ülkeye değiştiği gibi ülke içinde tanımlayan kurumun niteliğine göre de değişebilmektedir. Tanımlamalarda dikkati çeken unsurların başında esas olarak çalışan sayısı, sermayenin büyüklüğü, satış hacmi gibi değerler ön plana çıkmaktadır (Erkumay M.A.2000). Bazı tanımlamalarda bu kısıtlara ayrıca ilgili firmaların bağımsız olması kısıdı da getirilmektedir. Örneğin AB tanımlamalarında çalışan sayısı 250'den az olan, yıllık satış hacminin 50 milyon Euro'dan az olması ve bilançosunun aktif toplamının 43 milyon Euro'dan az olması ve bağımsız olması yer almaktadır (Yüksel A.2005). Ülkemizde de KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli Sanayiye Geliştirme Başkanlığı), Halkbank, Eximbank, Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı, TÜİK, DPT ve KGF (Kredi Garanti Fonu) tanımlamalarında çalışan sayısı esas alınmakla beraber sabit yatırım tutarları da tanımlamaya dâhil edilmiştir. Bu tanımlamalarda çalışan sayısı 100,150, 200 ve 250 olarak belirlenmiştir (Yüksel A.2005).

KOBİ'lerin ülke ekonomisi anlamındaki faydaları ise istihdamda çok büyük payı oluşturma, üretimde ciddi boyutlarda yer alma ve hatta ihracattaki katkıları sayılmaktadır (Erkumay A. 2000 ve Yüksel 2005). Ancak bunlara girişimcilik olarak sosyal sermaye anlamında da küçük boyutlu olarak işe başlayarak daha sonra belli bir pazar payı oluşturarak büyük şirketler grubuna ve hatta dünya ölçeğinde faaliyet gösterebilme gibi katkılarda eklenmelidir.

KOBİ'lerin sorunları arasında daha çok finansal sorunlar sayılmaktadır. Finansman sorunlarının çözümünde ise kamunun desteğinden, kredilerine garantiden, vergi teşviklerinden ve nihayetinde özsermaye (hisse senedi) temini için sermaye piyasalarından yararlanmaya kadar çeşitli mekanizmalar geliştirilmektedir. Bunlardan birincisi girişim sermayesi (venture capital-risk sermayesi) olarak ön planda yer almaktadır.

İkinci olarak ise özellikle KOBİ niteliğindeki firmaların doğrudan sermaye piyasalarından fon toplamaya çalışmalarıdır (Soydemir S.1994 ve OECD ve İMKB 2005). Hisse senetlerinin halka satışında likiditenin önemi açısından KOBİ'lere yönelik borsaların veya işlem piyasalarının gündeme gelmesi onların finansmanı açısından son derece önemlidir. Aksi halde sürekli ve likit bir piyasanın oluşturulamaması halinde halka açılma sorunlu olacağı gibi halka sunulan hisse senetlerine alıcı bulunamayabilecektir.

Tablo 4. KOBİ'lerin Ekonomideki Yeri

İmalat sanayi çalışanları içindeki payı (TÜİK 2003 sayımı)	%99,63
--	--------

Toplam İstihdam	%76,70
Toplam Yatırım	%26,5
Toplam Katma Değer	%38,0
Toplam İhracat	%10,0
Toplam Kredi	%25,0

Kaynak: DPT veriler TÜİK 2002.

Yukarıda da ele alındığı gibi özellikle KOBİ'lerin halka açılarak fon toplamalarında çeşitli engellerden, olumsuzluklardan ve dezavantajlardan bahsedilmişti. Bu süreç içinde bankaların kredi vermeleri esnasında 2009'dan itibaren Basel II kriterlerinin uygulanacak olması sermaye piyasası yoluyla finansmanın diğer finansman alanlarına göre dezavantajlarını ortadan kaldırmaktadır.

4.2. Basel II

4.2.1. Genel Olarak

1988 yılında Basel Capital Accord adıyla hazırlanan ve 1992 yılında uygulamaya giren Basel-I⁽³⁰⁾ ilkeleri ile bu sorunu (veya sorunları) çözmek amaçlanmış ve kredi riski ve piyasa riskini dikkate alınmıştır. Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS-Bank of International Settlements) uluslararası sermaye hareketlerinin global bir krize yol açmaması ve "bir bankanın batması halinde mevduat sahiplerinin karşılaşılabileceği maliyetleri en aza indirmek için asgari olarak sahip olunması gereken sermaye" olması amacıyla, bankaların iş hacimleri ve üstlendikleri riskler karşılığında sermayeye sahip olmalarını amaçlayan düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemelerden temel amaç ise "iyi bankacılık kurallarının" uygulanmasını sağlamak olmuştur (Beşinci M.2005). Basel I'e göre sahip olunması gereken sermaye risklerin belli bir oranı olarak tarif edilmektedir. Başka bir deyişle riskler³¹ sermayenin bir oranı olarak da tanımlanmaktadır.

