

# KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSMANI İÇİN YENİ MODEL ÖNERİLERİ

Prof. Dr. Halil SARIASLAN\*

## I. KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN EKONOMİK VE TOPLUMSAL BOYUTLARI

Küçülen ve uluslararası rekabetin yoğunlaştığı dünyada, ülkemizin başarılı olabilmesi için dünya ekonomisi ile entegre olmaktan başka bir yol bulunmamaktadır. Dünya ekonomisi ile entegrasyon için bir yandan ekonomimizde piyasa ekonomisi manutığı çerçevesinde yapısal değişiklik ve düzenlemelere giderken, diğer yandan da küçük ve orta ölçekli işletmelerimize ilişkin ekonomi politikalarımızı gözden geçirip dünya ekonomisindeki gelişmeler ışığında yeni yaklaşımlar geliştirmek zorundayız. Çünkü evrenselleşen piyasa ekonomisinin temeli olan rekabetin yerleşmesi ve sürdürülmesi küçük ve orta ölçekli işletmelerin varlığına bağlıdır.

Genel olarak bir ekonominin sağlıklılığı çok sayıda yeni ve küçük işletmelerin doğuşunu ve bazılarının mevcut sanayi liderlerine meydan okuyarak ve yerini alabilecek kadar büyüyerek bir rekabet ortamının oluşturulmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, bağımsız olarak ayakta kalmak ve başarmak güdüsü ile yönlendirilen ve yönetilen küçük ve orta ölçekli işletmeler bir ekonominin barometresidirler ve o ekonomiyi kemikleşmekten ve çökmekten korurlar.

Küçük ve orta ölçekli işletmeler değişme ve yenilikleri hemen uygulamaya koyma esnekliğine sahip oldukları için daha yenilikçidirler. Çünkü büyük işletmeler ölçek ekonomisinin maliyet avantajından yararlanmak için makina, araç, gereç ve işgücüne yaptıkları büyük yatırımlar nedeni ile aynı ürünü uzun süre üretmeye bağlı kalacaklardır. Halbuki, özellikle küçük işletmelerin büyük ölçekli yatırımlara bağlı kalmak gibi bir zorunlulukları yoktur.

Çağımızın değişen koşullarında ekonomik gelişmeyi hızlandırmanın en etkili yöntemlerinden biri, yeni ve yaratıcı fikirlerin doğuşunu devlet ve tekelci güce sahip büyük firmaların kontrol alanından çıkarıp toplumun tüm kesimlerine yaygınlaştırmaktır.

---

\*A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi

Yeni ve yaratıcı fikirlerin doğuşunu ve gelişimini tüm toplum kesimlerine yaygınlaştırarak toplumun tüm yaratıcı potansiyelinin ortaya çıkarılmasında en akılcı yaklaşım ise; toplumun tüm kesimlerini kapsayan, irili ufaklı tüm yerleşim noktalarına kadar yayılmış ve toplumun tüm ekonomik birimlerinin (işletmelerin) %99'unu oluşturan küçük ve orta ölçekli işletmelerin kurulmasını ve gelişimini sağlayacak bir fırsat eşitliği ortamının yaratılmasıdır. Bu açıdan konuya baktığımızda, küçük ve orta ölçekli işletmeler bir toplumda ekonomik kalkınma ve gelişmenin hem nedeni hem sonucudur.

Tüm ülkelerde olduğu gibi bizim ülkemizde de küçük ve orta ölçekli işletmeler istihdam sağlama ve yeni iş imkânı yaratma bakımında büyük bir öneme sahiptirler. Çünkü bu işletmeler daa az yatırım harcaması ile yeni iş imkânı yaratma ve ekonominin durgunluk dönemlerinde ekonomik koşullara kolaylıkla uyum sağlayarak istihdam imkânlarını devam ettirme nedeniyle tüm ekonomilerde istihdamın ana kaynağıdır. Toplumsal ve ekonomik kalkınmanın bir göstergesi eğer ekonominin çalışmak isteyenlere istihdam imkânı yaratması ise, istihdamın motoru olan küçük ve orta ölçekli işletmeler orta sınıf özellikleri ile toplumsal düzenimizin temeli ve istikrarın teminatı olacaktır.

