KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELERİN (KOBİ) HALKA ARZ YOLUYLA FİNANSMANI İMKB GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI (GİP)[1]

Nevzat AYPEK[2] **Ayhan YATBAZ[3]**

Özet: *Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) gerek tüm işletmeler içindeki sayıca pay, gerekse de istihdam ve katma değer içindeki pay bakımından olsun Türkiye ve dünyada büyük öneme sahiptirler. Bununla birlikte KOBİ'ler birtakım finansman sorunları yaşayabilmektedir. Bu sorunların en başında ise uzun vadeli finansman sorununun geldiği söylenebilir. Mevcut finansman yöntemlerinin bu sorunun çözümünde yetersiz kaldığı görülmektedir. Bununla birlikte KOBİ'lere hitap eden bir menkul kıymet borsasının oluşturulması bu sorunun çözümüne katkı sağlayabilir. Nitekim Türkiye'de 2011 yılında faaliyete başlayan İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) bu amaca yönelik oluşturulmuş bir KOBİ borsası uygulamasıdır. Bu çalışma kapsamında Türkiye'deki KOBİ borsası uygulaması, dünya örnekleriyle ele alınıp incelenmiş ve KOBİ'ler açısından çeşitli yönleriyle değerlendirilmiştir.*

Anahtar Kelimeler: *KOBİ, Uzun vadeli finansman sorunu, KOBİ borsası, İMKB GİP*

Financing Small And Medium Enterprises (SMEs) By Initial Public Offering (IPO): Ise Growing Companies Market (GCM)

Abstract: *Small and medium enterprises (SMEs) are very important with regard to their share in both the number of all the enterprises and, employment and value added. However, they may face some finacial problems. It can be claimed that Long-term financial problem is at the begining of these problems. It is considered that available financial methods for SMEs are unsatisfactory. For all that, an securities exchange for SMEs can be contribute to solving long-term financial problem. Thus, ISE Growing Companies Market (GCM) established in 2011 is an securites exchange for SMEs in Turkey, which is formed for this porpose. In this study, the application for SMEs securities exchange in Turkey is examined together the ones in the World and evaluated in point of its various aspects.*

Key Words: *SMEs, long-term financial problem, SMEs stock exchange, ISE GCM*

[1] Bu çalışma, Prof. Dr. Nevzat AYPEK danışmanlığında hazırlanan ve Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilen "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Halka Arz Yoluyla Finansmanı: Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)" adlı çalışmanın özetidir.

[2] Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi (Prof. Dr.) (naypek@gmail.com)

[3] Celal Bayar Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu (Arş. Gör.) (ayhanyantaz@hotmail.com)

GİRİŞ

Ülke ekonomileri açısından büyük önemi bulunan Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) dünyada üzerinde anlaşılmış ortak bir tanımı yoktur. Hemen hemen her ülkenin kendine ait bir KOBİ tanımı vardır. Hatta bazen aynı ülke içinde bile birden fazla KOBİ tanımına rastlanmak mümkündür. Örneğin, Türkiye'de 2005 yılına kadar çeşitli kurum ve kuruluşlara ait çok sayıda tanım mevcutken; bu yıldan itibaren tüm Türkiye'de geçerli ortak bir KOBİ tanımı yapılmıştır. Bu tanım, AB tarafından kabul edilen KOBİ tanımıyla çok benzerdir.

KOBİ'ler, Türkiye'de tüm işletmelerin % 99,9'unu, toplam istihdamın % 78'ini, toplam katma değerin % 55,2'sini, toplam ihracatın ise % 60'ını oluşturması bakımından büyük öneme sahip olmakla birlikte bazı finansal sorunlar yaşayabilmektedir. Bu sorunların en başında sermaye piyasasında yaşanan sorunların geldiği söylenebilir. Bu sorunlar KOBİ'lerin sermaye piyasasından yeterince yararlanmasını engellemekte ve uzun süreli fon sıkıntısı yaşamasına neden olmaktadır. Bu durumu göz önünde bulunduran IMKB, tamamen KOBİ'lere hitap etmekte olan İMKB GİP uygulamasını başlatmıştır.

İMKB GİP, borsa kotasyon şartlarını taşımayan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelere ait menkul kıymetlerin işlem gördüğü ana borsaya bağlı bir KOBİ borsasıdır. Toplam üç bölümden oluşan bu çalışmada KOBİ'lerin uzun vadeli finansman ihtiyacı doğrultusunda dünya KOBİ borsası uygulamalarını ve Türkiye'deki İMKB GİP uygulaması ele alınıp incelenmiştir.

KOBİ KAVRAMI

Türkiye'de KOBİ Tanımı

Türkiye'de sanayi sektörüyle ilgili ilk resmi tanımlar 1927'de yürürlüğe giren Teşvik-i Sanayi Kanunu ile yapılmıştır. Bu kanun 10 beygir gücü ile yıllık 750 işçi gündeliği ölçüsünü büyük ve küçük sanayi arasında sınır saymıştır. DİE'nin 1950 yılı "Sanayi ve İşyerleri Sayımı"nda işyeri büyüklük ölçüsü olarak işletmede kullanılan motor gücü esas alınmıştır. Bu ölçüye göre çalışan insan sayısı ne olursa olsun 9 ve daha az beygir gücü çevirici güç kullanan işyerleri, küçük sanayi işletmesi sayılmıştır. 1963'teki sanayi ve işyerleri sayımında ve daha sonraki yıllık anketlerde motor gücü dikkate alınmaksızın personel sayısı 10'dan az olan imalat işletmeleri, küçük sanayi sayılmıştır (Aypek, 2009: 408).

Türkiye'de 2005 yılına kadar kullanılan, çeşitli kurum ve kuruluşlara ait bazı KOBİ tanımları kısaca şöyledir (Erdoğan, 2009: 123):

- KOSGEB; imalat sektöründeki işletmeleri sadece çalışan sayısı bakımından ele almıştır. Buna göre çalışan sayısı 1 – 50 olan işletmeler

küçük, 51 – 150 olan işletmeler ise orta ölçekli işletmeler olarak tanımlanmıştır.