Basel II ile oluşturulan yapı her bedene tek bir elbise (one size fits all) yaklaşımı zaman içinde olaylara uymamaya başlıyor (Yayla M. ve Y.T.Kaya 2005). Risk ağırlıkları örneğin OECD ülkelerine "0" risk faktörünün, OECD üyesi olmayan ülkelerin firmaları için ise 100 ağırlığının uygun bulunması hem rekabeti hem de risk kavramının gerçek durumun ötesinde kullanılmasını getirmektedir.

1994 yılında yaşanan Meksika Krizinden sonrada (Yayla M. Ve Y.T.Kaya 2005), türev sözleşmelerin yaygınlaşması, bilanço dışı faaliyetlerin artması üzerine sisteme 1998 yılında piyasa riski eklenmiştir ve uygulanmaya başlanmıştır (Beşinci M.2005). Piyasa riskinin de eklenmesiyle Banka Sermaye Katsayısı (BSK), Toplam Sermayenin (TS) Kredi Riski (KR) ve Piyasa Riski (PS)'nin toplamına bölümü olarak tanımlanmış ve oranında %8 olması şart koşulmuştur³².

Basel-I ile ülkeler sermaye yeterliğine ilişkin düzenlemelerini bir birlerine yaklaştırmışlar, düzenlemeler arasında bir yakınsama ve uyumlulaşma gündeme gelmiştir. Basel-I ile banka risk

³⁰⁾ BIS (Bank of International Settlements) 1930 yılında merkez bankası yetkililerinin Basel de bir araya gelerek oluşturdukları bir grup. Zaman içinde çeşitli ülkelerin katılımıyla genişlemiş ve bankacılığın tartışıldığı, önlemlerin geliştirildiği bir yapıya kavuşturulmuştur. 2005 yılında üyelerini Algeria, Argentina, Australia, Austria, Belgium, Bosnia and Herzegovina, Brazil, Bulgaria, Canada, Chile, China, Croatia, the Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hong Kong SAR, Hungary, Iceland, India, Indonesia, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Latvia, Lithuania, the Republic of Macedonia, Malaysia, Mexico, the Netherlands, New Zealand, Norway, the Philippines, Poland, Portugal, Romania, Russia, Saudi Arabia, Singapore, Slovakia, Slovenia, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Turkey, the United Kingdom and the United States, plus the European Central Bank oluşturmaktadır. www.bis.org.

BIS'in altında yer alan komitelerden birisi de Basel Komitesidir.1974 yılında döviz ve finansal piyasalarda yaşana kriz sonucunda "Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Uygulamaları" adı altında kurulmuştur. Üyelerini ise Almanya, Belçika, Amerika Birleşik devletleri, Fransa, İtalya, Kanada Japonya, Lüksemburg, İsviçre, İsveç ve İngiltere oluşturmaktadır. Bankacılık düzenleme ve denetimi konularında ülkeler arasında işbirliği ve uyumu sağlamayı amaçlamaktadır. Ancak karar ve düzenlemelerinin bir yaptırım gücü bulunmamaktadır, yol gösterici niteliği ön plana çıkmaktadır (Beşinci M.2005)

³¹ Beş farklı risk grubu tanımlanmakta, gruplar %0,%10,%20,%50 ve %100) şeklinde ağırlıklandırılmaktadır.

³² BSK = TS / (KR + PR) = % 8

ağırlıklı varlıklarının (gayri nakdi krediler ile diğer yükümlülükleri dahil)³³ %8'i kadar toplam sermaye (varlıklar-borçlar) taşımak durumundadır.

Basel-I uygulaması 1992 Arjantin, 1994 Meksika, 1997 Güney Doğu Asya, 1998 Rusya, 1999–2001 Türkiye ve Barrings Krizi gibi krizler nedeniyle beklentileri ve günün ihtiyaçlarını karşılamak ta yetersiz kalmıştır. Basel I'in bahsedilenler ve benzeri krizlerde yetersiz kalması ise daha çok

- Sermayenin hem hızlı bir şekilde hem de riskli ve geniş coğrafik alanlara yayılması,
- Deregüstasyonla birlikte kurumsal ve araç anlamındaki çeşitlenme,
- Finansal kurumlar arasındaki ayrımların giderek bulanıklaşması (bankaların sigortacılıktan aracı kurumluğa, aracılıktan finansal kiracılığa kadar işlemlerle iştigal etmeleri,
- Bilanço dışı faaliyetlerdeki artışlar (Bankaların çeşitli taahhüt, repo, kefalet gibi işlemleri)'dan etkilenmiştir.