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin en son fakat ülkemiz için en önemli fonksiyonlarından birisi de bölgesel kalkınmayı hızlandırmaktır. Bu işletmeler genellikle büyük şehirler (metropoller) etrafında yoğunlaşmış büyük işletmelerin aksine, irili ufaklı tü coğrafik yerleşim alanlarına yayılmış olmaları nedeni ile bir "taşra" özelliği gösterirler. Bu nedenle, bir ülkedeki ekonomik faaliyetlerin bölgeler arasında dağılımına katkıda bulunurlarken, emek-yoğun özellikleri nedeniyle de bölgesel bazda istihdamın artırılmasına katkıda bulunurlar. Böylece, bir yanda bölgesel istihdamın yaratılmasını sağlayarak küçük yerleşim birimlerinden büyük şehir merkezlerine göçün durmasına neden olurlarken, öte yandan da bölgenin kendi potansiyeli içinde kalkınmasına temel oluştururlar.

Ancak ne yazık ki, bir ekonomi için hayati önem taşıyan küçük ve orta ölçekli işletmelerin şimdiye kadar açıklanan bu fonksiyonları ülkemizde yeteri kadar anlaşılmadığı için, bu işletmelerin kuruluşunu ve gelişimini destekleyici ve teşvik edici ekonomik politikalar etkin bir biçimde uygulamaya konulamamıştır. Çünkü ülkemizdeki tüm işletmeleri %99'unu oluşturan, toplam istihdamın %53'ünü ve katma değerinin %38'ini sağlayan küçük ve orta ölçekli işletmelerimizin toplam kredi hacmi içinde aldıkları pay ancak %4 civarında bulunmaktadır. Yapılan araştırmalara göre, bu işletmelerimizin mevcut bankacılık sisteminin sunduğu kredilerden yararlanma olanakları yok denecek kadar azdır ve ekonomik konjoktürün uygun olduğu dönemler de bile bu işletmelerimizi bankalardan kredi sağlayarak büyüme imkânları bulunmamaktadır. Öte yandan küçük ve orta ölçekli işletmelerin mevcut sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde sermaye piyasasından fon sağlamları da hemen hemen hiç mümkün değildir.

Böylece, para ve sermaye piyasalarından fon sağlama imkânı bulunmayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin pek çok finansal sorunla karşı karşıya bulunması ve gelişip büyümelerinin mümkün olmayacağı beklenen bir sonuç olacaktır. Nitekim bu konuda yapılan çalışmalara göre, küçük ve orta boy işletmelerin son yıllarda reel olarak büyümедikleri ve net sabit varlıklarının sürekli gerilediği görülürken, hayatlarını kısa süreli borçlanma ile devam ettirdikleri ve böylece bir "borç-faiz" kapalı döngüsüne girdikleri ortaya çıkmaktadır.

Tüm bu açıklamaların sonucu olarak denilebilir ki, Türkiye'de finansal sistem mevcut yapısı ile küçük ve orta ölçekli işletmelerin aleyhine işlemektedir. Bu sonucun temel nedeni ise, ülkemizde halen izlenmeye çalışılan devletçi ekonomi politikalarıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma ve sanayileşme politikalarını karşılaştırmalı olarak inceleyen bir Dünya Bankası araştırmasına göre; yatırımların devlet tarafından gerçekleştirildiği, kredilerin ve faiz oranlarının devlet tarafından kontrol altında tutulduğu ve dış ticaretin yine devlet tarafında düzenlenerek (regüle edilerek) 1970'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları hep küçük ve orta ölçekli işletmeler aleyhine "ayırımçı" olarak işlemişlerdir.

O halde, mevcut yapısı ile küçük ve orta ölçekli işletmeler aleyhine işlediği açık olan bugünkü finansal sistemimiz içinde, ekonomimizin temel dinamiğini oluşturması gereken, toplumsal düzenimizin temeli, istikrarın garantisi ve istihdamın motoru olan küçük ve orta ölçekli işletmelerimizin finansal sorunlarına çözüm bulmak mümkün olmayacaktır. Bu nedenle, rekabetçi bir piyasa ekonomisi mantığı çerçevesinde fırsat eşitliğini tüm ekonomik birimlere yaratabilecek bir finansal sistemin geliştirilmesi için yeni model ve yaklaşımların uygulanmaya konulması zorunlu olmaktadır. Bu amaçla bizim önerimiz, bundan sonraki bölümlerde açıklandığı gibi, Türkiye'de Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Finansman Modelini uygulamaya koymak ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda yeni düzenlemelere gidilerek küçük ve orta ölçekli işletmelere il bazında menkul kıymet ihraç etme imkanı sağlamak en uygun yaklaşım biçimi olacaktır.