- Halk Bankası; imalat sektöründeki işletmeleri çalışan sayısı ve sabit yatırım tutarı bakımından ele almıştır. Buna göre sabit yatırımı 550.000 € olan işletmeler çalışan sayısına bakmaksızın mikro, sabit yatırımı 550.000 € ve 1 – 50 çalışanı bulunan işletmeler küçük, sabit yatırımı 550.000 € ve 1 – 250 çalışanı olan işletmeler ise orta ölçekli işletmeler olarak tanımlamıştır.
- Dış Ticaret Müsteşarlığı; imalat sektöründeki işletmeleri çalışan sayısı ve sabit yatırım tutarı bakımından ele almıştır. Buna göre 1 – 200 arasında çalışanı bulunan ve sabit yatırım tutarı 1.830.000 € olan işletmeler orta ölçekli işletmeler olarak tanımlamıştır.
- Hazine Müsteşarlığı; imalat, turizm, tarım, madencilik, eğitim, sağlık ve yazılım geliştirme sektörlerindeki işletmeleri çalışan sayısı ve yatırım tutarı bakımından ele almıştır. Buna göre çalışan sayısı ve yatırım tutarı sırasıyla; 1 – 9 ve 550.000 € olan işletmeler mikro, 10 – 49 ve 550.000 € olan işletmeler küçük, 50 – 250 ve 550.000 € olan işletmeler ise orta ölçekli olarak tanımlanmıştır.

Tüm Türkiye'de geçerli tek bir KOBİ tanımı 2005'te yayımlanan KOBİ Tanımı Yönetmenliği ile yapılmıştır. Aşağıda bu tanımı özetleyen bir tabloya yer verilmiştir:

Tablo 1: Türkiye KOBİ Tanımı

Ölçek	Çalışan Sayısı	Yıllık Net Satış (000)	Bilanço Büyüklüğü (000)
Mikro	0 – 9 (< 10)	1.000 TL'ye kadar	1.000 TL'ye kadar
Küçük	10 – 49 (< 50)	5.000 TL'ye kadar	5.000 TL'ye kadar
Orta	50 – 249 (< 250)	25.000 TL'ye kadar	25.000 TL'ye kadar
Büyük	250'den büyük	25.000 TL'den çok	25.000 TL'den çok

Kaynak: KOBİ'lerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hk. Yönetmelik" m.5

KOBİ'lerin Avantaj ve Dezavantajları

KOBİ girişimcileri faaliyette bulundukları yerel pazarı daha iyi tanıyan, pazarın özelliklerini ve gereksinimlerini daha iyi görebilen, pazardaki alıcı ve satıcılarla daha yakın ilişkiler kurabilen kişilerdir. Pazarı yakından takip edebilen, müşterilerin ihtiyaçlarını daha iyi bilen ve personeliyle daha yakın ilişkiler kurabilen KOBİ'ler; üretim, pazarlama ve hizmet konularında büyük işletmelerden daha esnektir. Bu esneklik, dış çevrede meydana gelen değişikliklere yerinde ve zamanında uyum sağlayabilme olanağı tanıdığından KOBİ'ler birçok olumsuzluğu daha düşük bir kayıpla gerçekleştirebilmektedir (Erol, 2010: 174-5):

Bu dezavantajlarına ek olarak KOBİ'lerin finansal anlamda sahip olduğu dezavantajlar ise şöyledir (Müftüoğlu, 1998: 62):

- Yetersiz finansman bilgisi
- Modern finansman tekniklerini yeterince izleyememe
- Yeni ortak alımında her iki tarafta yaşanan tereddütler
- Otofinansman olanaklarının kısıtlı olması
- Çoğunlukla kredi almada teminat sorunu yaşanması
- İşletme sahibinin kişisel varlıklarıyla sorumlu tutulması
- Kredi hacminin düşük, kredi maliyetinin ise yüksek olması
- Uzman bir finansman ekibi veya departmandan yoksun olmaları
- Banka ve diğer finansal kurumlardan yeterli desteği görememe
- Sermaye yetersizliği ve sermaye piyasasından yeterince yararlanamama

Bu dezavantajlara, finansal planlamanın yetersiz olması ya da hiç olmaması, uzman bir finansman ekibin ya da birimin bulunmaması, sermaye yetersizliği, mali danışman veya uzman istihdam edilmemesi, banka ve diğer finans kuruluşlarından gerekli ilginin görülmemesi ve yöneticilerin genellikle finansal konularda bilgi eksikliğinin bulunması da eklenebilir.

KOBİ'lerin Türkiye ve Dünya Ekonomisindeki Yeri ve Önemi

KOBİ'ler değişen piyasa koşullarına karşı hızlı uyum yetenekleri, esnek üretim yapıları, bölgesel kalkınmadaki rolleri, işsizliğin azaltılması ve yeni iş alanlarının açılmasındaki katkıları gibi bir dizi olumlu özellikleri nedeniyle ülkelerin ekonomik ve sosyal kalkınmasında önemli bir işlev görmektedirler. KOBİ'ler sağladıkları bu katkılardan dolayı kamu politikalarının önemli uygulama alanlarından biri haline dönüşmüştür. Bu çerçevede, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm ülkeler, KOBİ'lerin doğması, büyümesi, gelişmesi ve korunabilmesi için elverişli bir ekonomik ortam yaratacak politikaları geliştirmeye çalışmaktadır (Cansız, 2008: 4).