Basel Komitesi bu gelişmelerden sonra 1999 yılında yeni bir sermaye yeterliği kavramı ve uygulaması üzerinde çalışmaya başlamıştır. 2004 yılının Haziran ayında yayınlanan ve 2006 sonunda G-10, 2007 itibariyle de AB üyesi ülkelerde uygulanmaya girecek olan Basel-II kuralları ile tek tip uygulama yönteminden vazgeçilmiştir.

Yeni düzenlemenin hedefleri ise

- Mevcut sermaye düzeyinin korunarak finansal sistemlerin daha güvenilir ve sağlam bir şekilde işleminin sağlanması,
- Rekabetçi ortamın geliştirilmesi,
- Yeni yapının operasyonel risk ve faiz riski gibi diğer riskleri kapsayacak şekilde oluşturulması,
- Yapının konsolide bir şekilde uygulanması olarak belirlenmiştir (Beşinci M.2005) .

Risk yönetimi³⁴ sürecine daha fazla önem vermek, bankaların risk değerlendirme kapasitelerinde devam eden gelişmeleri desteklemek ve düzenleyici otoritelerin sürece katılmalarını getirmek olmuştur. Basel-II kuralları üç temel ayağa oturmaktadır:

1. En Az Sermaye Yeterliği: Basel-I'in ilkelerine bağlı olarak belirlenmektedir. Buna göre %8 lik oran hala devam etmektedir. Kredi riskin ölçülmesinde bankaların yeni yöntemler kullanmaları öneriliyor ve oranın paydasına operasyonel³⁵ risk bölümü getirilmiştir. En Az Sermaye Yeterliğinin önemli noktaları şu başlıklar altında incelenebilir:

- Riskin ölçülmesindeki “risk içeren” anlayışları değiştirilmemektedir.
- Kredi riskinin hesaplanmasındaki OECD Üyesi ülke firmalarına %0 risk karşılığı uygulamasından vazgeçilmektedir. Risk hesaplanmasında üç (düşük, orta, yüksek) düzeyde çeşitli hesaplama yöntemleri³⁶ öneriliyor. Artık risk değerlendirmelerinde bağımsız derecelendirme kurumlarının verdikleri notlar kullanılacaktır³⁷.

³³ Risk ağırlıklı varlıklar söz konusu varlıkların risk ağırlıklarıyla çarpılarak bulunmaktadır. Risk ağırlıklı varlıkların belirlenmesinde ise OECD üyesi ülkelere ayrıcalık tanınmaktadır.

³⁴ Risk unsurların doğru ölçülmesi ve risklerin yönetiminin sorumluluğunun bankanın olması olarak özetlenmektedir.

³⁵ Barrings olayında banka personelinin bankayı çok büyük hatta iflase kadar gidebilecek yükümlülüklerle yüz yüze bırakabileceğinden hareketle operasyonel riskler tanımlanmıştır.

³⁶ Standart Yaklaşım, basitleştirilmiş Standart yaklaşım, Temel İçsel Değerlendirme Yaklaşımı ve İleri Düzey İçsel Derecelendirme Yaklaşım

³⁷ Basel I uygulamasında Türkiye'ye OECD üyesi olmasından dolayı “0”, Singapur'a OECD üyesi olmamasından dolayı da “100” risk katsayısı uygulanırken yeni uygulama ile birlikte Türkiye'ye B+ derecesinden dolayı % 100, Singapur'a ise AAA derecesinden dolayı da “0” risk katsayısı uygulanacaktır. Basel II'ye göre kredi verilecek firmalara ilişkin olarak risk değerlemesi yapılması gerekecektir. Riskin tespiti ve değerlendirilmesi ise perakende kredilerde (1milyon € ve altı) bankaların kendi iç mekanizmalarıyla, kurumsal kredilerde (1 milyon €'nun üstü) ise dışarıdan bir derecelendirme firması kanalıyla yapılması yükümlülüğü getirilmektedir.

- Ulusal risk tercihleri konusunda ise ülke düzenleyici otoritelerine yetki tanınmaktadır. Bazı ülkeler bazı ülkeleri daha riskli bulabilirler ve bankalarından bu ülke firmalarından alacakları konusunda daha yüksek risk karşılıkları verebilirler.

- Operasyonel risk bankanın risk profilinin daha iyi yaklaşım sağlanabilmesi için eklenmiştir. Çeşitli hesaplama yönetmelerine göre, son üç yılın ortalama brüt gelirine bağlı olarak hesaplanacaktır.

2. Sermaye Yeterliğinin Denetimi: Bankanın risk yönetimi yaklaşımının düzenleyici ve denetleyici otorite tarafından incelenmesi sürecidir. Otorite uygun görmemesi halinde birinci blokta hesaplanmış olan sermayenin ötesinde sermayeye ihtiyaç olup olmadığını değerlendirebilecektir.