## II. KÜÇÜK İŞLETME YATIRIM ŞİRKETLERİ (SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANIES) MODELİ

### 1. Modelin Genel Kapsamı

Büyüme potansiyeli olan küçük işletmelere girişim sermayesi desteği sağlayan Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Companies), özel yasalarla kurulan ve belli koşullara göre lisans alan bir tür özel finans kurumlarıdır. Amerika Birleşik Devletleri uygulamasında küçük işletme yatırım şirketleri, 1958 yılında yürürlüğe giren Küçük İşletme Yatırım Şirketi Kanununa (The Small Business Investment Company Act of 1958) göre kurulmuş olup, bu yasaya göre belli koşullar çerçevesinde bu şirketlere kuruluş izninin verilmesi ve faaliyetlerinin denetimi Küçük İşletme İdaresine (Small Business Administration) verilmiştir.

ABD uygulamasında bir küçük işletme yatırım şirketinin kurulabilmesi için en az 2.5 milyon dolar özkaynak sermaye koşulu bulunmaktadır. Kuruluş izni ya da lisans alan bir küçük işletme yatırım şirketi, öz sermayesinin üç katına kadar Küçük İşletme İdaresinden (SBA) düşük faizli borç alma hakkına sahip olmaktadır. Kuruluş izinleri gereği ancak küçük işletmelere yatırım yapmak yükümlülüğü altında bulunan bu lisanslı finansal kuruluşlar, yatırım yaptıkları küçük işletmelere ya hisse karşılığı ortak olarak ya da borç vermek suretiyle finansman desteği sağlamaktadırlar. Ortak olunan ya da borç verilen küçük işletmelere, bu kuruluşların ücretsiz ya da ücret karşılığı danışmanlık desteği vermesi de bu finansal kuruluşların temel görevlerinden birisidir.

SBA'dan uygun koşullarla kredi alan küçük işletme yatırım şirketlerinin temel amacı küçük işletmelere ortak olarak ya da borç vererek destek sağlamaktır. SBA tarafından denetlenen bu finansal kuruluşların başka alanlarda faaliyette bulunmaları

yasaktır. Bu kurala aykırı davranışların lisansları iptal edilir. ABD'nde bu şirketlerin küçük işletmelerin kurulmasında ve gelişmesinde büyük bir katkısı bulunmaktadır. Bu finansal kuruluşların kendi aralarında oluşturdukları bir üst birlikleri (National Association of Small Business Investment Companies- NASBIC) de bulunmaktadır. Bu birliğe bağlı şirketlerin en önemlilerinin ilk %10'u bankalara bağlı şirketlerdir. Bankalara bağlı küçük işletme yatırım şirketlerinin toplam içindeki oranı %35 civarındadır.

Yukarıda verilen açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, küçük işletme yatırım şirketlerinin kurulmasının altında yatan temel mantık, ekonomik kalkınma ve gelişme için devlet tarafından desteklenmesi zorunlu olan küçük işletmelere kredi desteğini, özel sektör ya da girişimciler aracılığı ile "kâr-zarar-risk" üçlüsü temeline dayalı olarak piyasa mekanizması çerçevesinde vermektir. Başka bir anlatımla küçük işletmelere devlet desteğini, özel sektör finansal girişimlere lisans vererek ve borçlu biçimde sorumlu kılarak bu kuruluşlar aracılığı ile vermektedir. Böylece devlet kredilerinde politik müdahale ve keyfilik kaldırılarak etkinlik sağlanmaya çalışılmaktadır.