TÜİK 2009 yılı iş istatistikleri verilerine göre Türkiye'de 1-250 arasında işçi çalıştıran toplam 3.222.133 adet işletme bulunmaktadır. KOBİ olarak vasıflandırılan bu işletmelerden 3.084.183'ü mikro, 121.746'sı küçük, 16.204'ü ise orta ölçektedir. Ayrıca 250'den daha çok işçi çalıştıran 3.329 adet de büyük işletme bulunmaktadır. Bu sayılar oransal olarak ele alındığında bu işletmelerin % 95,62'sinin mikro, % 3,78'sinin küçük, % 0,5'inin de orta ölçekten oluştuğu, dolayısıyla Türkiye'deki işletmelerinin % 99,9'nun KOBİ'lerden oluştuğu görülecektir.

Avrupa Birliği'ne bakıldığında da durumun Türkiye'dekinden farklı olmadığı görülecektir. Nitekim Eurostat'ın 2008 yılı verilerine göre AB'deki işletmelerin % 92'si mikro, % 6,7'si küçük, % 1,1'i de orta ölçekte işletmelerden oluşmakta olup dolayısıyla % 99,8'i KOBİ'lerden oluşmaktadır.

KOBİ'ler Türkiye'de sadece tüm işletmeler içindeki sayıları bakımından değil aynı zamanda toplam istihdamın % 78'sini, toplam yatırımların % 50'sini, toplam

satışların % 37,7'sini, toplam ihracatın % 60,1'ini ve toplam katma değerin % 55,2'sini karşılaması bakımından da büyük öneme sahiptir (TÜİK 2008, 2009 ve 2010).

Aşağıda KOBİ'lerin dünya ekonomisindeki önemini özetleyen bir tablo sunulmuştur.

Tablo 2: KOBİ'lerin Ülke Ekonomileri İçindeki Yeri

Ülke	Toplam İşletmeler İçindeki Payı (%)	Toplam İstihdam İçindeki Payı (%)	Toplam Katma Değer İçindeki Payı (%)
ABD	98,9	57,9	50
Hindistan	97,3	66,9	-
Japonya	98,2	66	49,3
Güney Kore	99,9	87,7	49,2
Brezilya	99,9	67	-
Malezya	99,9	65,2	31,2
AB27	99,8	67,4	57,7
İngiltere	99,6	54,1	51
Almanya	99,5	60,4	53,6
İtalya	99,9	81,1	71,3
Türkiye	**99,9**	**78**	**55**
Yunanistan	99,9	86	72
Portekiz	99,9	79	68
İspanya	99,9	76	67
İsveç	99,8	65	59
Fransa	99,8	61	56
Belçika	99,8	67	60
Hollanda	99,7	66	66
İrlanda	99,7	73	58
Finlandiya	99,7	61	53
Avusturya	99,6	67	60
Danimarka	99,6	66	62

Kaynak: KOSGEB, **2011-2013 KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı**, Ankara, Nisan 2011, s.30; Marianna Caccavaio et al, "SMEs and the Challenge to Go Public: Evidence from a Recent Survey", Italy, **Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies**, Working Paper No: 2, January 2012, p.4-5.

KOBİ FİNANSMANI VE KOBİ BORSASI

KOBİ'lerin Finansman Yöntemleri

İki kısma ayrılan bu bölümün birinci kısımda geleneksel finansman yöntemleri, ikinci kısımda ise yine KOBİ'lere hitap etmekle birlikte kullanımı diğeri kadar yaygın olmayan alternatif finansman yöntemleri konu edilmiştir.

Geleneksel Finansman Yöntemleri

KOBİ'lerce en çok bilinen ve kullanımı en yaygın olan geleneksel finansman yöntemleri; özkaynak, otofinansman (iç kaynaklar), banka kredisi, satıcı kredisi (ticari kredi) ve tahakkuk etmiş kısa vadeli giderler şeklinde ifade edilebilir.

Özkaynak finansmanı, kuruluş aşamasında ortakların işletmeye sermaye olarak koydukları iktisadi kıymetlerin dönen ve duran varlıkların finansmanında kullanılmasıdır. Ancak kuruluş aşamasında KOBİ'lerde çoğu zaman dönen varlıklar (çalışma sermayesi) ihmal edilebilmektedir. Bunun bir sonucu olarak da faaliyet döneminde ek finansman ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Dönem kârının tamamının veya belli bir kısmının ortaklara dağıtılmayıp işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılması otofinansman olarak bilinmektedir. Ayrıca dönem kârı üzerinden ayrılan yedek akçeler de bu kapsamda değerlendirilir. Otofinansman büyük işletmelerde çokça yararlanılan ve etkili bir yöntem olmasına rağmen KOBİ'lerde dönem kârının düşük olması ve ortakların geçimlerini işletme üzerinden sağlaması gibi nedenlerden dolayı aynı etkiyi göstermez.

Banka kredileri ticari bankalar tarafından işletmelere kullandırılan genellikle kısa vadeli kredilerdir. Maliyetin yüksek olması, ağır teminat şartları içermesi ve özellikle KOBİ'lerde ortakların kişisel servetlerinin riske edilmesi bakımından önemli dezavantajlar içermektedir.

Satıcı kredileri ticari faaliyetlerin doğal bir sonucu olarak kredili mal alımları neticesinde ortaya çıkmaktadır. KOBİ'lerde en çok yararlanılan finansman yöntemi olarak gösterilebilir. Ancak kimi durumlarda vadeler çok kısa kalabilmekte ve ağır maliyetli hale gelebilmektedir.

Tahakkuk etmiş kısa vadeli giderler dönem içinde tahakkuk eden ve ödenmesi gereken; vergi, resim, harç ve sigorta primleri, müşterilerden alınan avanslar, depozito ve teminatları, şubelerden veya ana kurumdan alınan kısa süreli krediler, özel finans kurumlarından alınan krediler, uzun süreli kredilerin vadesi gelen kısımları ile faizleri, repo ödemeleri gibi giderlerdir. Bu tür giderlerin tahakkuku ile ödenmesine kadar geçen sürede, firma bunları maliyetsiz olarak kullanabilir. Ödeme süresinin aşılması halinde ise vade farkı veya ceza tahakkuk etmektedir (Okka, 2006: 443). Böyle olması durumunda karşılıksız olarak yararlanılmakta olan fonlar maliyetli olmaya başlar.