Bu yaklaşımdaki amaç, bankaların sağlıklı ve doğru olarak belirlenmiş risklerine karşılık olarak yeterli sermaye tutmalarını sağlayacak içsel bir denetim mekanizması oluşturmalarının sağlanmasıdır.

Basel-II'nin uygulamasının başarılı olabilmesi için bloklar arasında tam bir uyum gereklidir. Basle Committee bu açıdan dört kural tespit etmiştir.

Bunlar:

Bankaların risk profillerine ve stratejilerine uygun sermaye yeterliğinin değerlendirilebileceği bir sürece sahip olmaları,

Denetim otoritelerinin bankaların içsel sermaye yeterlik değerlendirmeleri ve stratejilerinin yanında ihtiyati oranlarına olan uyumun gözden geçirilmesi,

Gerektiği halde asgari sermaye miktarının belirlenenin üstünde de istenebilmesi ve

Asgari sermayenin belirlenen miktarın altına düşmemesi için bankaların risk karakterlerine uygun tedbirlerin önceden alındığından otoritelerin emin olmalarıdır.

3. Piyasa Disiplini: Piyasa disiplininden genelde algılanan tarafların kendi kararlarının sorumluluklarını taşımalarıdır (Bulutay T.2005).³⁸ Disipline en iyi sağlayabilecek olan mekanizmanın da "kamunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması" olduğundan hareketle bankaların sahip oldukları sermaye ile sermaye yeterliği ve risk değerlendirme yöntemleri dâhil olmak üzere önemli konularda kamuyu açıklama getirmeleri ve şeffaflığı sağlamaları olarak ifade edilebilir.³⁹

4.2.2. Basel-II'nin Firmalar Üzerindeki Muhtemel Etkileri

Basel-II olarak adlandırılan "Yeni Sermaye Uzlaşısı"nın arkasındaki güçler uluslararası bankalar ile G10 üyesi ülkelerin para otoriteleri olmuştur. Böylece uluslararası parasal sistemi daha güvenilir işler hale getirmeyi amaçlamışlardır. Uluslararası finansal piyasalarda fon aktaranların esas olarak bu ülke bankalarının olmasının bu düzenlemelerde temel güdüyü oluşturduğu ileri sürülebilir (Beşinci M.2005, Yüksel A.2005, Yayla M. Ve Y.T.Kaya 2005).

1. Risk değerlendirmesine dayanak olacak bilgiler (değerlendirme notları ve bankaların vereceği içsel değerlendirme notları) konjonktüre bağlı olacağı için tüm bankalar aynı yönde not vererek konjonktürü daha da derinleştirebilirler. 1987 Kara Perşembe finansal krizinde hisse senedi işlemi yapan yatırım bankaları benzeri programlar kapsamın da alım ve satım emri verdiklerinden krizi hem tetiklemişler hem de derinleştirmişlerdi.

Öte yandan ulusal otoriteler tarafından verilecek olan ülke notları da esas olarak öncü gösterge olmadıkları ve olaylara artçı olmaları nedeniyle de "olay" olduktan sonra gündeme gelecektir. Bu noktada aynı şekilde zora girmiş ülkeyi daha da zora sokabilecek niteliktedir.

³⁸ Örneğin firmaların karlı olmaları durumunda karın kendilerince üstlenilmesi en doğal hakları olarak değerlendirilmektedir. Ancak zarar halinde bunun bir şekilde kamuya taşınlabiliyor olması piyasanın tökezlemesi olarak algılanmaktadır. Bu çerçevede bazı bankalara aktifleri ve yükümlülükleriyle beraber el konulması olayı ele alınabilir. Bu konuda ortaya "moral hazard" etkisinin gündeme geldiği hatırlanmalıdır.

³⁹ Bankacılığın şeffaflığı önünde en önemli engel "bankacılık sırrı"dır. Bu sırrın kapsamı ise şeffaflığın boyutunu etkileyecektir.

2. OECD üyesi ülke firmalarına tanınan ayrıcalıklara (%0 risk) son verilmesi, OECD üyesi ülkeler arasında kredi notu düşük ülke firmalarının alacağı kredilerin maliyetlerini artıracak ve/veya kredi almalarını güçleştirebilecektir.

3. Bankaların istediği şekilde⁴⁰ muhasebe bilgisi üretemeyen, yeterli güvenceleri sağlayamayan başta KOBİ'ler (özellikle girişimci firmalar ve girişimcilerin daha çok etkileneceği) olmak üzere bazı firmalara kaynak aktarılması veya bankaların bunlara kaynak aktarması giderek güçleşebilecektir.