## 2.2 Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Modelinin İşleyişi

Tamamen kâr amaçlı bir tür özel finans kurumu olan küçük işletme yatırım şirketleri (SBIC'ler), SBA'dan alınan izinle kurulmuş oldukları için belirli kurallar çerçevesinde SBA tarafından çok yakından izlenir ve denetlenirler. Kurallara uymayanlara kredi desteği verilmediği gibi lisansları (izinleri) iptal edilir ve daha önce aldıkları krediler muacceliyet kazanır ve geri tahsil edilir. Başka her hangi bir kuruluştan borç almadan sağlanan özkaynak (Private capital) yeterlilik koşulu (SBIC'lerde 2.5 milyon USD ve SSBIC'lerde 1.5 milyon USD) yeterli sayı ve nitelikte yönetici ve uzman, gerekli bina ve araç gereç hazırlandıktan sonra faaliyette bulunacağı sektör, hedeflediği küçük işletmeler ve bunlara yapacağı yatırımlar hakkında kapsamlı bir iş planı (business plan - bir tür özet fizibilite etüdü) hazırlayan bir şirket, SBIC izni için SBA'ya başvurur. SBA'da 5000 dolar ücret karşılığı iş planını inceler. SBA uygun görürse izin verir ve (lisansı) alan küçük işletme yatırım şirketi (SBIC) SBA'dan özkaynağının %300'ü kadar (SSBIC'ler %400 kadar) kredi desteği alma hakkı kazanır. Fakat bu kredi desteğinin (leverage) miktarı hiç bir zaman 35 milyon doları aşamaz. Ancak toplam kaynaklarının %65'ini (SSBIC'lerde %30'unu ) risk sermayesine (venture capital) yatıran küçük işletme yatırım şirketleri %300'e ek olarak bir kez daha özkaynaklarının %100'ü kadar ek destek alırlar.

Doğrudan kredilerin faiz oranları SBA'nın Hazine Bakanlığı ile her yıl belirlediği oranlarda olmakta ancak genellikle piyasa oranlarından 3-5 puan daha düşük olmaktadır. Tahvillerin faiz oranları ise genellikle piyasa koşullarına göre belirlenmektedir. Ancak şirketlerin kendi olanakları ile finansal kurumlardan SBA garantili tahvillerle sağlayacağı krediler için faiz oranı en fazla, finans kurumlarının en iyi müşterilerine uygulayacağı faiz oranından 2. 3/4 puan fazla olmaktadır (prime rate + 2. 3/4). Tavan faiz oranları SBA tarafında açıklıkla belirlenmiştir.<sup>1</sup>

Küçük işletme yatırım şirketleri, özkaynak ve SBA destekli kredileri ile sağladığı kaynakları küçük işletmelere ortak olarak yatırımda bulunmak ya da borç olarak vermek biçiminde kullanırlar. Ortaklık bazında küçük işletmelere yatırımda bulunurlarken ya doğrudan işletmenin hisse senetlerini alırlar ya da hisse senedine çevrilebilir tahvil alırlar.

<sup>1</sup>SBA. Regulations Section 107 as of 161/1993.

Fakat hiçbir zaman küçük işletmenin kontrolünü eline geçirecek oranda hisse sahibi olamazlar. Ayrıca herhangi bir küçük işletme yatırım şirketi SBA'nın yazılı iznini almadıkça özkaynaklarının %20'sinden fazla oranda bir tek küçük işletmede yatırımda bulunamaz. SSBIC'lerde bu oran %30'dur.<sup>2</sup> Ancak gerektiğinde diğer SBIC'lerle bir yatırım konsorsiyum oluşturarak birlikte bir tek küçük işletmeye yatırımda bulunabilirler. Küçük işletme yatırım şirketleri yatırımda buldukları küçük işletmelere ücretli ya da ücretsiz danışmanlık hizmeti verirler.

Küçük işletme yatırım şirketleri küçük işletmelerin daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerini satın alamazlar. Ancak bir küçük işletmenin sağlam bir biçimde finansmanı için gerekiyorsa SBA'dan izin almak suretiyle bu tür satın almalar yapılabilir. Öte yandan, herhangi bir küçük işletmenin bir "underwriter" aracılığı ile hisseleri halka satılıyorsa ve hisselerin karşılığı doğrudan küçük işletme sahibine gidiyorsa, bu tür durumlarda hisse senetleri dışardan alınabilir.

Sonuç olarak küçük işletme yatırım şirketleri daha çok küçük işletmelere borç veren finansal kuruluşlardır. Borç vermede uygulayacakları faiz oranı tavan sınırı SBA tarafından her duruma göre açıklıkla belirlenmiştir ve genel olarak sermaye maliyetinden %7 oranında fazladır. Böylece küçük işletmeler de tefeci piyasasından korunmaya çalışılmıştır. SBA'nın izni ve kredi desteği alarak kurulan küçük işletme yatırım şirketlerinin kayıtları ve hesapları sürekli denetim altındadır. Bu nedenle bu kuruluşlar her yıl tüm faaliyet raporlarını ve finansal kayıtlarını SBA'ya gönderirler. SBA belli bir ücret karşılığı bu raporları inceler ve gerekli önlemleri alır. Gerekiyorsa duruma göre yerinde inceleme yapar.