Alternatif Finansman Yöntemleri

KOBİ'lerin finansman sorununun çözümünde etkili olabilecek alternatif finansman yöntemleri ise; girişim (risk) sermayesi, faktöring, leasing, forfaiting, barter, franchising, kredi garanti fonu ve melek yatırımcı şeklindedir.

Girişim sermayesi, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının gelişme ve büyüme potansiyeli yüksek şirketleri hisse senedi ve benzeri araçlar vasıtasıyla fonlaması şeklinde tarif edilebilir. Girişim sermayesi uzun süreli ve yatırım ortaklığının işletmede etkin bir şekilde rol aldığı bir finansman yöntemidir. Şirketin büyüyüp genellikle borsada işlem görmeye başlamasıyla birlikte yatırım ortaklığı elindeki hisseleri satarak süreci tamamlamış olur.

Faktoring, genellikle yurt içi kısa vadeli ticari alacakların belli bir iskonto dahilinde bir faktöring şirketine devredilmesi işlemidir. Alacakların vadesinden önce nakde dönüşmesine imkân veren faktoring işlemi hizmet, finansman ve teminat olmak üzere üç fonksiyona sahip olup bunlardan birinin veya ikisinin bulunup bulunmamasına göre farklı şekillerde uygulanabilmektedir.

Leasing, genellikle maddi duran varlık vasfına sahip iktisadi kıymetlerin uzun vadeli kiralama yoluyla tasarruf edilmesine imkan veren bir diğer finansman yöntemidir. Leasing işleminde duran varlığın mülkiyeti ve doğacak riskler kiralayanda kalmaya devam ederken kullanım hakkı ve rutin bakım-onarım yükümlülüğü kiracıya aittir. Leasing işlemi, varlığın vade sonunda düşük bir bedel karşılığında kiracıda kalması, kiralayanın yurt içinde veya yurt dışında bulunması gibi durumlara göre farklı şekillerde uygulanabilmektedir.

Fortfaiting, faktöringe benzer olarak genellikle yurt dışı uzun vadeli ticari alacakların belli bir iskonto dahilinde bir faktöre devredilme işlemi olarak tanımlanabilir. Ancak faktöring işleminden farklı olarak forfaiting işleminde genellikle tek bir ticari işlem konu edilir.

Barter en basit anlamda takas işlemidir. Barter ile takas işlemi birbiriyle karıştırılmamalıdır. Barter sisteminin çok daha basit ve ilkel bir şekli olan takas, aynı değere sahip iki farklı mal veya hizmetin, iki taraf arasında karşılıklı değiş tokuş edilmesine dayalı bir sistemdir. Barter sisteminde ise birden fazla firma, birbirleriyle eşdeğerde olmayan çok sayıda mal ve hizmetin bulunduğu bir ortamda, birebir karşılıklı ilişkilerden ziyade sistem içinde çok taraflı bir ilişkinin parçası olurlar (Kutlu ve Güner, 2006: 118).

Bir dağıtım ve pazarlama sistemi olan franchising, iki taraf arasında süreklilik gösteren ticari bir anlaşmadır. Franchising veren tarafa "franchisor", alan tarafa "franchisee", marka ya da ismi kullanma hakkı ise "franchise" olarak adlandırılmaktadır (Aypek, 2009: 239).

KOBİ'ler kredi başvurularında maddi ve şahsi teminat gösterme konusunda birtakım sorunlar yaşayabilmektedir. Bu sorunun aşılması amacıyla "kredi garanti fonu" olarak bilinen şahsi bir teminat sistemi geliştirilmiştir. Bu amaçla Türkiye'de Temmuz 1991'de Kredi Garanti Fonu A.Ş. kurulmuştur.

Melek yatırımcı (Angel investor), kuruluş aşamasında olan startup'lara ya da küçük ama geleceği parlak şirketlere; borsada yatırım yapmak yerine ortak olma

yoluyla yatırım yapan ve o şirket büyüdüğünde çok büyük kazançlar sağlayan bireysel yatırımcıdır (Aypek, 2002: 11).

KOBİ Borsası

Borsa, iktisadi değeri bulunan emtialar (buğday, pamuk vs.), değerli madenler (altın, gümüş vs.), türev finansal araçlar (future ve opsiyon sözleşmeleri) ve menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil vs.) belli kurallar dahilinde alınıp satıldığı organize piyasalar olarak tanımlanabilir. Örneğin, Türkiye'deki İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (İZVOB) organize piyasalara birer örnektir.

İMKB bünyesinde bulunan Pay Piyasası, Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen şartları taşıyan şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı ana piyasadır. Söz konusu kotasyon şartları, KOBİ'lerin sağlayamayacağı kadar ağır düzeydedir. Bu yüzden Pay Piyasası daha çok büyük şirketlere hitap eden bir piyasadır. Her ne kadar Pay Piyasası altında faaliyet gösteren pazarlarda (İkinci Ulusal Pazar) KOBİ vasfına sahip şirketler bulunsa da geneli kapsamaktan uzaktır. Bu yüzden daha hafif şartlar taşıyan, başka bir ifadeyle KOBİ'lerin geneline hitap eden bir piyasanın ya da bağımsız bir borsasının bulunması şarttır.

Bu açıklamalardan da anlaşılacağı üzere KOBİ borsası, sadece KOBİ'lere ait menkul kıymetlerin işlem gördüğü bir piyasadır. KOBİ borsası İMKB gibi ana borsa çatısı altında bir alt piyasa olarak yer alabileceği, ana borsadan bağımsız ayrı bir borsa olarak da teşkilatlanabilir. Aşağıda, çeşitli ülkelere ait KOBİ borsası uygulamalarına kısaca değinilecektir.