Kaynakların daha iyi kredi notuna sahip firmalar yönelmesi beklenmelidir. Dolayısıyla ulusal (ulusal bankalarında uluslar arası piyasalardan fon temin ettikleri ve bunları da yurtiçi firmalara kullandıkları dikkate alınmalıdır) ve uluslararası piyasalardan fon talep eden bütün firmaların kendilerini daha yüksek kredi notu ve uluslararası muhasebe standartlarına uyum amacıyla hazırlık yapmalarında yarar vardır.

Bir başka açıdan ise uygulama, firmaları düzenli bir muhasebe sistemine geçmesini ve kayıtlı faaliyetleri artıracığından dolayı da makroekonomik açıdan istenen bir yaklaşım olabilecektir.

4. Risk değerlemesinde bağımsız derecelendirme firmalarının önemi artacağına göre bu tür firmaların hem önemi hem de faaliyet alanları artacaktır.

5. Bankaların giderek daha kapsamlı risk değerlendirme metotları geliştirmeleri gerekeceğinden eleman yapılarında da değişiklikler olabilecektir.

Sonuç olarak, kredi kullanan tarafların uluslar arası muhasebe standartları, açıklık, şeffaflık ve kurumsal yönetim⁴¹ gibi kurallara uymaları ve dolayısıyla bu kuralların piyasalara hâkim olması beklenmelidir. Bu gelişmeler ise fon ihtiyacı içinde olan şirketlerin menkul kıymetlerini halka arz etmek amacıyla söz konusu halka arzlarını Kurul kaydına alınması amacıyla yerine getirmekle zorunlu oldukları "kamunun aydınlatılması" ilkeleriyle örtüşmektedir. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde yukarıda tartışılan nedenlerle halka açılmaktan imtina eden KOBİ'lerin de halka açılmalarını beklemek yanlış olmayacaktır.

4.3. KOBİ Borsası

KOBİ'lerin finansmanını kolaylaştırmak, onlara geleneksel olarak tanımlanabilecek olan bankacılık ve öz kaynakların yanında yeni alternatifler sunabilmek amacıyla halka açılacaklara bazı avantajlar tanınmıştır. SPK düzenlemelerine (Seri IV, no 9 sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına ilişkin Esaslar Tebliği) göre muafiyetler 3 ana başlık altında düzenlenmektedir⁴².

1. Kar Dağıtım Muafiyeti
2. Bağımsız Denetim Muafiyeti,
3. İzahname Düzenleme Muafiyeti

Ancak muafiyetlere rağmen yukarıda halka açılan şirketlere ilişkin kısımda ele alındığı gibi halka açılan şirketlerin ortalama büyüklükleri giderek daha da artmaktadır.

Dünya uygulamasına bakıldığında KOBİ'ler için iki organizasyonun uygulandığı görülmektedir (TSPAKB 2006 ve Koç İ.Ö.2008). Bunlardan birincisine göre KOBİ'ler için mevcut bir borsanın içinde daha esnek koşulları içeren bir alt pazar oluşturulmaktadır. Londra Borsası içindeki Alternative Investment Market (AIM), İMKB içindeki İkinci Ulusal Pazar ve Almanya'da 2003 yılında kapatılan Neuer Markt bu kapsamda sayılabilir. İMKB'de oluşturulmuş olan İkinci Ulusal Pazar "... küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir ortamda işlem görmesini sağlamak üzere kurulmuştur. İkinci Ulusal Pazar aynı zamanda Ulusal Pazar'dan geçici ve sürekli olarak

⁴⁰ Burada bahsedilmesi gereken Uluslararası Muhasebe Standartlarıdır.

⁴¹ Şirketlerin ortakları ve diğer menfaat sahipleri açısından eşitlik ve şeffaflık ilkeleri kapsamında yönetilmesi olarak da tanımlanabilir.

⁴² Muafiyetler esas olarak şirketlerin aktif toplamına bağlanmıştır. 2008 yılı için aktif toplamı rakamı 6.182.911,73 YTL olarak belirlenmiştir. Diğer kısıtlar ise birinci temettü tutarının ödenmiş sermayeye oranı ve sermayenin %95'i veya fazlasına en fazla 20 ortağın sahip olması gibi sayılabilir.

çıkarılan şirketler ile Ulusal Pazar'ın kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetlerini kapsamaktadır” (www.imkb.gov.tr). Fiyatlandırma mekanizması “çoklu fiyat-sürekli müzayede” mekanizması olarak Ulusal Pazar ile aynıdır, ancak kotasyon koşulları oldukça esnekler.

İkinci uygulama ise KOBİ borsalarının ayrı tüzel kişilik altında diğer borsa ile rekabet edecek şekilde daha esnek mevzuat imkanları, işletim sistemleri ve fiyatlandırma mekanizmaları ile kurulmaları olmuştur. Bunlar arasında ise NASDAQ (ABD), KOSDAQ (Kore), RASDAQ (Romanya), JASDAQ (Japonya) ve MESDAQ (Malezya) sayılmaktadır (TSPAKB 2006).