### 2.3. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Modelini Türkiye'de Uygulama İmkânı

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, küçük işletme yatırım şirketleri modeli, devletin desteklemek ve teşvik etmek zorunda olduğu küçük işletmelere bu amaçla ayırdığı kaynakları, kâr amaçlı özel finans kurumlarının da desteğini katarak ve özel sektör insiyatifini devreye sokarak, "kâr-zarar-risk" üçlüsü temelinde dayalı bir biçimde özel finans şirketleri tarafından kullanılmayı amaçlamaktadır. Böylece küçük işletmeleri daha etkin bir biçimde desteklemek ve teşvik etmek mümkün olmaktadır. Dolayısıyla, devletin teşvik ve destek dağıtımındaki tekeli ortadan kaldırılmaktadır.

Bu modelin ülkemizde de uygulamaya konulmasında büyük bir yarar vardır. Böyle bir modelin uygulamaya konulması ile şimdiye kadar küçük ve orta ölçekli işletmeler aleyhine işleyen finansal sistemimizin işleyişi bu işletmelerimiz lehine önemli ölçüde değiştirilmiş olacak ve piyasa mekanizması çerçevesinde finansal sorunları çözümlenmiş olacaktır. Bu uygulamalar sonucu küçük ve orta ölçekli işletmelerin daha önce açıkladığımız işlevlerini etkin bir biçimde yerine getirmesi mümkün olabilecektir. Ayrıca bu modelin ilk aşamada küçük ve orta boy işletmelerimizin yoğunlaştığı ve bir "işletme fidanlığı" oluşturduğu Gaziantep, Denizli, Çorum, Konya, Kayseri, Bursa ve İstanbul gibi illerde kurulması mevcut işletmelerin büyümesine ve yenilerinin kuruluşuna önemli bir ölçüde neden olabileceği muhakkaktır. Ancak bundan belki de daha önemlisi, bu finansal modelin özel küçük işletme yatırım şirketleri (SSBIC) biçimi ile Doğu ve

<sup>2</sup>SBA. Smal Business Investment Companies, The SBIC Program, s. 7.

Güneydoğu Anadolu bölgelerimizde küçük işletmelerin kurulmasının hızlandırılmasına ve mevcut olanların gelişmesine destek verilmiş olunacaktır.

Özellikle bu bölgelerde yer alan illerimiz için özel küçük işletme yatırım şirketi modeli ile, bu bölgelerde yaşayan ve bölgenin toplumsal ve ekonomik koşullarını bilen bölgenin işadamları doğrudan devreye girmiş olacaklardır. Böylece, Doğu ve Güneydoğu Bölgelerimize devlet desteği, bölgenin kendi girişimcileri tarafından onları "kar-zarar-risk" üçlü faktörünü üstlenmeleri biçiminde verilmiş olacaktır. Küçük işletme yatırım şirketleri modelinin Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgelerimizin ekonomik açıdan kalkındırılmasında en sağlıklı ve en etkili ekonomik yaklaşım olacağına inanıyoruz. Ayrıca GAP için de bir ön hazırlık aşaması olacaktır.

Küçük işletme yatırım şirketleri modelinin uygulamaya konulması için ilk aşamada aşağıdaki düzenlemelerin yapılması gerekir.

a) Hükümetin küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik destek ve teşviklerini kamu bankaları ve diğer finansal kuruluşlar aracılığı ile dağıtması işlemine son verilmeli ve bu dağıtım işini düzenleyecek olan küçük işletme yatırım şirketlerinin yasal kuruluş çerçevesi hazırlanmalıdır.

b) KOSGEB'in mevcut örgütsel yapısı içinde bir yatırımlar birimi kurulmalıdır. Bu birim, devletin küçük ve orta ölçekli işletmelere aktaracağı destek ve teşvikleri küçük işletme yatırım şirketlerine aktaracaktır. Öte yandan, KOSGEB'in mevcut fonuna işlerlik kazandırılarak bu kurumun bu fonu amacı doğrultusunda kullanması serbest bırakılmalıdır.

c) Türkiye Halk Bankasının küçük ve orta ölçekli işletmelerin tesis ve işletme kredileri ile uğraşan birimleri ayrılarak KOSGEB'in açılacak yatırım birimi ile birleştirilmelidir. Türkiye Halk Bankasının geriye kalan ticari bankacılık fonksiyonu çerçevesinde özelleştirilmesi gerekir. Bu başarılamayacak olursa Türkiye Halk Bankası bir esnaf ve kefalet bankası olarak yeniden örgütlenmelidir.