Dünyada KOBİ Borsası Uygulamaları

İngiltere

Alternative Investment Market (AIM), Londra Borsası bünyesinde 1995 yılında kurulmuş, 2011 yılı itibarıyla 2.674 şirketin işlem gördüğü ana borsaya bağlı bir KOBİ borsasıdır. Elektronik sürekli müzayede ve piyasa yapıcılığı işlem sisteminin kullanıldığı AIM'de herhangi bir minimum piyasa değeri ya da ödenmiş sermaye kriteri aranmaksızın her büyüklükteki şirket işlem görebilmektedir. AIM'de katı kotasyon koşulları yerine kamuyu aydınlatma yükümlülüğü daha ön plana çıkmaktadır. AIM'de bir şirket işlem görebilmek için aşağıdaki koşulları yerine getirmelidir (Altaş, 2011: 6-8):

- AIM'de olduğu sürece görevlendirilmiş danışman olmalı
- Halka arz için bir aracı kuruluşla anlaşılmalı
- Hisselerin transferi serbest olmalı
- Kurulduğu ülkenin kanunlarına uygun Anonim Şirket statüsünde olmalı
- Başvuru belgelerini doldurup borsaya teslim etmeli ve

- Borsa ücretlerini ödemelidir.

Yunanistan

Temmuz 2012 itibarıyla 14 şirketin işlem gördüğü Alternative Market (EN.A), Atina Borsası (ATHEX) bünyesinde AIM baz alınarak 2007'de oluşturulmuş bir piyasadır. İşlem sistemi ATHEX'te olduğu gibidir. Piyasa'ya girebilmek için bazı koşulların sağlanması gereklidir. Bu koşullar aşağıda kısaca özetlenmiştir (Çikot, 2008: 32):

- Şirketin, konsolide öz sermayesi en az 1 milyon € olmalı
- IFRS bazında son iki yılın mali tablosu bağımsız denetimden geçmeli
- Tüm mali yıllar için vergi denetiminden geçmiş olmalı
- Zarar varsa, toplam zarar öz sermayenin yarısını geçmemeli
- Ortaklık payı % 5'ten daha fazla olanların, şirket işlem görmeye başladıktan sonra bir yıl boyunca hisselerini satmamalı
- İşlem görecek hisseler % 10'dan az olmamalı, en az 50 kişiye satılmış olmalı ve her alıcı % 2'den fazla hisseye sahip olmamalı
- Kotasyon işlemlerinin yürütülmesi ve kotta kalma koşullarının sağlanması için piyasaya giriş öncesi ve sonrasında danışman şirketle çalışılmalı
- ATHEX ve diğer sermaye piyasası katılımcılarından oluşan ATHEX Değerlendirme Komitesinin onayı alınmış olmalı

İspanya

Aralık 1999'da 10 şirketle İspanya Borsası bünyesinde faaliyete başlayan Nuevo Mercado (NM), NASDAQ baz alınarak oluşturulmuş bir alt piyasadır. İşlem sistemi ana borsadan farklıdır.

Almanya

Almanya Borsası bünyesinde 1997'de faaliyete başlayan Neuer Markt, Alman ve yabancı ihraççıların hisse senetleri, bonoları ve warrantlarının işlem görebildiği bir piyasadır. Organize piyasa olarak anılan bu piyasa, resmi piyasanın koşullarını yerine getiremeyen KOBİ'ler için resmi piyasaya geçmeden önceki adım olarak görülmektedir. Bu piyasada işlem görebilmek için gerekli koşullar aşağıdaki gibidir (Budak, 2006: 17):

- Şirketin en az 3 yıldır faaliyette bulunmalıdır.
- İtibari değeri olmayan hisseler için ihraç miktarı en az 10.000 olmalıdır.
- Son 3 yılın mali tablolarını ve son yılın yönetim raporunu içeren prospektüsün yayınlanması gerekmektedir.

ABD

ABD'de New York Borsası (NYSE) ve Amerikan Borsası'ndan (AMEX) ayrı olarak faaliyet gösteren NASDAQ her sektörden ve her boyuttan şirketin kote olabildiği bir KOBİ borsasıdır. İşlem sistemi, elektronik uzaktan erişimli, rekabetçi piyasa yapıcılığı modelidir (Budak, 2006: 20). NASDAQ'ta Global Select Market, Global Market ve Capital Market olmak üzere üç farklı katman olup her bir katmanda ise özkaynak, piyasa değeri ve net satışla ilgili olmak üzere üç farklı standart belirlenmiştir. NASDAQ'ın resmi internet sayfasındaki verilere göre Temmuz 2012 itibarıyla NASDAQ'ta 2'si mega ölçekte, 68'i büyük ölçekte, 223'ü orta ölçekte, 796'sı küçük ölçekte, 969'u mikro ölçekte, 690'ı da nano ölçekte olmak üzere toplam 2.752 şirket işlem görmektedir.

Çin

1991 yılında kurulan Şenzhen Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde Ekim 2009'da KOBİ'lere yönelik Büyüyen Şirket Pazarı (Growth Enterprise Board-ChiNext) adlı yeni bir piyasa oluşturulmuştur. 2010 yılı itibarıyla 153 şirketin işlem gördüğü ChiNext'te, yine Şenzhen Borsası'nda 2004 yılında açılan KOBİ pazarından farklı olarak kotasyon koşulları kolaylaştırılmıştır. ChiNext'te işlem görecek bir şirket; faaliyet süresi 3 yıl, halka açıklık oranı %25, ödenmiş sermayesi 3,1 milyon $, ortak sayısı 200, son iki yılda 1,6 milyon $ kâr veya son yılda 0,8 milyon $ kâr sağlamış olmalıdır (Altaş, 2011: 13).