KOBİ'lerin hisse senetlerinin daha kolay, daha esnek koşullarda daha rekabetçi bir ortamda alım satımlarının sağlanması, uluslararası reklam imkanlarına kavuşmaları ve menkul kıymetlerinin borsalarda kote olmasının sağlayacağı prestij ve yerel şirketlere psikolojik yakınlıklara göre sermaye aktarılması amacıyla ve onların organizasyon yapılarına cevap verebilecek nitelikte bir piyasa oluşturulması gibi nedenlerle “Borsa Dışı teşkilatlanmış menkul Kıymetler Piyasalarının” oluşturulması amaçlanmıştır (www.spk.gov.tr). Böylece onların bir yandan da halka açılmaları teşvik edilmek istenmiştir⁴³.

2003 yılında Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) oluşturulmasına yönelik olarak “Borsa Dışı teşkilatlanmış menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” çıkarılmış, daha sonra da 2005 yılında aracı kuruluşların (52 adet), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, TOBB ve KOSGEB'in ortaklığıyla GİP AŞ kurulmuştur.

GİP'in temel özellikleri oluşturulurken aşağıdaki başlıklar esas alınmıştır (www.spk.gov.tr).

- Doğal olarak menkul kıymetlerin (KOBİ'lere ait hisse senetleri ve tahviller) halka arzı sürecinde yukarıda tartışılan ilkelerle halka arzlar SPK tarafından kayda alınacaktır.

- Her menkul kıymetin alım satım işlemleri için en az bir piyasa yapıcısı oluşturulacaktır,

- Emirlerin piyasaya iletimi piyasa yapıcısı olan veya olmayan üyeler kanalıyla yapılması sağlanacaktır,

- Menkul kıymetlerin takası ve işlemin tamamlandığı üyeler tarafından yatırımcıya geri bildirilecektir.

- Piyasa bir mekâna bağlı olmaksızın bilgisayar sistemleri üzerinden çalışan bir tür tezgâh üstü piyasa (over the counter-OTC) şeklinde oluşturulacaktır⁴⁴.

SONUÇ

KOBİ'lerin finansmanı hem yurt içi hem de yurt dışı piyasalarda rekabet edebilmeleri açısından olmazsa olmazlardandır. Bugüne kadar ki sistem KOBİ'lerin menkul kıymetlerini halka arz ederek piyasalardan fon temin etmelerine yardımcı olmamıştır. Özellikle Basel II uygulamaları KOBİ'lerin hisse senetlerini halka arz etmek üzere sermaye piyasalarına gelmelerinin önündeki engelleri ortadan kaldıracak, daha doğrusu koşulları eşitleyecek gibi görünmektedir. Bu kapsamda KOBİ'lerin hem Basel II hem de KOBİ borsaları kanalıyla kaynak temini yoluna gitmeleri önümüzdeki dönemin belirleyici unsurlarından olabilecektir.

⁴³ 1985 sonunda İMKB açılırken işlem olup olmayacağı o dönemin yöneticilerinin ve karar vericilerinin önemli bir kaygısını oluşturmuştur.

⁴⁴ OTC piyasaları da borsalar gibi belli kurallar içinde işlem gören piyasalar olmalarına rağmen, fiziksel mekândan öte elektronik iletişimin yol açtığı, yardım ettiği bir mekanizma çerçevesinde oluşturulmuş piyasalardır. OTC piyasalarında fiyatlandırma sistemi müzayede sistemlerinden farklıdır. Farklılığın temelinde tezgâh üstünde satışının getirdiği farklılık yatmaktadır. İlgili menkul kıymete piyasa yapıcılığı yapan aracı kurum kendisi bu kıymetten sürekli portföy taşımakta ve gelen alım satım emirlerini kendi portföyü üzerinden karşılamaktadır. İlan ettiği fiyatlarda gelen alıcıya hemen kıymetleri devir etmekte, satmaya gelen yatırımcıların malını da ilan ettiği (kotasyon verdiği) fiyattan almaktadır. Zaten bu nedenle de tezgâh üstü piyasalar olarak adlandırılırlar. Bu amaçla da aracılar hem alım hem de satım olmak üzere iki yönlü kotasyon verirler. Piyasa yapıcılığı üstlenen aracı kurum iki yönlü kotasyon verdiği için de alım veya satım fiyatlarına yönelme halinde bu fiyatlarını değiştirerek piyasa yaratmaktadır (Bodie Z. vd.1996:81-82). Böylece eğer ilan ettikleri alım fiyatlarından kendilerine çok satım teklifi geliyorsa alım fiyatlarını indiriyorlar veya aksi tavırla senetlere sürekli bir piyasa yaratıyorlar.