d) Küçük işletme yatırım şirketlerinin işleyişini düzenleyen kurulların ve yasal çerçevenin hazırlanmasında Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı mutlaka görev almalıdır. Çünkü KOSGEB'in küçük işletme yatırım şirketlerine sağlayacağı destek ve teşviğin kaynağı temelde bu Müsteşarlıktır.

e) Küçük işletme yatırım şirketlerinin kuruluşuna finansal kurumların, özellikle bankaların katılımını sağlamak için ABD'nde olduğu gibi bu şirketlere uygun vergi teşvikleri sağlanmalıdır.

f) Küçük işletme yatırım şirketlerinin finansman kaynağı, daha önce açıklandığı gibi, bu şirketlerin kendi öz kaynakları, Hazinesinin KOSGEB'e aktaracağı destek ve teşvikler ile KOSGEB'in kuruluş yasasına göre oluşturulan fonu olacaktır.

g) Bu şirketlere lisanslar ya da izinler KOSGEB'in önerisi ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından verilmelidir.

### III. SERMAYE PİYASASI DÜZENLEMELERİ (OTC PİYASASI VE İL BAZINDA MENKUL KIYMET İHRACI MODELİ)

Ülkemizde mevcut SPK düzenlemeleri çerçevesinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye piyasasından fon sağlamaları mümkün değildir. Çünkü ülke genelinde hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç etmek için gerekli olan SPK koşullarını küçük ve orta ölçekli işletmelerin karşılamaları mümkün değildir.

Menkul kıymet yatırımcılarını korumak amacı ile gerekli olan bu koşulları küçük ve orta ölçekli işletmelerden beklemek gerçekçi değildir. Kuşkusuz, ülke genelindeki menkul kıymet ihraçlarında küçük ve orta ölçekli işletmelere imkan yaratma amacı ile bu koşulları yumuşatmak da mümkün değildir. Bu nedenle bizce Türkiye sermaye piyasasında aşağıdaki düzenlemeler yapılmalıdır.

a) Mevcut SPK mevzuatında, ABD Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki Düzenleme (SEC Regulation D) gibi, küçük ve orta boy işletmelere daha hafif kurallara bağlı olarak belirli yatırımcı gruplarına hisse senedi ve tahvil ihracı için imkan sağlayan düzenlemelere gidilmelidir.

b) Ayrıca küçük ve orta ölçekli işletmelerin buldukları il ya da belirli bir coğrafik bölge içinde özel düzenlemelere bağlı olarak hisse senedi ve tahvil ihraç etme olanağı sağlanmalıdır.

c) Bu düzenlemeler çerçevesinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin ihraç edilen menkul kıymetlerinin alınıp satıldığı OTC Piyasası (Over-The-Counter Market) adı verilen ikincil bir menkul kıymet borsası oluşturulması doğrultusunda adım atılmalıdır.

Böyle düzenlemeler sonucu oluşturulacak ikincil bir menkul kıymetler borsası ya da üçüncül bir menkul kıymetler piyasası, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye piyasasından ihtiyaç duydukları fonları sağlama imkânı yaratacağı gibi aynı zamanda küçük işletme yatırım şirketleri ve risk sermayesi finansman modellerinin etkin bir biçimde işlemesine imkân yaratacaktır. Daha önce açıklandığı gibi, küçük işletme yatırım şirketleri modelinde garantili tahvil ve katılım sertifikalarının satılması ve özellikle de risk sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini satabilmeleri, ancak bir OTC piyasasının varlığı ile mümkündür. Aksi takdirde, SPK'nın organize menkul kıymet borsası için öngördüğü gerekli koşulları karşılamaları küçük ve orta ölçekli işletmelerden beklemek haksızlık olacaktır. Bunda ısrarlı olmak, mevcut yapısı ile küçük ve orta ölçekli işletmeler aleyhine işleyen finansal sistemin devamlılığını sağlamak olacaktır. Bunun sonucu ise, küçük ve orta ölçekli işletmelerin ülkenin toplumsal ve ekonomik kalkınmasına yapabilecekleri katkıdan vazgeçmek olacaktır ki, bu ülkenin bu tür bir ihmale tahammülü artık yoktur. Bu nedenle ülkemizde bir OTC piyasasının oluşturulması için gerekli adımlar bir an önce atılmalıdır. OTC piyasalarının genel kapsamı ve Türkiye'de uygulama olanağı aşağıda ayrı ayrı açıklanacaktır.