Japonya

2004 yılında bağımsız bir KOBİ borsası olarak kurulan JASDAQ 2010 yılında Osaka Borsası bünyesine girmiştir. Birleşme neticesinde mevcut KOBİ pazarı olarak faaliyet gösteren Hercules kapanarak buradaki şirketler JASDAQ'a aktarılmıştır. JASDAQ'ta şirketler Standart ve Gelişen olmak üzere kotasyon şartları farklı iki pazar bulunmaktadır (Altaş, 2011: 12). Standart kısımda; özsermaye, net kâr, kote edilecek hisse sayısı, ortak sayısı, piyasa değeri, halka açıklık oranı ve faaliyet süresi, Gelişen kısımda ise kote edilecek hisse sayısı, ortak sayısı ve faaliyet süresine ilişkin yeterlilikler aranmaktadır. Nisan 2011 yılı itibarıyla 986 şirketin işlem gördüğü JASDAQ'ta da danışman şirketle anlaşma yapma zorunluluğu bulunmaktadır.

Güney Kore

1996 yılında NASDAQ model alınarak KOBİ'lere finansman sağlamak amacıyla kurulan KOSDAQ 1999'da tamamen kâr amacı güden bir şirkete dönüşmüş, 2005'te ise uluslararası piyasada rekabet gücünü artırmak amacıyla Kore Borsası ve Kore Vadeli İşlemler Borsası çatısı altında birleşmiştir. KOSDAQ'ta işlem görebilmek için şirketlerin, "risk sermayesi şirketleri", "büyüyen risk sermayesi şirketleri" ile "diğer şirketler" (yatırım fonları ve yabancı firmalar dâhil) kategorilerinden en az birinin şartlarına uygun finansal kriterlere sahip olmaları gerekmektedir. KOSDAQ'ta Nisan 2011 itibarıyla 1022 şirket işlem görmektedir (Altaş, 2011: 11).

Kanada

1999 yılında Toronto Borsası (TSX) bünyesinde faaliyete başlayan TSX Girişim Borsası'nda şirketler Birinci Katman ve İkinci Katman olmak üzere iki bölüm altında işlem görmektedir. Ayrıca her katmanda maden, enerji-gaz, teknoloji-sanayi-canlı bilimi ve gayrimenkul-yatırım olmak üzere sektör bazında kısımlar bulunmaktadır. Kotasyon koşullarına bakıldığında kote olacak hisse sayısı, ortak sayısı, halka açıklık oranı, özsermaye, maddi duran varlık, mülkiyet, iş programı ve yatırım planlarına ilişkin kriterler aranmaktadır.

AlterNext

Eylül 2000'de Amsterdam (Hollanda), Brüksel (Belçika) ve Paris (Fransa) Borsalarının birleşmesiyle kurulan EuroNext, 2002 yılında Londra (İngiltere) ve Lizbon (Portekiz) borsalarının da dâhil olmasıyla 5 ülkede faaliyet gösteren bir borsa haline gelmiştir. 2006 yılında ise New York Stock Exchange (NYSE) ile birleşmiştir. EuroNext bünyesinde Mayıs 2005'te KOBİ'lere yönelik AlterNext oluşturulmuştur. Alternext'te Belçika, Hollanda, Fransa ve Portekiz olmak üzere dört bölüm ve aşağıda belirtilen üç farklı işlem bulunmaktadır (Altaş, 2011: 14):

- Halka arz: Şirketler yeni veya mevcut hisselerin satışı yoluyla kote olabilir.
- Tahsisli satış: Şirket kote olmadan önceki bir yıl içinde bir defada en az 2,5 milyon € sermaye artırarak en az üç yatırımcıya satış yapmış olmalıdır.
- Çapraz kotasyon: NYSE Euronext (ana pazarda) ya da başka borsalarda işlem gören şirketler AlterNext'e de kote olabilir.

AlterNext'te kotasyon koşulları olarak minimum halka arz tutarı, finansal tablolar, muhasebe standardı gibi konularda bazı kriterler aranmaktadır. Bu kriterler ana piyasa ile karşılaştırıldığında son derece hafiftir. AlterNext'te Aralık 2012 itibarıyla 198 şirket işlem görmektedir.

Türkiye'de KOBİ Borsası Uygulamaları

İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)

Borsa kotasyon şartlarını taşımayan, bununla birlikte gelişme ve büyüme potansiyeli olan şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem gördüğü İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'nın (GİP) yasal zemini 18.08.2009 tarih ve 27323 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan İMKB GİP Yönetmeliği'ne dayanmaktadır. İlk faaliyetine ise 4.2.2011 tarihinde başlamıştır. Aynı tarihte Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. BRKSN koduyla GİP'te işlem gören ilk şirket olmuştur. Borsada işlem görmenin etkisiyle kısa zaman içinde hızlı bir gelişme gösteren Berkosan A.Ş. 27.4.2012'den itibaren İMKB Pay Piyasası pazarlarından biri olan İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

GİP'te sadece anonim şirket statüsünde olan ve İMKB Pay Piyasası kotasyon şartlarını taşımayan GİP Listesi'ndeki şirketler işlem görebilmekte, ayrıca bir kârlılık, faaliyet süresi, sermaye veya piyasa değeri gibi konularda herhangi bir sayısal koşul aranmamaktadır. Bununla birlikte GİP'e başvuran şirketler GİP Listesi'ne alınmadan önceki hazırlık sürecinde kendilerine yardımcı olacak ve alındıktan sonraki süreçte de SPK ve borsa düzenlemelerine uyum sağlaması için danışmanlık hizmeti sağlayacak bir Piyasa Danışmanı (PD) ile Piyasa Danışmanlığı Anlaşması (PDA) yapmış olmalıdır. PD görevini sadece aracı kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yürütebilmektedir. 23.01.2013 itibarıyla 20 şirketin PDA'sı yürürlükte olup bunlardan 11 adedi GİP Listesi'nde yer almakta, yani GİP'te işlem görmektedir. Aynı tarih itibarıyla PD görevini yerine getirmeye yetkili 27 adet şirket bulunmaktadır.