KAYNAKÇA

- Akbulak S. 2007:** “Anonim Şirketlerin Halka Açılması, 1990–2006 Döneminde Gerçekleşen Halka Açılmalar, Halka Açık Şirketlerde kar dağıtımı ve Hisse Senetlerinde Vergilendirme”; Atatürk’ün 125.Doğum Yılına Armağan Cilt 1; s 10-96, SPK yayın No: 204, Ankara.
- Aktan C.C. ve T.Vural 2006:** “Yeni Kurumsal İktisat”, Aktan C.C. (ed): Kurumsal İktisat: Kurallar, Kurumlar ve Ekonomik Gelişme içinde. S. 19–42, SPK Yayın No 194, Ankara.
- Akyüz Y.1984:**Türk Ekonomisinde Mali Yapı ve İlişkiler; TSKB, İstanbul.
- Anderson A.M. and E.A.Dyl 2007:** “Trading Volume: Nasdaq and The NYSE” Financial Analysts Journal vol.63 No: 3 p.79-88.
- Aslantaş Ş. ve R.Eser 2006:** “An Overview Corporate Governance Theory And Turkish System Within European Perspective”; International Finance Symposium 2006; Financial Sector Integration : Review and Steps Ahead; Marmara University Institute and School of banking And Insurance and Vienna University Of Economics And Business Administration, İstanbul
- Beşinci M. 2005:** “BASEL Kriterleri, BASEL II’nin Finans ve Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Basel II’ye Uyum Süreci”, Aktive Finans, yıl 8 sayı 45 22-32
- Ang J.S. and J.C.Brau 2002:** “Firm Transparency and The Costs of Going Public”, The Journal of Financial Research, Vol.XXV, No.1, pp.1-17.
- BDDK 2008:** Finansal Piyasalar Raporu,
http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Finansal_Piyasalar_Raporlari/4816FPR-Aralik2007.pdf
- Bodie Z., A Kane ve A.J.Marcus (1996):** Investments, Third Edition, Irwin McGraw.Hill, Boston.
- Brau J.C. and S.E.Fawcett 2006:** “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, The Journal of Finance, vol.LXI, No.1.pp.399-436.
- Braudel F. 2004:** Maddi Uygarlık, Mübadele Oyunları; çev. Kılıçbay M.A., İmge Kitabevi, 2 baskı, Ankara.
- Bulutay T. 2004 :** “Kalkınma ve Büyüme”, İktisat, İşletme ve Finans, yıl 19 sayı 214, s.5-91.
- Bulutay T.2005:** “Türkiye Ekonomisinde Uluslar arası Ticaret ve Döviz Piyasalarında 1980 Sonrası gelişmelerin Temel Nitelikleri” Erhat H.(ed), Bölgesel gelişme Stratejileri ve Akdeniz Ekonomisi, Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını. s.21–85, Ankara
- Canbaş S. Ve H.Doğukanlı 1997** Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Piyasası Analizleri; Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. İstanbul
- Carrol M.C. and J.R.Stanfield 2003:** “Social Capital, Karl Polanyi and American Social and Institutional Economics”, Journal of Economic Issues, vol xxxvii no.2. pp.397–404
- Castano M.S. 2007:** “The Influence of Socioeconomic Factors an Economic Growth”, International Advanced Economic Research, Number 13, pp 139–145.
- Coase R.H.1937:** “The Nature of The Firm”, Economica vol.4, s.386–405.
- Çelik A. 2004:** “Güveni Oluşturan Yapı Taşları” Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Domowitz I.and R.Lee 1998:** The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems; <http://papers.ssrn.com>
- DPT 2007:** “KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı:2007-2009”; DPT, www.dpt.gov.tr
- Erkan N. Ve B.Temir 1998:** Şirketler Kesiminin Finansal Eğilimler Anketi Sonuçları:1996; SPK yayı No.126, Ankara.