#### 1. OTC Piyasasının Genel Çerçevesi

OTC piyasası kavramı, birbirleriyle telefon ve/veya bilgisayar terminal hatları aracılığı ile iletişim imkânı olan lisanslı borsa aracılarının (dealers) oluşturduğu organize

olmayan yani belli bir fiziki mekanı olmayan bir menkul kıymet pazarını ifade eder. Organize menkul kıymet borsaları gibi bir alış-veriş ya da işlem mekanı olmayan ve coğrafik olarak birbirlerinden uzak olarak piyasa yapıcı (market-maker) işlevi üstlenen aracılar (dealers and brokers) genellikle kendileri adına işletmeler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri alırlar ve daha sonra yatırımcılara satarlar. Piyasanın işleyişi belirli bir düzene göre olmaktadır. Şöyle ki, OTC piyasasında işlem gören bir menkul kıymeti satın almak ya da satmak isteyen her hangi bir yatırımcı, ilk önce kendisine yakın güvendiği bir lisanslı aracı bulur ve bir hesap açtırır. Alım ya da satım emrini böylece alan aracı belirtilen menkul kıymeti satan ya da satın alan aracıyı bulur ve işlemi gerçekleştirir. A.B.D'de 1971 yılına kadar aracılardan alım-satım işlemleri genellikle telefon aracılığı ile yapıyordu. Bu tarihten sonra tüm aracılardan bağılı bulunduğu bir bilgisayar ağı olan NASDAQ geliştirilmiştir.

OTC Piyasası küçük ve orta ölçekli işletmelerin fon sağlaması için oldukça uygun bir ortam oluşturmaktadır. Çünkü Amerikan Sermaye Piyasası Kurulunun (SEC) organize borsalar için belirlediği zaman alıcı, pahalı ve katı kurallar bu piyasada menkul kıymetlerini satacak olan firmalar için oldukça yumuşatılmıştır. Bu nedenle, bu piyasa küçük ve orta ölçekli gelişme potansiyeli olan işletmeler için sermaye piyasasında fon sağlama imkânını kolaylıkla yaratmaktadır. Hiç kuşkusuz, bu işletmelerin halka açılmasında lisanslı ve piyasa yapıcı olan ve genellikle kendi hesaplarına menkul kıymet alan aracılardan kararları büyük önem taşımaktadır.

## 2. II Düzeyinde Menkul Kıymet İhraç Modeli

ABD, Japonya ve İngiltere gibi gelişmiş ülke uygulamalarının gösterdiği biçimi ile bir OTC piyasasının oluşumu, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye piyasasından fon temini için bir zorunluluk olmaktadır. Ayrıca, daha önce belirtildiği gibi, önerdiğimiz küçük işletme yatırım şirketleri modeli ile uygulama tebliği yayımlanan risk sermayesi finansman modelinin başarıya ulaşması için ülkemizde bir OTC piyasasını oluşturulması kaçınılmaz bir durum olmaktadır.

Düşüncemize göre Türkiye'de bir OTC piyasasının oluşturulması için gerekli ortam hazır bulunmaktadır. Çünkü mevcut sorunlarına rağmen sermaye piyasamızda büyük gelişmeler gerçekleştirilmiştir. SPK birincil ve ikinci piyasalar ile yeni finansal kurum ve araçlar için gerekli yasal düzenlemeleri hazırlamış ve bugün artık gözetici ve denetleyici bir konuma gelmiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tüm toplumun yakından izlediği bir kurum olmuş ve ekonomi gündemimizin ilk sırasına oturmuştur. Menkul kıymet aracılık kurumu hızla gelişerek bir meslek birliği oluşturma aşamasına gelmiştir. Menkul kıymet aracılığı son yıllarda en popüler meslek durumuna gelmiştir. Dolayısıyla, SPK'dan menkul kıymet aracılardan kadar tüm alt yapı bir OTC piyasasının oluşturulması için hazır bulunmaktadır.