İMKB GİP'in KOBİ'ler Açısından Değerlendirilmesi

Şirketlerin GİP vasıtasıyla sermaye piyasasından fon teminini kolaylaştırmak ve halka açılmayı teşvik etmek üzere birçok alanda muafiyetler sağlanmış, ücret indirimleri yapılmış, yükümlülükler azaltılmış ve çeşitli teşvikler sunulmuştur (İMKB GİP Kılavuzu, s.12; Eryılmaz, 2012: 24-6):

- SPK, İMKB ve MKK ücretleri diğer İMKB pazarlarındakinin %10'dur.
- Sadece GİP Listesi'ndeki pay tutarı üzerinden ücretlendirme yapılır.
- GİP'e başvuran şirketlerden sadece son yılsonu ve ihraç tarihi itibarıyla yılın dokuzuncu ayı geçmişse altı aylık ara dönem bağımsız denetim raporları istenmektedir.

- Payları GİP'te işlem gören ortaklıklar, SPK kaydına alındıkları tarihi izleyen üç hesap dönemi boyunca birinci temettü dağıtmayabilir.
- İhraç edilen sermaye piyasası aracı toplam satış bedelinin 3 milyon TL'nin altında olması durumunda, SPK'nin izahname düzenleme zorunluluğundan muaf tutulabilir.
- Yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan "Pay Sahipleriyle İlişkiler Birimi"nin kurulma zorunluluğu yoktur.
- Sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyonu sağlayan bir personelin görevlendirilmesi zorunluluğu yoktur.
- Kurumsal Yönetim İlkeleri gereği atanması zorunlu olan "Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi" şartından muaf tutulabilir.
- Halka arzla birlikte tahsisli satış da kabul edilmekte ve alıcı sayısı serbest bırakılmıştır. Ayrıca daha düşük maliyetli alternatif satış yöntemleri sunulmaktadır.
- Sermaye artırımı ile ihraç edilen payların tahsisli satışı da mümkündür ve SPK mevzuatı gereği tahsisli satışlarda izahname ve sirkülerin düzenleme zorunluluğu yoktur.
- İşlem görecek şirketlere KOSGEB 100.000 TL'ye kadar karşılıksız destek sağlamaktadır.
- KOBİ'lerin GİP'te işlem görmesinin bir sonucu olarak kamuyu aydınlatma, bağımsız denetim ve ücret ödeme yükümlülükleri söz konusu olmaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

GİP'te işlem gören ilk şirket olma özelliği taşıyan Berkosan A.Ş.'nin ardından 19 şirket daha GİP Listesi'ne başvurmuştur. GİP'in yaklaşık bir yıldır faaliyette bulunduğu göz önüne alındığında bu sayının aslında hiç de azımsanmayacak düzeyde olduğu söylenebilir. 31.01.2013 tarihi itibarıyla bu şirketlerden 11'i GİP'te işlem görmekte, 8'i de işlem görmek üzere beklemektedir. Bu şirketlerin GİP'te işlem görmek istemelerinde kuşkusuz SPK, KOSGEB, İMKB ve TSPAKB İşbirliği Protokolü çerçevesinde gerçekleştirilen KOSGEB teşvik programının payı büyüktür. Hatırlanacağı üzere KOSGEB, GİP'te işlem görmek isteyen şirketlere 100.000 TL'ye kadar karşılıksız destek sunmaktadır. Ayrıca, işlem görme sürecinde SPK, İMKB ve MKK ücretleri 1/10 oranında alınmakta ve İMKB 2013 yılı sonuna kadar hiçbir ücret talep etmemektedir. Bu durum GİP'i daha cazip hale getirmektedir. Genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, İMKB GİP uygulaması gerek maliyet gerekse de kotasyon şartları bakımından KOBİ'ler için ideal bir piyasa konumundadır.

Aşağıda bu çalışma kapsamında bazı önerilerde bulunulmuştur:

- Yetersiz tanıtım faaliyetlerinin, GİP'teki şirket sayının az olmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Tanıtım faaliyetlerinin artırılması sayesinde

KOBİ'ler GİP'i daha yakından tanıma fırsatı bulacak ve böylece zihinlerde oluşan çoğu olumsuz düşünce de ortadan kalkmış olacaktır.