- Erkumay M.A.2000:** “KOBİ’lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması” SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, www.spk.gov.tr
- Fukuyama, F. (1995):** Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity, The Free Press, New York.
- Gertler M. 1988:** “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview”; Journal of Money, Credit and Banking; 20, pp.559-588.
- Ghandhi J. 1988:** “Reflections on the Operation of Capital Markets”; Proceedings of the OECD CMB Conference, The Interrelationship Between Money And Capital Markets; SPK Yayını No: 10, Ankara.
- Guttentag M.D.2004:** “An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies” Florida State University Law Review, vol.32.pp.123-175.
- Güngör A.İ. 2004:** “Borsalar Arası İşbirliği, Birleşme ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasası”; Yeterlik Etütleri (16.Dönem) Cilt 1; s. 7-130; SPK Yayın No: 148
- Jansen, K.1989:** “Moneyary Policy and Financial Development” Fitzgerald E.V.K. and R.Vos (1989) Financing Economic development, A Structural Approach to Moneyary Policy; Gower, London.
- Jordan J.L. and A.B.A Munasib 2006:** “Motives and Social Capital Consequences”, Journal of Economic Issues, vol XL, no4, pp 1093-1112
- Kazgan H. ve Diğerleri 1999:** Osmanlı’dan Günümüze Türk Finans Tarihi; İMKB Yayını 1.cilt
- Keseljevic A.2006:** “Understanding Social Capital Within The Framework of Economic Theory of Organization: A Theoretical Approach” Management, vol.12, 1 pp.1–24
- Koç Ö.İ.2008:** “Dünyada Borsa Dışı teşkilatlanmış Piyasaların ve Türkiye’de Gelişen İşletmeler Piyasasının (GİP) Karşılaştırılması”, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, Yıl 45, Sayı 515, s. 91-102.
- KOSGEB. (2005):** “Ekonomik Kalkınmada Sosyal Sermayenin Rolü”,Ekonomik ve Stratejik Araştırmalar Merkezi Müdürlüğü, Mart 2005, Ankara
- La Porta and et all 1996:** “Law and Finance”; NBER, WP.5661.
- La Porta and et all 1997:** “Trust in Large Organizations” AEA Papers and Proceedings, May 1997, p.333-338.
- Levine R. 2004:** “Finance and Growth: Theory and Evidence”; NBER Working Paper no. 10766
- Marra T. And J.Suijs 2004:** “Going Public and the Influence of Disclosure Environments” Review of Accounting Studies, Vol.9.pp.465-493.
- Mishkin F.S. 2006:** The Economics of Money, Banking, and Financial Markets; Seventh Edition Update, Pearson-Addison Wesley, Boston.
- Mishkin F.S. 2007:** The Economics of Money, Banking, and Financial Markets; Eighth Edition Update, Pearson-Addison Wesley, Boston.
- Nootebom B 2007:** “ Social Capital, Institutions and Trust”; Review of Social Economy, vol.65, no.1 pp 29-53.
- OECD ve İMKB 2005:** “ A Framework for the Development and Financing of Dynamic Small and Medium Sized Enterprises in Turkey”, OECD, France.
- OECD 1996:** “Corporate Governance, Competition and Performance” OECD Economic Studies, No.27. s.7-70
- Pirgaib B. 2004:** “Sermaye Piyasalarında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslararası Denetim Standartları ile Harmanizasyonu” SPK Yeterlik Etüdü, (www.spk.gov.tr)

- Sancak İ.E.1999:** “Türkiye’nin 500 Büyük sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları” Yeterlik Etüdü, SPK. (www.spk.gov.tr)
- Shleifer A. Ve R.Vishny 1997:** “A Survey of Corporate Governance” Journal of Finance .V. 52, 737-783.
- Stiglitz J.E., J.Driffill 2000:** Economics, W.W.Norton and Company; New York.
- Soydemir S. 1994:** “Risk Sermayesi” GÜ İktisat Bölümü, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt 4 sayı 11, sayfa 77-94.
- Soydemir, S. 1998:** Türkiye’de Finansal Fon Akımları: 1982-1993; SPK Yayını no:122, Ankara
- Soydemir S. 2004:** “Güney Doğu Anadolu Bölgesi’nde Tarımsal Yapı, Şirketleşme ve Sermaye Piyasası”, Uygur E. Ve İ.Civcir (eds): Gap Bölgesinde Dış Ticaret ve Tarım, içinde TEK yayını, Ankara.
- Soydemir S. (2007):** “Financial Structure of Private Sector Companies and Rent Economies in Turkey: 1989–2004”; Atatürk’ün 125. Doğum Yılına Armağan, SPK Yayını, Ankara içinde.
- Stoll H.R.2006:** “Electronic Trading in Stock Markets”; Journal of Economic Perspectives; V.20, No.1 pp.153–174.
- TBB 2004:** “Risk Yönetimi ve Basel II’nin KOBİ’lere Etkileri, TBB Çalışma Raporu, Yayın No. 228.
- TSPAKB 2006:** “Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları” TSPAKB Araştırma Raporu, www.tspakb.org.tr.
- Ülgener S.F.2006:** Zihniyet, Aydınlar ve İzm’ler: Denemeler ve Araştırmalar; Derin Yayınları, İstanbul
- Yayla M ve Y.T.Kaya 2005:** “Basel II, Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci” BDDK, ARD Çalışma Raporu No.2005/3
- Yüksel A.2005:** “Basel-II’nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri” BDDK Araştırma Raporu, 2005/4, Ankara, (www.bddk.org.tr)