Öte yandan, OTC piyasası için aracılardan iletişim ihtiyacını karşılamak için zorunlu olan telefon hatları sistemi ülkemizin en uzak köşelerine kadar kurulmuş bulunmaktadır. Hatta bilgisayar bağlantı alt yapısı dahi hazır bulunmaktadır. Ancak bilgisayar ağına dayalı NASDAQ türü bir sistemin ilk aşama da oluşturulması mümkün değildir. Ayrıca ülkemiz açısından böyle bir sistem zorunlu da değildir. Daha önce de ifade edildiği gibi İngiltere'de NASDAQ sistemi düzeyine henüz ulaşamamıştır. Görüldüğü gibi yasal ve fiziksel alt yapı bakımından Türkiye bir OTC piyasasının oluşturulması için hazır bir konumdadır.



Ancak buna rağmen, bizim düşüncemize göre Türkiye'de bir OTC piyasası oluşumuna hemen geçmek doğru olmayacaktır. Çünkü tüm coğrafik bölgelere yayılmış deneyimli menkul kıymet araçlarının varlığını gerektiren ve güvene dayalı böyle bir sistemi hemen kurmak oldukça zordur. Bu nedenle, bizim önerimiz önce il bazında böyle bir piyasanın temelini atmak olacaktır. Başka bir ifade ile, OTC piyasasına geçiş için ilk önce küçük ve orta ölçekli işletmelere yalnızca buldukları il düzeyinde menkul kıymet ihraç imkânı yaratılmalıdır.

Küçük ve orta ölçekli işletmelere il düzeyinde menkul kıymet ihraç imkânı sağlamak için;

a) SPK Amerikan sermaye piyasası kanunu D düzenlemesinde (SEC Regulation D) ve özellikle de İngiltere OTC düzenlemelerinde olduğu gibi, küçük ve orta ölçekli işletmeler için menkul kıymet kotasyon koşullarını, kayıtlı sermaye, faaliyet süresi, kârlılık durumu, ihraç miktarı gibi koşulları yumuşatıcı düzenlemeleri hazırlamalıdır.

b) Kotasyon yaptırma temel koşul işletmelerin gelişme potansiyeli ve sahiplerinin ya da yöneticilerinin niteliği olmalıdır. Bu nedenle, izin vermede kolaylık için bu işletmelerin bağlı buldukları Sanayi veya Sanayi ve Ticaret Odalarının onayı istenmelidir.

c) Bu işletmelere yalnızca buldukları il düzeyinde menkul kıymet ihraç izni verilmelidir. Her ildeki yatırımcılar kendi illerinde bulunan işletmeleri yakından tanıma imkânına sahip oldukları için ya da kolaylıkla bilgi elde etme imkânları olduğu için yatırımcının yanılma payı çok az olacaktır.

d) Menkul kıymet araçlarına lisansları yine SPK tarafından verilmelidir. Ancak araçların mutlaka o ilde yaşayan, ilin ekonomik durumunu bilen ve finansal gücü sağlam olan kişiler olması gerekir.

Böylece ilk aşamada il düzeyinde küçük OTC piyasa bölümleri oluşmuş olacaktır. Bu işleyiş il düzeyinde yerleştikten sonra, etkinlik düzeyine bağlı olarak daha sonra araçların bölge düzeyinde bölge aracı kurumları (dernekleri) ve nihayet Türkiye genelinde bir aracı birliği oluşturmalarına imkân sağlanmalıdır. Bu aşamadan sonra, yine piyasanın işleyiş düzeyine bağlı olarak araçların birbirleriyle bölge düzeyinde ya da doğrudan Türkiye genelinde menkul kıymet alış-verişine ortam sağlayarak OTC piyasası aşamasına geçilmelidir. Bu son aşamaya gelindiğinde bilgisayar iletişim ağı imkânı gelişmiş olacaktır. Böylece sonuçta NASDAQ türü bir sistem Türkiye'de de kurulmuş olacaktır. Bunun için gerekli adımların atılmasına şimdiden başlanmalıdır.

Amaç etkin bir finansal sistem geliştirmek olduğuna göre, mevcut SPK düzenlemeleri çerçevesinde birincil ve ikincil sermaye piyasaları gelişirken, önerdiğimiz düzenlemeler çerçevesinde de üçüncül bir piyasa olan OTC piyasası gelişecek ve finansal sistemimiz böylece piyasa mekanizması çerçevesinde bir bütünlük içinde etkinlik kazanmış olacaktır. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeleri devre dışı bırakan ukalı kanallar bu düzenlemelerle açılmış olacağı için, finansal sistemimizin bu işletmeler aleyhine işleyen mekanizması düzeltilmiş olacak ve bu işletmelerin toplumsal ve ekonomik kalkınmaya katkıları da artırılmış olacaktır.