- KOBİ'lerde, halka arz sonucunda yönetim kontrolünün kaybolacağı ya da işletmenin kötü amaçlı satın almalara konu olacağı hakkında endişeler giderilmelidir.
- KOBİ'lerdeki finansal bilgi eksikliğini giderici eğitimlerin düzenlenmesi sağlanmalıdır. Bu tür etkinliklerin KOBİ'lerin sermaye piyasasına bakış açısını olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir.
- Sermaye piyasasına henüz adım atmamış KOBİ'ler ile piyasa danışmanlığı görevini yürüten şirketler arasında bir bağ oluşturulmalıdır. Bu bağ, tarafları aynı platformda buluşturacak seminerler, paneller, bilgilendirme toplantıları, konferanslar vb. etkinlikler düzenlenmek suretiyle oluşturulabilir.
- KOBİ'lere sağlanan teşvikler; sermaye piyasasına uyum sırasında ortaya çıkan çeşitli maliyetleri de kapsayacak şekilde genişletilmelidir. Örneğin; anonim şirket olmayan KOBİ'lerin bu statüye geçmesi ya da ayrı bir finans ekibi veya departmanı oluşturulması sırasında ortaya çıkacak masraflar karşılanmalıdır.
- Bilindiği üzere GİP'te işlem gören şirketler kayıt dışı ekonomiye konu olan uygulamalardan genellikle daha uzaktırlar. Dolayısıyla KOBİ'lerin bu konudaki endişeleri de göz önünde bulundurulmalıdır.
- GİP'te işlem gören şirketlerin İMKB Pay Piyasası'nda işlem gören şirketlere göre şeffaflık konusunda daha az yükümlülüklerinin bulunması KOBİ'ler açısından her ne kadar olumlu gibi görünse de yatırımcıların güven sorunu yaşamalarına neden olabilir. Bu nedenle Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) çerçevesinde Pay Piyasası'na yönelik uygulanan şartlar mümkün olduğunca GİP'e yönelik de uygulanmalıdır. Çünkü, sermaye piyasasında şeffaflık, açıklık, hesap verilebilirlik, kamuyu aydınlatma gibi kavramlar son derece önemli konulardır.
- Türkiye'de 'Halka Arz Seferberliği' yoluyla sermayenin tabana yayılması, tasarrufların yatırımlara dönüşmesi, kaynak sorununa çözüm bulunması ve sermaye piyasasının gelişimi sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu kapsamda çeşitli illerde toplantılar, seminerler, personel eğitimleri, şirket ziyaretleri ve tanıtım platformları oluşturulması gibi etkinlikler organize edilmektedir. İMKB GİP tanınırlığını artırmak için bu tür faaliyetlerin artırılarak sürdürülmesi gerekmektedir.
- GİP'te başarı gösteren şirketlerin İMKB Pay Piyasası pazarlarından birine alınması yerine GİP bünyesinde oluşturulacak ayrı bir pazara alınması ya da en azından birkaç yıl daha GİP bünyesinde bırakılması daha uygun olabilir. Bu sayede GİP'in yatırımcılar ve potansiyel şirketler nezdindeki

itibarı daha da artacaktır. Aksi takdirde zamanla GİP; gelişmemiş ya da başarılı olamamış işletmelerin piyasası olarak görülmeye başlayabilir. Bu bakımdan GİP'te farklı özellikte pazarlar oluşturulmalıdır. Nitekim;

- ABD – NASDAQ'ta; Global Select Market, Global Market ve Capital Market olmak üzere üç farklı katman olup her sektörden ve her boyuttan şirket işlem görebilmektedir. Bu katmanlardan her birinde üç farklı standart belirlenmiş olup sadece birine uyum sağlamak yeterli olmaktadır.
- Benzer olarak Japonya – JASDAQ'ta standart ve gelişen olmak üzere iki katman bulunmaktadır.
- G. Kore – KOSDAQ'ta ise risk sermayesi ve büyüyen risk sermayesi olmak üzere yine iki katman mevcuttur.
- Kanada – TSX Girişim Borsası'nda iki farklı katman olup her bir katmanda 4 farklı sektöre ait farklı standartlar belirlenmiştir.

KAYNAKÇA

AYPEK, Nevzat; "KOBİ Finansmanı: Venture Capital ve Angel Investor", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 17. Yıl, Eylül 2002.

AYPEK, Nevzat ve Diğerleri; **Ekonomik Terimler Sözlüğü**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2009.

ALTAŞ, Gökben, "Yurtdışında KOBİ Piyasaları", **Sermaye Piyasasında Gündem**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, Sayı 109, Eylül 2011.

BUDAK, Alparslan (Ed.); **Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, No: 27, Ocak 2006.

CACCAVAIO, Marianna et al, "SMEs and the Challenge to Go Public: Evidence from a Recent Survey", Italy, **Arcelli Centre for Monetary and Financial Studies**, Working Paper No: 2, January 2012, p12.

CANSIZ, Mehmet, "Türkiye'de KOBİ'ler ve KOSGEB", DPT Uzmanlık Tezleri, Sosyal Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Yayın No: 2782, Ankara, 2008.

ÇİKOT, Özcan; "Yunanistan Sermaye Piyasası", **Sermaye Piyasasında Gündem**, İstanbul, TSPAKB Yayınları, Sayı: 73, Eylül 2008, ss.24-37.

ERDOĞAN, B. Zafer (Ed.) **Girişimcilik ve KOBİ'ler: Teori ve Uygulama**, Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2. Baskı, 2009.

EROL, Mikail, "Ekonomik Kriz ve KOBİ'ler", **Girişim ve Kalkınma Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 1, ss.165 – 181, Haziran 2010.

ERYILMAZ, Fuat Korhan (GİP Müdürü); 23.3.2012 Tarihli İMKB GİP EİB Sunumu http://www.slideshare.net/eibsunum/20120323-gip-sunum-ege-ihracat-birlikleri-izmir

Eurostat Pocketbooks, Key Figures on European Business with a Special Feature on SMEs, Belgium, 2011 Edition.

İMKB GİP Kılavuzu, http://www.imkb.gov.tr/datum/gip/Geli%C5%9Fen%20%C4%B0%C5%9Fletmeler%20Piyasas%C4%B1%20K%C4%B1lavuzu.pdf

KOBİ'lerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik; 18.11.2005 Tarih ve 25997 Sayılı Resmi Gazete

KOSGEB, **2011-2013 KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı**, Ankara, Nisan 2011.

KUTLU, Hüseyin A. ve GÜNER, Mehmet. Barter İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi, Mali Çözüm İSMMMO Yayın Organı, Nisan – Mayıs, Yıl: 2006, Sayı: 75.

MÜFTÜOĞLU, M. Tamer; **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Sorunlar – Öneriler,** Ankara, Turhan Kitabevi, 4. Baskı, 1998.

OKKA, Osman; **Finansal Yönetime Giriş**, Ankara, Nobel Kitabevi, 2. Basım, 2006.

TÜİK Yıllık İş İstatistikleri 2009 Yılı Verileri

TÜİK, 2003 – 2008 Sanayi ve Hizmet İstatistikleri – [1]TÜİK, 2009 – [2]TÜİK Girişim Özelliklerine Göre 2010 Yılı Dış Ticaret İstatistikleri – [3]BDDK, Ocak 2011 (toplam kredilerin % 24'ü)